

LAS AGENCIAS DE RATING COMO TERCEROS DE CONFIANZA: RESPONSABILIDAD CIVIL EXTRA CONTRACTUAL Y PROTECCIÓN DE LA SEGURIDAD DEL TRÁFICO *

MANUEL ALBA FERNÁNDEZ **

*Profesor Titular Interino de Derecho Mercantil.
Universidad Carlos III de Madrid*

TERESA RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL ***

*Profesora Titular Interina de Derecho Mercantil.
Universidad Carlos III de Madrid*

Este trabajo ha obtenido el **Accésit Premio Estudios Financieros 2010** en la modalidad de **DERECHO CIVIL Y MERCANTIL**.

El Jurado ha estado compuesto por: don Luis Díez PICAZO Y PONCE DE LEÓN, don Juan CADARSO PALAU, doña Cristina PAREDES SERRANO, don Jesús QUIJANO GONZÁLEZ y don Fernando RODRÍGUEZ ARTIGAS.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato del autor.

Extracto:

Los recientes acontecimientos que han marcado la actualidad de los mercados financieros internacionales han dotado de inesperado protagonismo a un conjunto de figuras de variado perfil que comparten una función esencial: la generación de confianza en los mercados mediante la transmisión de información especializada, creíble y precisa sobre los operadores económicos (emisores) y ciertas emisiones. El papel de las entidades o agencias de *rating*, cuyo perfil funcional ha evolucionado desde su clásica condición de terceros de confianza hasta su posición actual como auténticos *gatekeepers*, ha despertado además especial atención por su dudosa intervención en el desarrollo de la crisis financiera. En este contexto, el debate sobre la idoneidad de recurrir a mecanismos de control de mercado, o a técnicas de regulación parecía haberse decantado, primero, por una clara apuesta por la autorregulación. La sofisticación funcional de las agencias como suministradoras ya no sólo de variables decisorias sino de verdaderos *«inputs regulatorios»* ha reenfocado la regulación hacia modelos de acreditación o registro y supervisión directa. Se abre así un interesante espacio para el análisis, primero, sobre la función de los terceros de confianza en los mercados internacionales, y, segundo, sobre el papel de las reglas generales sobre responsabilidad civil patrimonial que, en medida alguna, sirvan para proteger los intereses de quienes confían en los *ratings* como variables determinantes en su proceso de toma de decisiones de inversión.

Palabras clave: agencias de calificación crediticia, *rating*, responsabilidad civil, terceros de confianza, intermediarios reputacionales, *gatekeepers*.

* El presente trabajo será también publicado en el núm. 121, enero-marzo de 2011, de la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*.

** Correo electrónico: manuel.alba.fernandez@uc3m.es

*** Correo electrónico: teresa.rodriiguezdelasheras@uc3m.es

LAS AGENCIAS DE *RATING* COMO TERCEROS DE CONFIANZA: RESPONSABILIDAD CIVIL EXTRA CONTRACTUAL Y PROTECCIÓN DE LA SEGURIDAD DEL TRÁFICO

MANUEL ALBA FERNÁNDEZ **

*Profesor Titular Interino de Derecho Mercantil.
Universidad Carlos III de Madrid*

TERESA RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL ***

*Profesora Titular Interina de Derecho Mercantil.
Universidad Carlos III de Madrid*

Este trabajo ha obtenido el **Accésit Premio Estudios Financieros 2010** en la modalidad de **DERECHO CIVIL Y MERCANTIL**.

El Jurado ha estado compuesto por: don Luis Díez PICAZO y PONCE DE LEÓN, don Juan CADARSO PALAU, doña Cristina PAREDES SERRANO, don Jesús QUIJANO GONZÁLEZ y don Fernando RODRÍGUEZ ARTIGAS.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato del autor.

Abstract:

THE recent course followed by international financial markets has endowed with an unexpected prominent role a certain group of entities in a variety of forms and profiles that share a core function: providing trust to markets by supplying specialized, reliable, and precise information about issuers and the assets issued. The role performed by *rating* agencies, evolving from its traditional role of trusted third parties to its current position of real gatekeepers, has aroused concerns and attracted especial attention due to their controversial participation in the development of the financial crisis. Within that context, the debate over the advisability of adopting market-based control mechanisms or regulatory devices seems to favor categorically a self-regulation approach, at least in a first stage. Later on, as long as the functional profile of *rating* agencies is becoming more sophisticated by providing, not only decisional variables, but also «regulatory inputs», the regulatory approach has veered towards registry-based and direct supervision models. All this process, however, has to a certain extent disregarded one of the most interesting spaces for the analysis of the activity of *rating* agencies, which refers, firstly, to the functions of trusted third parties in international markets, and second, to the role that the law on tort liability must have in order to protect persons and entities that rely on *ratings* when making investment decisions.

Keywords: rating agencies, tort law, liability rules, trusted third parties, reputational intermediaries, gatekeepers.

Sumario

1. Introducción: la creciente importancia de la información en los mercados actuales.
2. Información, confianza y protección de la seguridad del tráfico.
3. Diferentes dimensiones de la confianza en la contratación y el papel de los terceros de confianza.
4. Perfil y análisis funcional de las agencias de *rating* como generadoras de confianza.
 - 4.1. Análisis funcional de las agencias de *rating* y evolución de su perfil en los mercados financieros.
 - 4.2. Etapas regulatorias de la calificación crediticia.
 - 4.2.1. Etapa inicial: génesis del mercado de la calificación crediticia.
 - 4.2.2. Etapa intermedia: acreditación basada en el capital reputacional acumulado.
 - 4.2.3. Etapa final: registro en función de requisitos técnicos.
5. La responsabilidad extracontractual de los terceros de confianza y protección de la seguridad del tráfico.
 - 5.1. La responsabilidad de las agencias de calificación crediticia en la jurisprudencia.
 - 5.2. Análisis de la calificación crediticia bajo las normas sobre responsabilidad extracontractual por negligencia.
6. Conclusión.

1. INTRODUCCIÓN: LA CRECIENTE IMPORTANCIA DE LA INFORMACIÓN EN LOS MERCADOS ACTUALES

La información precisa y confiable siempre ha gozado de un gran valor en las relaciones comerciales y ha sido significativamente apreciada por los operadores económicos, especialmente si es información que no se ha hecho pública. La razón de ello es probablemente que la información no pública puede conferir una ventaja competitiva o ser el fundamento de una posición privilegiada en el mercado. En este sentido, la información ha sido y continúa siendo objeto de importantes esfuerzos (y gastos) de operadores y empresarios en sus actividades ordinarias.

La información, fiable o no, ha ido adquiriendo gradualmente a lo largo del tiempo un mucho más significativo papel en las economías modernas, especialmente durante la segunda mitad del siglo XX y claramente con el desarrollo de nuevos medios de comunicación, negocios y mercados. Los entornos negociales muestran hoy un grado de complejidad apreciablemente superior con respecto a contextos equivalentes de hace unas décadas (o un siglo). Tal complejidad deriva de varios factores, como los cambios en la dimensión y el alcance de los mercados, en la naturaleza de los participantes y en las condiciones de los servicios, bienes y activos objeto de intercambio. En muchas ocasiones, los mercados modernos se caracterizan por implicar (si no se regulan) fuertes asimetrías (desde luego, de información, pero también de otro tipo), por involucrar a participantes de muy variadas características (normalmente en la demanda) y por referirse a bienes y activos con un elevado grado de complejidad y marcadas connotaciones especulativas.

En este contexto y en escenarios muy diversos, la información se ha convertido en algo más que un simple *input* que confiere una hipotética ventaja o privilegio. Es, de hecho, una condición para que algunos mercados operen de manera eficiente, sobrevivan en condiciones de estabilidad e incluso existan. Por tanto, la información, aun cuando frecuentemente mantenga su habitual carácter accesorio con respecto a otros bienes tangibles o intangibles, se ha convertido en el objeto mismo de importantes esfuerzos regulatorios y en el activo principal de negocios y mercados. Esfuerzos y negocios que mueven enormes cantidades de recursos y de riqueza. Tras estos mercados de información permanece aún el papel que la información digna de confianza ha desempeñado siempre en las relaciones comerciales, el cual, sin embargo, ha incrementado su importancia hasta el punto de ser

determinante para la viabilidad de las transacciones económicas: servir para la generación y el reforzamiento de la confianza, cuyo efecto es, a su vez, el de facilitar el tráfico ¹.

Este trabajo se centra en el estudio de dos de las variadas manifestaciones del papel de la información como un activo valioso y susceptible de transacción, o mejor en una de las varias empresas o negocios que, sobre esta base, pueden ser identificadas como proveedores de información: en particular, las agencias de calificación crediticia. Nuestro propósito último será desentrañar cómo la información suministrada por tales entidades puede estimular el comercio mejorando la calidad de las decisiones con la intención de responder a dos cuestiones: cómo las reglas de la responsabilidad civil extracontractual podrían aplicarse a la actividad de tales entidades y por qué deberían aplicarse.

El éxito de las referidas como industrias de la información sugiere que los negocios basados en información generan valor y proporcionan estructuras relacionales más eficientes. Por un lado, no obstante, una fuerte dependencia de la información proporcionada por terceros tiene también sus riesgos. La reciente crisis financiera nos proporciona algunos ejemplos muy ilustrativos: aquellos que confiaron en la calificación emitida por las principales agencias de *rating* con respecto a los valores de Enron y los adquirieron, en consecuencia (tras una rebaja en la calificación que, sin embargo, mantenía «grado inversión»), se despertaron la mañana del 1 de diciembre de 2001 y descubrieron que su inversión no valía nada ²; asimismo, los bancos que decidieron invertir importantes cantidades de dinero en las entonces tan populares CDO o MBS (*Collateralized Debt/Loan Obligations-Mortgage Backed Securities*), sin siquiera conocer en qué consistían, y tan sólo confiando en los *ratings* favorables atribuidos por entidades como Standard & Poor's o Moody's, despertaron una mañana y descubrieron igualmente que no valían ni mucho menos lo que habían pagado por ellos y que no disponían de recursos suficientes para devolver la inversión a sus clientes.

2. INFORMACIÓN, CONFIANZA Y PROTECCIÓN DE LA SEGURIDAD DEL TRÁFICO

Todas las decisiones de contenido económico están determinadas, en gran medida, por la evaluación del riesgo ³. Cualquier transacción, sea de la naturaleza que sea, implica un cierto nivel de riesgo, si entendemos riesgo como la probabilidad de que las cosas tomen un curso diferente al esperado, y posiblemente que resulten en unos beneficios menores a los estimados –con el coste de oportunidad que de ahí derive– o incluso en pérdidas. La valoración del riesgo está principalmente basada en la información que puede adquirirse sobre los diferentes elementos de la transacción y su interpretación. Tales elementos son variados y de diferente naturaleza, pero a los efectos de nuestra

¹ FRANKEL, Tamar, «Trusting and Non-Trusting on the Internet», 81 *B. U. L. Rev.* 457 (2001), pp. 457-458, en referencia a las relaciones comerciales entabladas a través de Internet.

² «ENRON's Many Strands: Warning Signs-Credit Agencies Waited Months To Voice Doubt About Enron», *The New York Times*, 8 de febrero de 2002.

³ BENJAMIN, Joanna, *Financial Law*, London: Oxford University Press 2007, 13, en relación con la toma de decisiones en los mercados financieros en los que la «materia prima» objeto de negociación es, de hecho, el riesgo de crédito.

argumentación podrían sintetizarse en los relativos a los bienes o activos objeto del negocio y a quien elegimos como contraparte. De hecho, que nuestras expectativas finalmente demuestren ser realistas y acertadas depende de que tanto los activos como la contraparte tengan efectivamente las cualidades que percibimos en ellos y que se comporten en consecuencia. Cuanto más confiamos en que las cosas y las personas implicadas en la transacción son como esperamos, más impulsados nos sentimos a celebrar la transacción prevista, y a exponernos a las consecuencias que de ello deriven⁴. Esta argumentación lleva implícita la idea de que la confianza es uno de los vectores de la evaluación del riesgo y en tal sentido la confianza actúa como un elemento que contribuye a estimular el comercio. En la medida en que la confianza, entendida como la creencia razonable de que las cosas y las personas son lo que parecen, está a su vez intensamente determinada por la información que podemos obtener por cualquier medio, la información se convierte en uno de los ingredientes catalizadores del tráfico comercial.

La anterior radiografía de la toma de decisiones en un contexto comercial es intencionadamente simple y parcial, pero pretende destacar, de un lado, el hecho de que la confianza puede estimular las transacciones y, en general, las relaciones de cooperación, y, de otro, cómo la información determina un determinado nivel de confianza. Sobre estas bases, por ejemplo, la falta de información normalmente determinará una falta de confianza (aunque no necesariamente desconfianza) y, desde un punto de vista racional, un incentivo a no contratar o, al menos, una tendencia a la selección adversa (por aversión al riesgo) —el prejuicio, y una oportunidad perdida—, producirán siempre un daño menor que una confianza excesiva y erróneamente ubicada que conducirá seguramente a una decisión que ocasione pérdidas⁵. De igual modo, la calidad de la información relevante determina la eficiencia y la estabilidad de las relaciones comerciales. Disponer de información completa, exacta y veraz significará normalmente ubicar correctamente la confianza o desconfianza, y, por tanto, determinará un proceso de toma de decisiones eficiente (se seleccionarán o descartarán cosas y personas de acuerdo con sus cualidades reales —seremos nosotros igualmente seleccionados o descartados—, alcanzándose así el deseado nivel de eficiencia y justicia en las relaciones). En el medio y largo plazo, la confianza bien ubicada disminuye además los costes de transacción y de verificación⁶. De igual modo, la información falsa, inexacta, sesgada o parcial conducirá normalmente a una confianza o desconfianza excesiva y erróneamente ubicada, y, por tanto, a una ineficiente toma de decisiones (pérdida de oportunidades o frustración de expectativas, conflictos y pérdidas).

Obviamente, otros elementos aparte de las personas y los bienes o activos objeto de la transacción son tomados en cuenta cuando se lleva a cabo la valoración del riesgo en un contexto comercial: las características del mercado en el que se negocia y su arquitectura, el marco legal y el grado de seguridad y la fiabilidad de los remedios que proporciona para proteger nuestros derechos, etc. En cierta medida, sin embargo, las arquitecturas y las reglas están precisamente diseñadas para maximizar el flujo de información relevante y precisa, y, por tanto, favorecer la confianza bien ubicada

⁴ HILL, Claire A.; O'HARA, Erin Ann, «A Cognitive Theory of Trust», 84 *Wash. U. L. Rev.* 1717 (2006), p. 1.724.

⁵ HARDIN, Russell, «Distrust», 81 *B. U. L. Rev.* 495 (2001), 496; HILL, Claire A.; O'HARA, Erin Ann, «A Cognitive Theory...», *op.cit.*, p. 1.737.

⁶ FRANKEL, Tamar, «Trusting and Non-Trusting ...», *op. cit.*, p. 460.

(en forma de medidas preventivas o *ex ante*), o al menos para proteger a la parte que confía o hacerla menos vulnerable a las consecuencias negativas que implique una confianza excesiva, cuando tal confianza se puede considerar razonable (remedios *ex post*).

Todo ello puede percibirse claramente en el entorno en el que las entidades que analizamos desarrollan su actividad. Los mercados financieros comparten muchas de las características a las que nos hemos referido para describir los mercados actuales: la diversidad de participantes en cuanto a su naturaleza y grado de sofisticación, desde inversores profesionales e institucionales hasta pequeños inversores particulares sin especial experiencia ni formación financiera; la complejidad y opacidad de los activos objeto de negociación; y, en parte como consecuencia de lo anterior, las fuertes asimetrías de información y de poder de negociación. La arquitectura y la regulación de tales mercados están destinadas, entre otros fines, a mitigar las distorsiones que sufre el flujo de información relevante y a mejorar la confianza en la integridad y la eficiencia del mercado: sólo ciertos sujetos, a través de determinados intermediarios, pueden participar en el mercado; sólo ciertos activos que cumplen una serie de condiciones específicas determinadas por las normas pueden ser objeto de negociación; sólo tras el cumplimiento de ciertos requisitos de información pueden las compañías y sus valores tener acceso al mercado (*ex ante*); el incumplimiento de tales requisitos o de otras normas de conducta es severamente sancionado (*ex post*), el titular de valores o activos adquiridos de buena fe de un *non domino*, pero respetando la forma marcada por la ley, se ve protegido de las reclamaciones de terceros (quizá previamente titulares legítimos «no formales»; *ex post*), etc.⁷

3. DIFERENTES DIMENSIONES DE LA CONFIANZA EN LA CONTRATACIÓN Y EL PAPEL DE LOS TERCEROS DE CONFIANZA

La información que una persona recibe antes de celebrar una transacción procede de diferentes fuentes y tiene un alcance y significación variados. Buena parte de tal información, por ejemplo, se refiere a las condiciones del mercado, incluyendo aspectos como el perfil y la naturaleza de los participantes, el lugar, las reglas aplicables, los procedimientos para las transacciones, los bienes o los activos objeto de intercambio, etc. Este tipo de información puede ser más fácilmente accesible en unos mercados que en otros. En particular, los mercados regulados lo son precisamente por las asimetrías, los fallos y las ineficiencias que sufren, y la regulación pretende precisamente asegurar a todo aquel que desee participar en el mercado que todos estos elementos satisfacen unas ciertas cualidades. La arquitectura del mercado que resulta refuerza nuestra confianza en el sistema, en sus

⁷ Por razones de política regulatoria, el sector financiero se caracteriza, entre otras cosas, por estar fragmentado en diferentes sub-sectores segregados, entre los cuales se hallan los mercados de valores como uno de los focos de atención regulatoria a nivel nacional e internacional. El propósito de políticas y proyectos regulatorios que en la actualidad se refieren a los mercados financieros es, en general, no tanto reducir el riesgo de los mercados como promover las decisiones informadas a través de la promoción de la transparencia y la fiabilidad de la información, así como establecer deberes y estándares de carácter fiduciario para aquellos que intermedian en los referidos mercados y, finalmente, siguiendo el ideal consumerista de los mercados financieros que considera al cliente de estos servicios como la parte débil, imponer restricciones altamente elaboradas a los productos que pueden ser ofrecidos y al material promocional o publicitario que puede ser empleado (BENJAMIN, Joanna, *Financial Law, op. cit.*, pp. 9, 16-17).

caracteres y en parte de las cualidades de los elementos objetivos y subjetivos implicados. Esta «confianza sistémica» se logra precisamente a través de las condiciones legales para el acceso y la permanencia en el mercado, para el ofrecimiento de bienes y servicios y de los instrumentos que se negocian, así como por la necesidad (o al menos la posibilidad) de participar en el constante flujo de información que tales reglas también exigen. La confianza sistémica, en estos tipos de mercados, puede ser para la mayoría de nosotros una condición sine qua non para contratar en un determinado mercado o para negociar con ciertos tipos de activos (independientemente, en una fase inicial, de cuáles sean estos activos y con quién se vaya a negociar). La confianza sistémica está basada no sólo en la información pública disponible, sino también en el esfuerzo de supervisión realizado por las autoridades para ello competentes (normalmente públicas, rara vez privadas): *gatekeepers*, cuya autoridad y cuyas competencias vienen conferidas por las reglas aplicables, que verifican el cumplimiento de los requisitos normativos y la exactitud, veracidad y fiabilidad de la información que se suministra. Una vez que se ha alcanzado una cierta confianza sistémica, o cuando la misma supera un concreto nivel, se ven reducidos los costes de verificación y otros costes de transacción con respecto a los extremos a los que se refiere, es decir, con respecto a ciertos estándares «genéricos» o parámetros, tal y como hayan quedado establecidos por la regulación.

En relación con una transacción determinada, sin embargo, la evaluación del riesgo y la necesaria confianza adquieren connotaciones diferentes. En particular, cuando confrontamos la decisión de comprometernos en algún sentido de forma concreta, ello requiere la confianza en que los elementos específicamente implicados en la transacción son y se comportarán como esperamos. Este tipo de confianza y su nivel adecuado dependen de la información disponible sobre los particulares elementos de la transacción a los que no se refiere y que no dependen de las circunstancias del mercado y del contexto general. De hecho, mientras que la confianza sistémica puede ser condición necesaria para la decisión de contratar, esta clase de «confianza específica» normalmente será condición suficiente para tal decisión siempre que el resto de las variables de la estimación del riesgo así lo determinen también ⁸. En caso de que la confianza sistémica sea baja

⁸ El juego o la relación existente entre las que llamamos «confianza sistémica» y «confianza específica» requiere de una más profunda verificación empírica. Sin embargo, tal como sugerimos, nuestra asunción será la de que dicha relación es de proporcionalidad inversa: dentro de ciertos límites, cuanto mayor sea una, menor será la necesidad de la otra. Una diferente, aunque parcialmente coincidente en los términos, taxonomía de los diferentes tipos de confianza que pueden motivar decisiones dirigidas al establecimiento de vínculos de cooperación puede verse en HILL, Claire A.; O'HARA, Erin Ann, «A Cognitive Theory...», *op.cit.*, pp. 1.740 y ss. Las autoras distinguen dos tipos de confianza interpersonal, «confianza específica» y «confianza residual» o «general», ambas se refieren a la confianza que nos inspiran las personas (y no a la que inspiran el resto de los elementos implicados en una concreta transacción, tales como los bienes objeto de la misma). Bajo este enfoque, la «confianza específica» es la relativa a la creencia de que una persona se comportará de acuerdo con nuestras predicciones en una situación concreta, en función de la valoración realizada y la información reunida y procesada específicamente para tal situación. Por su parte, la «confianza residual» o «general» es la relativa al grado de confianza en que una persona se comportará de acuerdo con nuestras predicciones sobre la base de un juicio más general y emocional (y menos específico y consciente) sobre la fiabilidad de dicha persona (juicio, por tanto, posiblemente basado en elementos de naturaleza variada tales como experiencias previas, ciertos prejuicios sociales, raciales, o de género, etc). El juego entre estos dos tipos de confianza presenta algunos puntos de similitud y algunos de divergencia si se compara con el apreciado entre las que en nuestro análisis hemos denominado «confianza sistémica» y «específica». En particular, un cierto nivel de confianza o desconfianza residual convierte a las personas en propensas a descuidar o simplemente suprimir los procesos decisorios basados en la «confianza específica», lo cual, por tanto, normalmente supondrá un exceso, bien de confianza, bien de desconfianza. Por la misma razón, un adecuado nivel de «confianza específica» podrá suplir la ausencia de «confianza general» o «residual», o incluso neutralizar un determinado grado de «desconfianza general» o «residual», incentivando con ello los esfuerzos colaborativos. Es importante tener

o inexistente y, sin embargo, existan suficientes incentivos para valorar la posibilidad de contratar, la necesidad y relevancia de la información sobre todos los elementos involucrados en la transacción se incrementa, y, en consecuencia, el ámbito y la importancia decisoria de la confianza específica crece ⁹.

Cualquiera que sea el nivel de confianza sistémica, la información necesaria para alcanzar un nivel satisfactorio de confianza específica normalmente deberá ser recopilada por diferentes medios. Parte de dicha información procederá de nuestra futura contraparte, pero tal información necesita ser verificada a menos que ya confiemos en ella por cualquier razón (por ejemplo, transacciones pasadas) ¹⁰. Otra parte de la información que una persona recibe previamente a una transacción (en muchos casos, la mayor parte) procede de otras fuentes, y en particular de uno o más terceros ajenos a la transacción. Algunos de dichos terceros son entidades o personas, las públicas incluidas, que ponen a disposición del público la información, pero no por razón de la transacción contemplada sino probablemente por razón de otro tipo de finalidades y en el marco de sus funciones. En otros casos, dichos terceros son entidades privadas que suministran información de forma especializada, con ocasión de o en relación con transacciones o decisiones de la naturaleza prevista, en el marco del desarrollo de un negocio, a petición del cliente y a cambio de una retribución. Cuando esto ocurre, la información proporcionada es lo suficientemente valiosa como para constituir como tal el objeto de un negocio o industria, en la medida en que es percibida como precisa y fiable. Las entidades o personas cuya información induce el suficiente nivel de confianza específica son entonces identificadas como terceros de confianza. El recurso a los terceros de confianza es especialmente intenso cuando el coste de recopilar, procesar y verificar la información necesaria es excesivo o simplemente inasumible ¹¹. En otras palabras, por tanto, los terceros de confianza lo son porque actúan como intermediarios reputacionales o de confianza, sobre la base del valor añadido implícito en la información que suministran con la consiguiente reducción en el coste de recopilación y verificación, por razón de su credibilidad.

Un ejemplo de terceros de confianza que suministran información que en muchas ocasiones genera confianza específica en decisiones económicas son las agencias de *rating*. En particular, estas entidades recogen y procesan información sobre el emisor de valores así como sobre los propios valores, que de forma subsiguiente es estandarizada y condensada en un símbolo cuyo propósito es el de sintetizar una valoración o juicio basado en la información manejada y en las condiciones del mercado. Por ello, la información que suministran podría ser descrita como una «valoración cualitativa»

presente que la «confianza residual» en el análisis desarrollado por HILL y O'HARA debe considerarse integrada en la «confianza específica» en el marco de la taxonomía por nosotros empleada y que contrapone dicha confianza a la «sistémica», pues en este enfoque el impacto de la «confianza residual» está limitado a la transacción en cada caso específicamente contemplada.

⁹ Y en ello en tanto, por norma general, en las situaciones donde no haya confianza entre los implicados, la necesidad de así y todo establecer relaciones económicas les forzará a superar la ausencia de confianza mediante el aumento y la mejora de la información disponible sobre personas y cosas (HARDIN, Russell, «Distrust», *op. cit.*, p. 518).

¹⁰ Es decir, como resultado de la confianza residual experimentada, empleando los términos de HILL y O'HARA, *ult. ob. loc. cit.*

¹¹ FRANKEL, Tamar, «Trusting and Non-Trusting...», *op.cit.*, pp 465-466.

(con respecto al activo y a su emisor)¹². Los *ratings* son tomados en cuenta por los inversores cuando adoptan la decisión de adquirir el activo calificado o no (de acuerdo con la confianza específica experimentada), en función del contexto presente (que incluye una cierta arquitectura de mercado con su consiguiente capacidad de producir confianza sistémica).

4. PERFIL Y ANÁLISIS FUNCIONAL DE LAS AGENCIAS DE RATING COMO GENERADORAS DE CONFIANZA

De todo lo argumentado, es fácil concluir que las agencias de calificación crediticia representan un ejemplo complejo y particularmente interesante de intermediarios reputacionales cuya actividad consiste básicamente en suministrar información al mercado capaz de generar confianza, atenuando, de este modo, las significativas asimetrías de información¹³. Desde su origen en Estados Unidos a mediados del siglo XIX con la función principal de recoger y gestionar información sobre capacidad crediticia, reputación y solvencia de entidades e individuos¹⁴, hasta adquirir su mucho más complejo perfil actual como auténticos *gatekeepers*¹⁵, han atraído la atención, en parte

¹² COFFEE, John C. Jr., *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance*, New York: Oxford University Press, 2006, 283, 287-288; HILL, Claire A., «Regulating the Rating Agencies», 82 *Wash. U. L. Q.* 43 (2004), en pp. 48-49. TAPIA HERMIDA, Alberto J., «La regulación internacional de la calificación de riesgos y de las agencias de calificación en los mercados de capitales», *RDBB*, núm. 100, 2005, pp. 9-70, en pp. 12-13, quien habla de «intermediación informativa».

¹³ COFFEE, John C. Jr., *Gatekeepers*, op. cit., pág. 283. TAPIA HERMIDA, Alberto J., *Las agencias de calificación crediticia (agencias de «rating»)*, Cizur Menor: Aranzadi, 2010, pp. 34-35.

¹⁴ Si bien hasta 1909 John Moody no crea una verdadera agencia especializada en la calificación crediticia, aún hoy una de las agencias de referencia mundial en el sector, esta innovadora actividad deriva, en cierta forma, de la fusión de los servicios prestados previamente por otras entidades: las agencias de información (no de calificación) crediticia, la prensa económico-financiera especializada, de la que, de hecho, nace en 1916 por reconversión y ampliación natural de actividades otra de las agencias de *rating* principales hoy en día (Standard & Poor's) y los bancos de inversión. La referencia de mediados del siglo XIX como origen de las agencias de *rating* se refiere precisamente a la constitución de una *Credit-Reporting Agency*. En 1841, un comerciante de seda de Nueva York, Lewis Tappan, que había recopilado abundante y precisa información sobre la solvencia de sus clientes decidió convertir su negocio en el suministro de información comercial fundando la *Mercantile Agency*, posteriormente convertida en 1859 en R.G. Dun and Company. SYLLA, R., «A Historical Primer on the Business of Credit Ratings», disponible en http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Historical_Primer.pdf (última consulta 03/01/2010). NOTE, «Liability for Misstatements by Credit-Rating Agencies», 43 *Va L. Rev.* 561 (1957).

¹⁵ Magistrál teorización del fenómeno de la denominada *gatekeeper liability*, es decir, la imposición de responsabilidad a un tercero situado en una posición en la que es capaz de impedir la conducta dañosa negando su cooperación al infractor, en KRAAKMAN, Reinier H., «Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy», 2 *J.L.Econ.&Org.*, n.º 1, Spring 1986, pp. 53-104. Para que la estrategia de *gatekeeping* sea eficaz como inhibidora/desincentivadora de los incumplimientos, han de concurrir cuatro requisitos: 1. Incumplimientos serios que las sanciones directas no pueden desincentivar. 2. Incentivos privados inexistentes o inadecuados. 3. Terceros (*gatekeepers*) que pueden prevenir de forma razonable el incumplimiento, independientemente de las alternativas que el mercado ofrezca a los incumplidores. 4. Marco legal que induzca a los terceros a detectar el incumplimiento a un coste razonable. Un análisis que pretende completar el estudio de los intermediarios reputacionales existentes, que el autor estima incompleto, en CHOI, Stephen, «Market Lessons for Gatekeepers», 92 *Nw.U.L.Rev.* 916 (1998). No obstante, esta técnica de prevención está amenazada por tres problemas que pueden designarse como: la existencia de mercados ilegales, la posibilidad de corrupción del tercero y la disponibilidad de alternativas en el mercado (terceros más propensos a no detectar el incumplimiento). En el contexto del mercado como mecanismo de salvaguardia («judicial») externo, en la medida que quien evalúa el grado de cumplimiento y quien ejecuta la

alentada por su creciente reputación y la constatación de su papel crucial en los mercados financieros¹⁶ para generar confianza y reforzar la transparencia¹⁷, de supervisores y reguladores. A lo largo de este proceso de redefinición del perfil de las agencias de *rating* que ha conducido hacia la gradual atribución de verdaderas funciones de supervisión, propias de las autoridades de control competentes en los mercados financieros, en lo que se podría considerar una suerte de «privatización» parcial de las competencias públicas de supervisión, la información proporcionada por las agencias de calificación crediticia ha ido adquiriendo un auténtico valor legal como «input regulatorio» en el marco de la normativa sobre adecuación de capital y parámetros de inversión.

eventual sanción son terceros distintos de las partes, se enmarca la función de los evaluadores o certificadores (auditores, entidades de clasificación, entidades de *rating*, certificadores de calidad) dirigida a informar sobre la situación y grado de cumplimiento pasado, actual o futuro (previsible) de las obligaciones contractuales. Al respecto, ARRUÑADA, Benito, «Un análisis crítico del entorno institucional de la empresa», *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, núm. 4/2000, pp. 107-132, en pp. 125-129. De hecho, el origen de conocidos escándalos financieros puede radicar en un fallo del sistema de *gatekeepers*. A pesar de las múltiples explicaciones que del caso Enron se han dado, es interesante la propuesta en este sentido de John C. COFFEE, Jr., «Understanding Enron: "It's About the Gatekeeper, Stupid"», *57 Bus.Law.*, núm. 4, August 2002, pp. 1.403-1.420, que detecta un grave deterioro en la función de *wachtdog* que deben desempeñar los *gatekeepers* por erosión de la objetividad y la independencia dada la ausencia de competencia real (*Big Five*), el menor efecto disuasorio del régimen de responsabilidad y los mayores beneficios obtenidos por la aquiescencia con el cliente.

¹⁶ Reglamento núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia, DO L302/1, 17 de noviembre de 2009, Considerando primero:

«Las agencias de calificación crediticia desempeñan un papel importante en los mercados de valores y en los mercados bancarios internacionales, pues los inversores, los prestatarios, los emisores y las administraciones públicas utilizan las calificaciones crediticias que otorgan como uno de los elementos para adoptar decisiones fundadas en los ámbitos de inversión y de financiación. (...) En consecuencia, las calificaciones crediticias influyen significativamente en el funcionamiento de los mercados y en la confianza de los inversores y los consumidores.»

Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, informe emitido por la SEC (*U.S. Securities and Exchange Commission*), January 2003, p. 5, de acuerdo con la Section 702 (b) de la *Sarbanes-Oxley Act of 2002* [Pub. L. No. 107-204, § 702(b), 116 Stat. 745 (2002)]. Section 2. *Findings* de la *Credit Rating Agency Reform Act of 2006*, S. 3850, Pub. L. No 109-291, aprobada por el Congreso y el Senado de los Estados Unidos el 27 de septiembre de 2006 y firmada por el Presidente el 29 de septiembre.

¹⁷ Empleando el clarificador significado económico de transparencia, ésta refleja el coste relativo en que han de incurrir los agentes económicos para obtener la información relevante en un mercado. Desde esta perspectiva, por tanto, la transparencia de un mercado se valora por su capacidad para difundir la información entre sus participantes. La tradicional situación de asimetría de información que ha caracterizado el mercado de valores justifica que el Derecho bursátil nazca con una clara vocación comunicadora, de transparencia. A esta finalidad responden dos categorías de obligaciones legales, históricamente sucesivas y actualmente combinadas bajo el criterio de transparencia. Primero, obligaciones de información (*disclosure*) a cargo de los emisores de valores; segundo, condiciones de difusión de información sobre las transacciones celebradas en los mercados. Con idéntica finalidad de base, garantizar la transparencia del mercado, ambas obligaciones se complementan con elementos constitutivos distintos (CASTILLA, Manuel, *Competencia y regulación en los mercados de valores*, Madrid: Civitas, 2001, pp. 33-36):

- a) **Sujeto obligado:** mientras en las obligaciones de información éstas recaen sobre los emisores de valores, las condiciones de difusión de información asocian su cumplimiento al propio mercado.
- b) **Destinatario:** la información de los emisores de valores ha de ser comunicada a los supervisores de los mercados de valores, la información del mercado tiene como destinatarios a los participantes en el mismo.
- c) **Principio justificativo de la obligación:** si bien es el principio de supervisión el que justifica la obligación de los emisores de comunicar la información relevante a sus autoridades, es el objetivo de la eficaz formación de precios el que da sentido a la transparencia de los mercados.
- d) **Tiempo de cumplimiento:** en clara coherencia con los objetivos perseguidos, la inmediatez de la difusión es condición necesaria para la virtualidad de la transparencia de los mercados, mientras que es comprensible una comunicación retardada para la obligación a cargo de los emisores en la medida que es el principio de supervisión y control y no la necesidad de incorporación de la información a los precios de los valores del mercado el que prima en este caso.

Con todo y a pesar de esta presencia constante y de creciente relevancia en los mercados financieros, las agencias de calificación crediticia han adquirido en los últimos años un inusitado protagonismo avivado más bien por el cuestionamiento de las variables clave de su capital reputacional: independencia, neutralidad, transparencia y calidad técnica. Su criticada y, en cierta medida, sospechosa, participación en el estallido de la más reciente crisis de las hipotecas *subprime* ha venido a enturbiar la ya dañada imagen de las agencias de *rating* tras su torpe respuesta ante previos escándalos financieros que determinaron el derrumbe de conocidas compañías de notoriedad internacional¹⁸.

La complejidad¹⁹ de los productos estructurados de crédito y el creciente recurso a la titulación de activos como fuente de financiación²⁰ marcan las coordenadas de un mercado financiero donde parece quebrar el paradigma de la transparencia, guía de la normativa reguladora de los mercados de valores. En consecuencia, se refuerza extraordinariamente el valor de los *ratings* como una variable determinante en el proceso de inversión en estos sofisticados instrumentos de deuda garantizados (por hipotecas *subprime*) más sensibles a los impagos de las hipotecas subyacentes²¹, incluso para inversores institucionales. En este nuevo modelo de financiación, ante una aparentemente insaciable demanda de productos estructurados –*asset-backed securities* (ABSs); *mortgage-backed securities* (MBSs); *collateralized debt obligations* (CDOs)–, el volumen de negocios de las entidades de calificación crediticia se multiplica y el impacto del *rating* en la decisión de inversión resulta más directo y visible²². En un contexto de alta sofisticación financiera y complejidad técnica, los inversores confían en el *rating* atribuido a una emisión para determinar el rendimiento mínimo que aceptarán en una inversión dada. Cuando mayor es la calificación crediticia recibida en la categoría «invertir» (*investment grade*), menor es el coste de los fondos para el emisor, pues menor es también el tipo de interés que deben ofrecer a los inversores para atraer su inversión²³. Al mismo tiempo, la

¹⁸ La respuesta de las principales agencias de calificación crediticia ante casos de tanta repercusión internacional como los de las compañías Enron y Parmalat resultó incomprensiblemente lenta. Tan sólo cuatro días antes de que Enron se declarara insolvente (2 de diciembre de 2001), su deuda aún seguía calificada *investment grade* –grado de inversión (que abarca las cuatro calificaciones más altas de AAA a BBB- en la escala de S&P y sus equivalentes para otras agencias de calificación crediticia)–. De acuerdo con la cronología de los *ratings* elaborada por el *Staff of Senate Committee on Governmental Affairs*, en su informe *Financial Oversight of Enron: the SEC and Private-sector Watchdogs* de 8 de octubre de 2002, pp. 108 y ss, hasta el 28 de noviembre de 2001, las tres principales agencias calificadoras no rebajaron la calificación de Enron por debajo de *investment grade*. Moody's sólo entonces rebajó su *rating* de Enron a B2, Standard & Poor's a B- y Fitch a CC. Sin embargo, esta aparente pasividad de las agencias de *rating* refleja, en realidad, una consciente actitud reacia de estas compañías a rebajar las calificaciones (*downgrades*) en atención a signos de deterioro financiero en el mercado. La decisión de aplicar *downgrades* es un movimiento extraordinariamente delicado porque, en particular, cuando significan la pérdida de «grado de inversión» de una emisión, suelen conducir inexorablemente a la quiebra del emisor. Esta actitud mina, en gran medida, la eficacia de los *ratings* como instrumento de *corporate governance*. MACEY, Jonathan R., «Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure, and Enron», 89 *Cornell L. Rev.* 394 (2003-2004), en p. 406.

¹⁹ SCHWARCZ, Steven L., «Disclosure's Failure in the Subprime Mortgage Crisis», *Utah L.Rev.* 1109 (2008).

²⁰ LUPICA, Lois R., «Credit Rating Agencies, Structured Securities, and the Way Out of the Abyss», 28 *Rev.Banking & Fin.L.* 639 (2008-2009), en p. 640 y pp. 644-653. EGGERT, Kurt, «The Great Collapse: How Securitization Caused the Subprime Meltdown», 41 *Conn.L.Rev.* 1257 (2008-2009).

²¹ SCHWARCZ, Steven L., «Keynote Address: Understanding the Subprime Financial Crisis», 60 *S.C.L.Rev.* 549 (2008-2009).

²² REISS, David, «Subprime Standardization: How Rating Agencies Allow Predatory Lending to Flourish in the Secondary Mortgage Market», 33 *Fla.St.U.L.Rev.* 985 (2005-2006), en p. 1.012.

²³ SCHWARCZ, Steven L., «The Alchemy of Assets Securitization», 1 *Stan.J.L.Bus.&Fin.* 133 (1994), en pp. 136-137.

elevada influencia del *rating* en la decisión de inversión lo convierte en un factor determinante de la liquidez de la emisión. Cuando el equilibrio entre riesgo y beneficio esperado se desajusta en exceso, reflejado en una baja calificación crediticia, el atractivo de la emisión no puede salvarse con un simple incremento del tipo de interés porque la liquidez del instrumento se ve gravemente amenazada. La calificación crediticia no es, por tanto, una variable independiente de la ecuación de inversión. De ahí que se haya dicho expresivamente que las rebajas de calificación por debajo del «grado de inversión» actúan como verdaderas profecías autocumplidas (*self-fulfilling prophecies*)²⁴ que precipitan el futuro, pues son en sí mismas el detonante de la «anunciada» insolvencia del emisor. Su influencia en las coordenadas de la emisión y en el contexto del mercado es, por tanto, indiscutible. Y alcanza, en ocasiones, auténtico rango sistémico. Así, el anuncio de Standard & Poor's de fecha 27 de abril de 2010 de su decisión de rebajar la calificación de la deuda griega a grado especulativo, o equivalente a los alarmantes «bonos basura»²⁵, con la posibilidad incluso de nuevas rebajas si no se implementa satisfactoriamente el programa de ajustes fiscales y estructurales en el país heleno, impactó de inmediato en las bolsas europeas que cerraron con fuertes pérdidas y, sin duda, influirá en la posición del país en el marco del debate sobre el rescate griego entre los Estados Miembros. Con fecha 28 de abril de 2010, Standard & Poor's anuncia la rebaja de la calificación crediticia de la deuda soberana del Reino de España²⁶ desde AA+ a AA, que sigue siendo grado de inversión con riesgo bajo –aunque Moody's y Fitch siguen manteniendo calificación AAA de calidad óptima–, con expectativas de futuro deterioro del *rating* si su posición presupuestaria se debilitara. La noticia ha precipitado el descenso de la bolsa del Madrid que añadió al cierre una caída del 2,99% al 4,19% acumulado del día anterior.

De este análisis empírico de la evolución del perfil funcional de las agencias de *rating* en el último siglo y precipitada en las últimas décadas, se pueden extraer dos interesantes conclusiones.

Primera, la constatación de que a partir de su función esencial como terceros de confianza, una noción de base reputacional, las agencias de calificación crediticia han ido adquiriendo funciones de supervisión de carácter cuasi-público que las colocan hoy en una especie de «primera línea» de supervisores privados como auténticos *gatekeepers*, un concepto que parte de una intervención regulatoria y está dotado de carácter público. Al percibir esta sofisticación funcional de las agencias de *rating* se explica con mayor convencimiento la gran alarma que ha despertado la reciente crisis financiera en cuyos orígenes la incapacidad de las agencias para detectar las distorsiones del mercado y alertar de ciertas prácticas irregulares se ha percibido no sólo como un fallo del mercado sino como una de las causas del fallo del sistema de supervisión.

Segunda, la comprobación de que la creciente atención regulatoria de la que están siendo objeto las agencias de *rating* viene marcada en su enfoque y su alcance por la evolución funcional

²⁴ MACEY, Jonathan R., «Efficient Capital Markets...», *op.cit.*, p. 406.

²⁵ «Standard & Poor's rebaja el rating griego al nivel de los "bonos basura"», *Expansión*, 27 de abril de 2010. «S&P rebaja la calificación crediticia de Grecia y Portugal», *Cinco Días*, 27 de abril de 2010.

²⁶ Disponible en http://estaticos.elmundo.es/documentos/2010/04/28/informe_sandp.pdf (última consulta 28/04/2010). «Standard & Poor's rebaja un escalón la deuda pública española», *El País*, 28 de abril de 2010.

de su actividad. Así, a medida que las agencias de *rating* ocupaban posiciones cuasipúblicas de supervisión la estrategia regulatoria se ha ido decantando hacia políticas basadas en modelos de «confianza sistémica». Es decir, las agencias de calificación crediticia pasan a ser reguladas como piezas esenciales de la arquitectura del mercado y como uno de los fundamentos de la confianza del sistema. Este planteamiento de corte sistémico ha significado, a nuestro parecer, un progresivo alejamiento de políticas legislativas orientadas al estímulo de lo que hemos denominado la «confianza específica». En particular, se ha descuidado el efecto disuasorio que las reglas de la responsabilidad civil extracontractual ejercerían en la actividad de *ratings*. Mediante excusas basadas en la calificación de los *ratings* como opiniones, excepciones de dudoso fundamento legal e interpretaciones jurisprudenciales que no estimaban oportuno admitir la concurrencia de las condiciones para atribuir responsabilidad, se ha ido definiendo un área de impermeabilidad, incluso a la sanción reputacional ²⁷, en torno a las agencias de *rating* que carece de razones prácticas convincentes y de bases jurídicas sólidas. A la valoración de esta tendencia dedicamos el último de los epígrafes de este trabajo.

De acuerdo con las conclusiones expuestas, analizaremos, a continuación, primero, con más detalle las funciones de las agencias de *rating* y su evolución; segundo, las diversas etapas que pueden identificarse en el proceso regulatorio que ha marcado las últimas décadas en coherencia con la paralela transformación funcional de las agencias y las condiciones estructurales y operativas del mercado.

4.1. Análisis funcional de las agencias de *rating* y evolución de su perfil en los mercados financieros

La principal función de las agencias de *rating* y aquella que de forma más clara avala la calificación de «terceros de confianza» (*Trusted Third Party*) es la que deriva de su clásica labor de suministro de información. De este modo, las agencias de *rating*, mediante la emisión de sus diversos símbolos representativos de la calificación crediticia de emisores y ciertos tipos de emisiones, asignada tras la aplicación de los correspondientes procedimientos y métodos de análisis, alivian los efectos de distorsión en el mercado por la natural asimetría informativa. Este efecto deriva no sólo del hecho de que suministren información al mercado, cuyo valor informativo ha sido, de hecho, puesto en cuestión ²⁸, sino esencialmente de que los inversores confíen en tal información sencilla, condensada y de fácil comparación. Esta confianza se proyecta sobre dos escenarios. En primer lugar, la confianza en el sistema, determinada por la credibilidad de la supervisión, la solidez de la regulación, el

²⁷ MANNS, Jeffrey, «Rating Risk After the Subprime Mortgage Crisis: A User Fee Approach for Rating Agency Accountability», 87 *N.C.L.Rev.* 1011 (2008-2009), en pp. 1.047-1.056 (que se resume en el título de la sección «Responsability without Accountability in the Rating Agency Context»).

²⁸ Frank PARTNOY lo califica de curiosa e inusual paradoja, pues si bien los *ratings* iniciales aportan ciertas orientaciones al inversor, los cambios de *ratings* proporcionan escasa información adicional a la ya disponible en el mercado y, sin embargo, se les atribuye una desmesurada importancia. «How and Why Credit Rating Agencies Are not like Other Gatekeepers», *Research Paper núm. 07-46*, May 2006, p. 61, disponible en <http://ssrn.com/abstract=900257> (última consulta 07/01/2010).

efecto depurador de la competencia y la transparencia. En segundo lugar, la confianza específica que cada agente es capaz de generar por su actuar diligente, la calidad de sus *ratings* y la percepción de su capital reputacional.

Así consideradas, las agencias de *rating* actúan como verdaderos terceros de confianza pues, de hecho, el valor añadido que aportan al suministro de información sólo despliega sus efectos si, generalmente con base en sus activos reputacionales, los usuarios confían en ellas y en la calidad de sus servicios. Además del valor informativo que los *ratings* tienen como *inputs* del proceso decisorio de inversión, proporcionan a administradores, a gestores de intereses ajenos o titulares de deberes fiduciarios un instrumento de mitigación de su eventual responsabilidad al adoptar decisiones de inversión²⁹. La elección de emisiones calificadas por agencias de *rating* dignas de confianza con el grado de inversión inmuniza, de algún modo, de la eventual responsabilidad al administrador por las decisiones adoptadas al destilar en sencillos símbolos fácilmente reconocibles las pautas de la diligencia esperada.

A partir de esta función inspiradora de la actividad de *rating*, las agencias de calificación han ido experimentando un significativo fortalecimiento de su función a medida que se les ha ido colocando en una posición de verdaderos «supervisores privados» en los que se hace reposar un primer control cercano al mercado dada su privilegiada posición para identificar y prevenir ciertas irregularidades (como puros *gatekeepers*). Bajo esta interpretación del papel de las agencias de *rating*, especialmente extendida en mercados financieros como el estadounidense, los recientes acontecimientos no sólo representan fallos del mercado sino auténticas distorsiones del complejo y plural sistema de supervisión financiera.

En línea con esta mayor sofisticación del papel de las agencias de *rating* en la escena internacional, los *ratings* ya no sólo gozan de un valor informativo que se incorpora en el proceso decisorio de la inversión, sino que se les atribuye además un valor regulatorio o de certificación bien en relación con las restricciones a la inversión por parte de ciertos inversores institucionales (instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones, principalmente) bien para el cálculo del capital mínimo regulatorio de las entidades de crédito, entre otros. Y así, a medida que ganan valor su actividad de emisión de *regulatory licences*³⁰, pierden sus *ratings* potencia informativa³¹. El valor de los *ratings* ya no reposa en la reducción de los costes asociados a la información y la verificación sino a su capacidad para aliviar costes regulatorios, de tal modo que si se recibe una calificación favorable (grado de inversión) se puede eludir o aligerar el cumplimiento de ciertas obligaciones y requisitos de registro –así, por ejemplo, en virtud de la *Rule 3a-7* de la *Investment Company Act 1940*–.

²⁹ COFFEE, John C., Jr., *Gatekeepers...*, *op.cit.*, pp. 287-288.

³⁰ Descriptiva expresión que emplea el profesor Frank PARTNOY para describir el valor (*valuable property rights*) asociado a la capacidad de una entidad privada, en vez de un regulador, de determinar el efecto de las normas. Argumenta así que el negocio de las entidades de *rating* se ha desplazado de su original provisión de información a inversores hacia la más lucrativa actividad de vender «*regulatory licences*». PARTNOY, Frank, «The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies», 77 *Wash.U.L.Q.* 619, (1999), en p. 623.

³¹ PINCHES, George E.; SINGLETON, J. Clay, «The Adjustment of Stock Prices to Bond Rating Changes», 33 *J.Fin.* 29 (1978).

En la regulación financiera estadounidense cuenta ya con una larga tradición el empleo de los *ratings* como instrumentos para la aplicación de la normativa. Así, el uso de los *ratings* para determinar las posibilidades de inversión de las instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones con el fin de proteger a los inversores se incorpora en la regulación desde los años treinta. En 1975 se decide recurrir a los *ratings* también como *inputs* regulatorios para calcular los requerimientos de capital de los intermediarios financieros y las entidades de crédito. A pesar de que esta función de los *ratings* como variables regulatorias no goza en Europa de tan larga tradición, la entrada en vigor de los Acuerdos de Basilea (Basilea II) –aprobados por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea– ha significado un claro cambio de orientación en este sentido. En el denominado método estándar, las entidades de crédito debían calcular su capital regulatorio usando los *ratings* de los valores y de los deudores que tenían en cartera. La Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2006³² relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y su ejercicio, mediante la que se implementa Basilea II en la Unión Europea, recoge esta función de los *ratings* en el cálculo del capital regulatorio definiendo a su vez los requisitos que deben satisfacer la agencias de calificación crediticia cuyos *ratings* puedan emplearse válidamente para este cálculo regulatorio (Anexo IV, Parte II). Tales agencias se denominan en la Directiva *External Credit Assessment Institutions* (ECAI). Se adopta así en Europa un modelo cercano al ya clásico sistema de Estados Unidos de *National Recognized Statistical Rating Organizations* (en adelante, NRSROs).

Esta evolución funcional de las agencias de *rating* ha ido redefiniendo los rasgos distintivos de su perfil. Mientras que en la generación de confianza mediante la provisión de información las agencias actúan como terceros de confianza, una vez investidos de funciones regulatorias en el marco legal de supervisión de los mercados, adoptan el verdadero papel de guardianes (*gatekeepers*), primer frente en la labor de supervisión pública, para identificar irregularidades y prevenir como *watchdogs* privados la comisión de ilícitos, absorbiendo así como agentes estratégicos funciones públicas tradicionalmente atribuidas y desempeñadas por los Estados a través de sus agencias de supervisión³³.

4.2. Etapas regulatorias de la calificación crediticia

El proceso de transformación funcional de las agencias de *rating* ha venido determinado y, a la vez, ha condicionado las respuestas regulatorias a nivel internacional, regional y doméstico. De hecho, es posible intuir tres etapas en el proceso normativo que responden con significativa claridad a los sucesivos perfiles funcionales resultantes de la progresiva sofisticación operativa de las agencias de *rating*. Con todo, la coherencia y la razonabilidad normativa no es, en absoluto, plena. Bien al contrario, algunas de las respuestas regulatorias se entienden mejor como precipitadas reacciones a factores coyunturales y condicionantes históricos que como meditadas opciones de política legis-

³² DO L177/33, 30 de junio de 2006.

³³ SCHWARCZ, Steven L., «Private Ordering of Public Markets: the Rating Agency Paradox», 2002 *U.Ill.L.Rev.* 1 (2002), en p. 3.

lativa y pausadas decisiones de supervisión del mercado. Por tal motivo, es conveniente no olvidar el impacto que ciertas características inherentes o puramente coyunturales, naturales o artificiosamente creadas por la propia normativa, permanentes o provisorias, del mercado han tenido en la adopción y la configuración de determinadas medidas regulatorias.

El mercado de calificación crediticia se caracteriza, en primer lugar, por un alto grado de concentración que lo distingue estructuralmente de otros sectores de intermediación reputacional y generación de confianza con mucha mayor dispersión de la oferta. La estructura oligopolística del mercado parece venir determinada, de un lado, por factores económico-empresariales propios de una actividad basada en el capital reputacional³⁴ y, de otro, por un efecto de clausura del mercado provocado por un modelo regulatorio que ha impuesto elevadas barreras de entrada, al exigir una previa acreditación o registro de las entidades autorizadas para ciertas actividades con fundamento en su previa notoriedad o público reconocimiento en el mercado –de ahí ha resultado un verdadero *partner oligopoly* en el caso estadounidense³⁵–. El estado de concentración del mercado se agudiza por otros dos factores propios de la actividad de calificación crediticia: la elevada dispersión de la demanda y la escasa cuantía de las transacciones. Estas condiciones del mercado han ido orientando a las agencias de *ratings* hacia el ofrecimiento de servicios complementarios, de consultoría y asesoramiento, que han estado en el centro de la polémica sobre la participación de las agencias en el diseño y la configuración de instrumentos de financiación estructurada para asegurar una calificación favorable, una práctica que compromete significativamente su independencia³⁶. Todo ello se enmarca en un modelo retributivo predominante en el mercado que muestra una alta vulnerabilidad a los conflictos de intereses³⁷. Si bien inicialmente el modelo empresarial

³⁴ Aquí se plantea la cuestión sobre si nos encontramos necesariamente ante un monopolio/oligopolio natural, o si precisamente debe ser el incremento de la competencia una de las medidas básicas para depurar las distorsiones del mercado. COFFEE, John C., Jr., *Gatekeepers...*, *op.cit.*, p. 298.

³⁵ El modelo regulatorio diseñado por el sistema NRSRO, un procedimiento informal dirigido a la designación de la agencia de *rating* como *nationally recognized*, que, por tanto, exigía un previo reconocimiento de la entidad a nivel nacional derivó inevitablemente en una situación de oligopolio y, más aún, de duopolio de facto en manos de las dos grandes agencias de *rating* Moody's y Standard & Poor's, por la exigencia regulatoria de la doble calificación crediticia para equilibrar los posibles efectos de la sobrevaloración. La presencia de Fitch era considerablemente minoritaria y, en cierto modo, especializada en determinados sectores. Con todo, la reforma realizada en el sistema de NSRSOs por la *Credit Rating Agency Reform Act 2006*, además de implantar un mecanismo de registro y reforzar las facultades de supervisión de la SEC, elimina la barrera de entrada al mercado que significaba el requisito de *nationally or generally recognized* para su designación como NSRSOs que pasa a quedar sustituido por la simple presencia previa en el mercado durante tres años. Esta nueva estrategia regulatoria debía incrementar el nivel de competencia en el mercado. De hecho, a corto plazo se ha producido un aumento significativo del número de agencias de *rating* reconocidas por la SEC desde las tres designadas inicialmente, según consta en la web <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency.htm> (última consulta 27/04/2010).

³⁶ Y que puede abrir la puerta a futuras reclamaciones sobre la base de que la participación activa de las agencias de *rating* en el diseño de los productos estructurados las eleva a la condición legal de «control person» bajo las *Securities Act 1933* y *Securities Exchange Act 1934*, FREEMAN, Lisbeth, «Who's Guarding The Gate? Credit-Rating Agency Liability As "Control Person" In The Subprime Credit Crisis», 33 *Vt. L.Rev.* 585 (2008-2009).

³⁷ Una situación crónica de vulnerabilidad a los conflictos de intereses que lleva a la formulación de propuestas de reforma estructural como la creación con fondos públicos de una agencia de *rating* independiente o la contratación por el Estado de ciertas agencias privadas para calificar determinadas emisiones o de reforma fiscal para incentivar la emisión de *ratings* más ajustados. LYNCH, Tomothy E., «Deeply and Persistently Conflicted: Credit Rating Agencies in the Current Regulatory Environment», 59 *Case W.Res.L.Rev.* 227 (2008-2009).

de las agencias de calificación crediticia estaba basado en el pago por suscripción de los usuarios de los *ratings*, diversos factores regulatorios y económicos han ido desplazando la industria hacia un modelo de retribución basado en el pago por parte del propio emisor calificado por la entidad ³⁸. La percepción de riesgo de conflicto de intereses producida por esta dependencia retributiva se ha visto además agudizada por la acusación del desarrollo de ciertas prácticas empresariales de dudosa calificación ³⁹ que no hacen más que reforzar los efectos perturbadores del estado de concentración del mercado ⁴⁰. En particular, ha sido objeto de duras críticas la práctica de emitir calificaciones crediticias no solicitadas generalmente poco favorables para el emisor o la entidad calificada como instrumento de presión para forzar la solicitud de una calificación que, a cambio del correspondiente pago acordado, debería mejorar la evaluación crediticia del cliente.

Gran parte de estas consideraciones coyunturales han marcado el enfoque de la reciente regulación comunitaria de las entidades de *rating* ⁴¹ con el objetivo de minimizar los conflictos de intereses, asegurar la independencia, reforzar la transparencia de métodos, modelos e hipótesis fundamentales de calificación, identificar el carácter solicitado o no solicitado de la calificación y garantizar la calidad técnica de los *ratings* y la experiencia profesional de los analistas y de quienes intervengan en las actividades de calificación.

Con las consideraciones hasta aquí realizadas, se pueden identificar ya las tres etapas que ha experimentado la regulación de las agencias de *rating*, que no responden necesariamente a periodos temporales que se suceden sin solución de continuidad, sino más bien a tres enfoques progresivos

³⁸ Esta correlación entre riesgo potencial de conflicto de intereses y modelo retributivo podría no ser tan clara. Advierte el profesor SCHWARCZ que, de un lado, el pago es independiente del sentido de la calificación emitida y, de otro, el coste reputacional derivado de la emisión de una mala calificación es superior a la retribución por el servicio. SCHWARCZ, Steven L., «Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown», 93 *Minn.L.Rev.* 373 (2008-2009), en p. 403.

³⁹ Reforzadas o amparadas por el poder de mercado que disfrutaban las principales agencias de *rating*, se observan en el mercado varias prácticas anticompetitivas con grave riesgo de distorsionar el mercado. Junto a la emisión de *ratings* no solicitados a los que nos referimos en el texto, se acusa a las agencias de *ratings* de recurrir a ciertas estrategias para explotar su poder de mercado, en particular, al denominado *notching* punitivo y lo que la literatura de política de la competencia denomina venta en lotes. LOSADA LÓPEZ, Ramiro, *Agencias de rating: hacia una nueva regulación*, Monografía núm. 34, enero 2009, disponible en http://internet.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Mon2009_34.pdf, (última consulta 1/03/2010), p. 32, explica el funcionamiento de ambas prácticas. El *notching* punitivo consiste en ajustar automáticamente a la baja los *ratings* de los bonos de financiaciones estructuradas que se usan como activo de una nueva estructura (por ejemplo, un CDO –*Collateralized Debt Obligations*– de bonos ABS –*Assets Backed Securities*) como castigo por el hecho de que no han sido agencias calificadoras de la nueva estructura. Esta práctica sancionatoria que penaliza la emisión fuerza a los emisores a concentrar la calificación crediticia en la misma agencia de *rating*, reforzando así el poder de mercado. La venta en lotes o *tying agreements* consiste en condicionar la venta de un producto o servicio a la compra de otro. De un lado, las agencias de *rating* se negaban a calificar una emisión si el emisor no se comprometía a contratar sus servicios para futuras emisiones. De otro lado, en relación con los productos estructurados, las agencias vinculaban su servicio de calificación a una previa prestación anudada de servicios de asesoramiento. En este último caso, se produce un desbordamiento del poder de mercado a actividades, mercados o sectores conexos con serios efectos distorsionadores.

⁴⁰ Prácticas que, desde luego, no son nuevas ni propias de la situación financiera internacional de la última década. BOTTINI, Francis A., Jr., «An Examination of the Current Status of Rating Agencies and Proposals for Limited Oversight of Such Agencies», 30 *San Diego L.Rev.* 579 (1993).

⁴¹ Reglamento (CE) núm. 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia. DO L 302/1, 17 de noviembre de 2009.

pero que se solapan y conviven en el ámbito internacional. Se pueden intuir, no obstante, algunas tendencias apreciables. Primera, el progresivo debilitamiento, sin que haya resultado, en modo alguno, en su desaparición, de la autorregulación y sus instrumentos. Segunda, un definitivo dominio de un modelo de regulación y supervisión directa. Tercera, el abuso de políticas orientadas a la promoción de la «confianza sistémica» en detrimento de mecanismos de refuerzo de la «confianza específica».

4.2.1. Etapa inicial: génesis del mercado de la calificación crediticia

En una primera etapa, en sentido temporal y también regulatorio, en consonancia con la naturaleza dominante y casi exclusiva de las agencias de *rating* como intermediarios reputacionales mediante su actividad de suministro de información, la industria operaba básicamente de acuerdo con los mecanismos de control del mercado y el efecto disciplinador de la reputación. La normativa sobre agencias de *rating* era muy reducida o prácticamente inexistente. Una pasividad regulatoria que se ha extendido hasta épocas muy recientes, como advierte el reciente Reglamento (CE) núm. 1060/2009, de 16 de septiembre, sobre agencias de *rating*, pues, aún hoy, la mayoría de los Estados Miembros carecen de regulación específica y la normativa comunitaria vigente tan sólo se refiere incidentalmente a la actividad de calificación crediticia (normas sobre operaciones con información privilegiada y manipulación del mercado, por ejemplo).

Sin grandes estridencias, esta baja actividad normativa comienza a suplirse, ante la necesidad urgente de establecer unas reglas mínimas coordinadas coherentes con la internacionalización de los mercados financieros, con instrumentos de *soft law*. Con la publicación en diciembre de 2004 del Código IOSCO (*Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* de la *International Organization of Securities Commissions*)⁴², que refleja una tarea consensuada y plural guiada por el *Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies* en la que participaron los reguladores miembros de IOSCO, las agencias de *rating* y representantes de inversores y emisores, se diseña un cuerpo de pautas de conducta de las agencias de *rating* para asegurar la calidad y la integridad de los procesos de elaboración de los *ratings*, mantener la independencia y evitar conflictos de intereses y aumentar la transparencia, informando de las metodologías empleadas⁴³ y tratando de manera adecuada la información confidencial que le proporcionen los emisores. No existe contradicción con el planteamiento general con el que hemos definido esta etapa, pues el Código opera íntegramente de acuerdo con el criterio de la disciplina de mercado. No es, por tanto, un proyecto de Código universal único del que se espere su adhesión por parte de los operadores del mercado, sino una suerte de «Código-modelo» que las agencias de *rating* se verán incentivadas a incorporar en sus códigos individuales, y que operará bajo la máxima de la transparencia «cumplir o explicar». Con este modelo más flexible y eficaz se entendía que se gestionaba mejor la heterogeneidad empresa-

⁴² Documentación relacionada disponible en www.iosco.org. Vid. igualmente el Código en *RDBB*, núm. 100, 2005, pp. 209-222, con comentarios de TAPIA HERMIDA, Alberto J.

⁴³ Si bien esta publicidad de los modelos y metodologías empleadas en el proceso de calificación tiene un doble efecto, junto al de mejorar la transparencia en el mercado, el proporcionar a los emisores toda la información para diseñar a medida el instrumento según el *rating* deseado. «Rating Agency Data Aided Wall Street in Deals», *The New York Times*, 23 de abril de 2010.

rial del mercado. Y así parece demostrarlo la amplísima receptividad de sus reglas por las agencias de *rating* de ámbito internacional más representativas ⁴⁴.

La opción más cauta (*wait and see*) fue también la que dominó la decisión regulatoria europea ⁴⁵ que decide acogerse al modelo de autorregulación que representa el Código IOSCO y confiar en que la aplicación de la normativa ya aprobada cubría satisfactoriamente la regulación del fenómeno.

Esta etapa inicial que parece definir la génesis de un auténtico mercado de calificación crediticia no se agota con la crisis que estalla en 2007, que parece cuestionar la base misma del flexible enfoque regulatorio, sino que se solapa con etapas posteriores y redefine, de algún modo, los instrumentos esenciales para mantener el planteamiento general. De hecho, en 2008 se acomete una reforma del Código IOSCO para incorporar las novedades que el contexto internacional exigía.

En esta primera etapa evolutiva, en la regulación de las agencias de *rating* prima, casi de forma excluyente, su carácter de terceros de confianza y los componentes sistémicos son prácticamente inexistentes.

4.2.2. Etapa intermedia: acreditación basada en el capital reputacional acumulado

En una etapa intermedia que empieza a despuntar en la década de los setenta ⁴⁶, las agencias de *rating* comienzan a mostrar su perfil como proveedores de *regulatory licences*. Con el reconocimiento de valor regulatorio, los *ratings* pasan de ser una variable más en la ecuación de inversión a representar un *input* en el proceso de cumplimiento de cierta normativa sobre adecuación de capital y requisitos de inversión. De este modo, las agencias de *rating* comienzan a integrarse

⁴⁴ Moody's Investor Service ha adoptado su *Code of Professional Conduct* de acuerdo con las reglas principales del Código IOSCO. Además, siguiendo la filosofía «cumplir o explicar», elabora anualmente un informe detallando y explicando las diferencias entre la última versión de su código y el Código IOSCO vigente. Todos los documentos están disponibles en www.moodys.com. De igual modo, Standard & Poor's ha revisado su *Standard & Poor's Ratings Services Code of Conduct* para incorporar las novedades que en 2008 han sido introducidas en el Código IOSCO de 2004. Disponible en <http://www.standardandpoors.com/ratings/policies-and-code-of-conduct/en/us> (última consulta 2/03/2010). El *Code of Conduct* de Fitch se basa también en el Código IOSCO y se compromete a informar de cualquier modificación realizada o desviación que resulte con respecto a este último. Accesible en www.fitchratings.com.

⁴⁵ *Comunicación sobre las Agencias de Calificación Crediticia* de 2006. DO C 59/02, 11 de marzo de 2006.

⁴⁶ Aunque despega definitivamente con la *Sarbanes-Oxley Act* 2002. Con fecha de 30 de julio de 2002, se promulga la *Sarbanes-Oxley Act* que, con un abrumador apoyo en ambas Cámaras del Congreso de los Estados Unidos, supone la reforma más sustancial de la regulación estadounidense de los mercados de valores. La versión de la Ley H.R. 3763 (Oxley) fue aprobada por la Cámara de Representantes (*House of Representatives*) del Congreso de los Estados Unidos el 24 de abril de 2002; la versión del Senado (*Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*), S.2673 (Sarbanes), formalmente una reforma a la versión del Congreso H.R. 3763, fue aprobada el 15 de julio de 2002, y la versión definitiva de la *Sarbanes-Oxley Act* de la *Conference* fue aprobada por ambas Cámaras el 26 de julio de 2002. El Presidente Bush firmó la ley el 30 de julio (P.L. 107-204). HILL, Claire A., «Rating Agencies Behaving Badly: The Case of Enron», 35 *Conn.L.Rev.* 1145 (2002-2003); RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, Teresa, «Las nuevas normas norteamericanas sobre transparencia de las sociedades cotizadas. La 2002 Sarbanes-Oxley Act», *Derecho de los Negocios*, núm. 146, noviembre 2002, pp. 1-18.

en la arquitectura regulatoria del sistema y esta nueva posición influye notablemente en el enfoque regulador. El otorgamiento del citado valor regulatorio requiere un cierto control previo que se articula mediante el establecimiento de sistemas de designación o reconocimiento, de acuerdo con una serie de condiciones (*eligibility*), para determinar las agencias cuyas calificaciones son admisibles como referencia para el cumplimiento de ciertas normas sobre recursos propios y exposición al riesgo. El modelo estadounidense de NRSROs ya en funcionamiento desde la década de los setenta, encuentra en Europa su mejor equivalente en el modelo de ECAIs que diseña 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 su ejercicio, mediante la que se implementa Basilea II en la Unión Europea.

La transposición de esta normativa comunitaria al ordenamiento jurídico español implanta también en nuestro país un régimen de reconocimiento de ciertas agencias de calificación crediticia para su actuación como entidades elegibles en la emisión de *ratings* que pueden emplearse para la medición de riesgos por las entidades de crédito. Así, para la ponderación por riesgo de las exposiciones, en particular, en el denominado método estándar, se incorpora la posibilidad de determinar la calidad crediticia por referencia a calificaciones de crédito emitidas por ciertas agencias de calificación de crédito externas reconocidas (artículo 6.2 de la Ley 36/2007, de 16 de noviembre, por la que se modifica la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y otras normas del sistema financiero ⁴⁷, y art. 26 RD 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras ⁴⁸ —que también desarrolla la Ley 47/2007 ⁴⁹, de 19 de diciembre, que modifica la Ley del Mercado de Valores para incorporar al ordenamiento jurídico español, entre otras, la Directiva 2006/49/CE referida lógicamente a la adecuación de capital de las entidades de servicios de inversión y las entidades de crédito—, y por la Circular 3/2008 del Banco de España, de 22 de mayo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos). La apertura de esta opción, que permite a las entidades de crédito recurrir a las calificaciones externas de crédito de ciertas agencias para la ponderación por riesgos, aparece condicionada al reconocimiento previo de la entidad como elegible por el Banco de España de acuerdo con un detallado conjunto de requisitos operativos y técnicos. Según la extensísima y de alta complejidad técnica Circular del Banco de España 3/2008, de 22 de mayo ⁵⁰, las calificaciones crediticias efectuadas por las agencias de calificación externa (ECAI) sólo podrán ser utilizadas para la determinación de la ponderación de riesgo de una exposición de conformidad con lo dispuesto en el capítulo cuarto de la Circular cuando la ECAI que las haya efectuado haya sido reconocida previamente como elegible para esos fines por el Banco de España, denominándose en lo sucesivo «ECAI elegible». El reconocimiento de una ECAI como elegible exigirá que su metodología de calificación cumpla los requisitos de objetividad, independencia, revisión continua de la metodología aplicada y transparencia establecidos en los apartados 7 a 13 de la norma decimonovena de tal Circular y que sus calificaciones crediticias cumplan los requisitos de credibilidad y aceptación por el mercado a que se refieren los apartados 14, 15 y 16 de la misma

⁴⁷ BOE núm. 276, de 17 de noviembre de 2007.

⁴⁸ BOE núm. 41, de 16 de febrero de 2008.

⁴⁹ BOE núm. 304, de 20 de diciembre de 2007.

⁵⁰ BOE núm. 140, de 10 de junio de 2008.

disposición. Para la evaluación del cumplimiento de estos requisitos se tendrán en cuenta además las guías que sobre el reconocimiento de las agencias de calificación externa publique el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS).

Sin embargo, este sistema revela pronto una apreciable debilidad intrínseca que resulta especialmente intensa en el modelo estadounidense. La filosofía que subyacía en el sistema de reconocimiento NRSRO era precisamente seleccionar aquellas entidades que gozaban de notoriedad en el mercado, siendo una de las condiciones principales para su elección ser «reconocidas a nivel nacional» (*nationally recognized*). Es decir, la variable de la reputación y, en particular, de la reputación acumulada, sobre la que opera la disciplina del mercado, se incorpora como criterio legal de acreditación. Este modelo de reconocimiento significaba una calcificación del estado de concentración del mercado y así derivó inevitablemente en la consolidación de un auténtico duopolio (*partner-monopoly*) protagonizado por Moody's y Standard & Poor's, observadas a distancia por Fitch.

4.2.3. *Etapa final: registro en función de requisitos técnicos*

La verdadera independencia de la regulación y de los criterios de supervisión y reconocimiento con respecto a los criterios propios de la disciplina de mercado se consigue en la tercera etapa. Las agencias de *rating* adquieren ya su papel de *gatekeepers* y pasan a convertirse en una pieza integrante de la arquitectura del sistema. El modelo de supervisión directa adquiere un predominio indiscutible y los criterios de registro se tornan técnicos y se desgajan apreciablemente de las variables reputacionales de la operativa del mercado.

Las muestras más ilustrativas del enfoque regulatorio de esta tercera etapa son la promulgación de la *Credit Rating Agency Reform Act of 2006* en Estados Unidos que elimina la barrera de acceso impuesta por el criterio del reconocimiento nacional para ser designado NRSROs y la sustituye simplemente por la condición de presencia previa en el mercado durante al menos tres años, y el recientemente aprobado Reglamento núm. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia⁵¹ que somete a las agencias de *rating* establecidas en la Comunidad a un estricto sistema de supervisión basado en un modelo de registro.

Este modelo revela, sin embargo, algunas disfunciones desde la perspectiva con la que planteamos el problema de la protección de la seguridad del tráfico.

De un lado, la opción normativa que representa esta etapa final concentra todo el esfuerzo regulador en garantizar la confianza sistémica. El predominio de este enfoque es de tal intensidad que no sólo se descuidan los instrumentos normativos dirigidos a proteger y estimular la confianza específica, sino que prácticamente se eluden o, incluso, se descartan intencionadamente mediante

⁵¹ TAPIA HERMIDA, Alberto J., «El Reglamento 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las agencias de calificación crediticia (agencias de "rating")», *RDBB*, núm. 116, 2009, pp. 306-313, en pp. 308 y ss.

razonamientos de excepción que llevan, por ejemplo, a una inaplicación sistemática de las reglas de la responsabilidad civil extracontractual en los casos en los que intervienen agencias de *rating*.

De otro lado, los modelos de supervisión directa basados en sistemas de registro conforme a un examen previo de cumplimiento de determinados requisitos plantean, desde un punto de vista de análisis coste-beneficio, otra apreciable disfunción. La tarea de control se desplaza del mercado íntegramente al supervisor público requiriendo un esfuerzo de información, monitorización y seguimiento que puede llegar a ser prohibitivo y que implicaría, en ocasiones, que el supervisor sea «*a better rater than the agencies themselves*».

5. LA RESPONSABILIDAD EXTRA CONTRACTUAL DE LOS TERCEROS DE CONFIANZA Y PROTECCIÓN DE LA SEGURIDAD DEL TRÁFICO

La evolución experimentada por las agencias de calificación crediticia, así como su creciente importancia como foco de atención por parte de la autoridad reguladora, no hace sino revelar que la información es, y será cada vez más en el futuro, uno de los factores clave en determinadas transacciones. El análisis previo de cómo la confianza motiva multitud de decisiones, y cómo la información es en la actualidad generada y transmitida precisamente con la finalidad de generar o reforzar confianza nos sitúa ante la necesidad de explorar nuevas perspectivas que nos descubran a su vez los diferentes puntos de vista desde los que aproximar los servicios y las actividades basadas en el suministro de información en el campo del Derecho. Un indicador clave en este proceso es el hecho de que los mercados y negocios de información no se centran exclusivamente en la difusión indiscriminada de noticias y opiniones como objeto de intercambio. Algunos de ellos deben ser descritos más bien como mercados y servicios específicamente orientados a la producción de información con valor decisivo para su empleo en la toma de decisiones de contenido y relevancia económica en el campo de los negocios⁵²; servicios orientados, en suma, hacia la producción y comercialización de «confianza específica». Ésta es la razón por la cual a dichos mercados de información se les atribuye una acentuada base reputacional en comparación con otros, y por la que una parte significativa de las acciones colectivas de los proveedores de este tipo de servicios, al margen de medidas regulatorias, tiene por finalidad preservar e incrementar la calidad y fiabilidad de los servicios y la percepción que el público pueda tener de la industria en general, es decir, la capacidad de generación de «confianza agregada»⁵³.

⁵² Entre ellos deben incluirse, como se ha venido repitiendo, las agencias de *rating*, cuya práctica confiesa es la de «emitir *ratings* antes de cada emisión de manera que los inversores los puedan usar en sus decisiones de compra» (t.p. de la «Issuer's Guide to Moody's Rating Process», disponible en <http://www.moody.com/moodyseurope/mdcsHighlightsPage.aspx?mdcsId=1&template=ratingservices§ion=ratingservices>, visitado por última vez el 23 de abril de 2010; *vid. igualmente HILL, op. cit.*, pág. 71).

⁵³ Existe un encendido debate entre la comunidad académica sobre la efectiva base reputacional del mercado de *ratings* (calificaciones crediticias). Si bien la controversia se refiere en concreto a la cuestión de si en la actualidad puede todavía apreciarse semejante característica, parece existir un amplio acuerdo en admitir que tal ha sido el caso desde que surgieron este tipo de servicios (en concreto la calificación de deuda) hasta hace algunas décadas (*vid. PARTNOY, Frank, «The Siskel and Ebert of Financial Markets?...», op. cit.*, pp. 623-624, 628 y ss., 639-641, 664 y ss., 681 y ss.; HILL, Claire A. «Regulating...», *op. cit.*, pp. 65 y ss.; COFFEE, John C., Jr., *Gatekeepers...*, *op. cit.*, pp. 288 y ss.).

Una de las consecuencias que tiene basarse en información procedente de terceros en la toma de decisiones de contenido económico es que la estimación del riesgo es parcialmente dejada a dichos terceros. El término «terceros de confianza» expresa adecuadamente la mayor dependencia de tales entidades que voluntariamente asumimos en estos casos, y la correlativa mayor exposición a los resultados (positivos o negativos) de sus actos; lo cual descubre el mayor potencial dañino de este tipo de información: confiar en información errónea es fuente, no sólo de posibles decepciones, sino además de pérdidas patrimoniales.

En páginas previas hemos tratado de destacar los elementos del análisis que atañen a la cuestión a la que dedicaremos las páginas finales de este breve trabajo. Estimamos necesario, a la vista de las constataciones precedentes, plantearse el papel que las normas sobre responsabilidad civil extracontractual deben tener en los casos de informaciones erróneas o inexactas, tomando en cuenta el papel que la información desempeña en algunos mercados presentes y futuros, al que la ley no es ni mucho menos ajena. En concreto, resulta cada vez más clara la necesidad de analizar cómo debería funcionar y eventualmente evolucionar la aplicación de dichas normas en el contexto señalado ⁵⁴. La responsabilidad por informaciones erróneas o inexactas en el marco de un contrato ha planteado tradicionalmente menos problemas en comparación a los que supone fuera de tales relaciones ⁵⁵, y ello porque los inconvenientes y dificultades asociados a la especial naturaleza del suministro de información como acto dañoso quedan de alguna manera mitigados si se aborda como objeto de una obligación contractual ⁵⁶. Si tornamos la mirada hacia la responsabilidad extracontractual por los daños causados por la información errónea las cosas se complican, y, sin embargo, en el mercado de informaciones como los *ratings*, así como en los mercados dependientes de este tipo de información (claramente, los mercados de los activos calificados) las normas sobre responsabilidad civil extracontractual están llamadas a tener un papel mucho más crucial y, determinante ⁵⁷ que las contractuales si tenemos en cuenta las estructuras remuneratorias que la prestación de estos servicios arroja, los destinatarios de la información resultante y, por tanto, el colectivo de potenciales víctimas de daños patrimoniales ⁵⁸. El estado de la legislación en este campo, por otro lado, no es el

⁵⁴ En similar sentido, TAPIA HERMIDA, Alberto J., «La responsabilidad de las agencias de calificación crediticia (agencias de "rating")», artículo en prensa, copia electrónica proporcionada por el autor, p. 3.

⁵⁵ DEL OLMO GARCÍA, Pedro, «Responsabilidad por daño puramente económico causado al usuario de informaciones falsas», *ADC*, Tomo 54, Fasc. I, enero-marzo 2001, pp. 257-368; RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, Teresa, «El tercero de confianza en el suministro de información. Propuesta de un modelo contractual para la sociedad de la información», *ADC*, 2010, Fasc. III, en prensa.

⁵⁶ RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, Teresa, «Los contratos de suministro de información. Propuesta de un modelo contractual: clausulados en el tráfico internacional y principios uniformes», *Anuario Euro-Peruano de Derecho del Comercio*, núm. 1/ 2004, Trujillo (Perú): Editorial Vallejiana, pp. 110-127.

⁵⁷ En consonancia con su poder real de mercado (en este sentido, TAPIA HERMIDA, Alberto J., «Crisis, regulación y supervisión de los mercados financieros. Reflexiones urgentes sobre el papel de los intermediarios que prestan servicios de inversión, las instituciones de inversión colectiva y las agencias de calificación crediticia», *RMV*, núm. 5, 2009, pp. 55-69, en p. 67).

⁵⁸ Las agencias de *rating*, en su condición de proveedores de calificaciones en el contexto de los negocios, generalmente cubren necesidades relativas a la reducción de los costes asociados a la recopilación, interpretación y verificación de información (es decir, de costes de transacción) a través de su suministro en medida suficiente para alcanzar un determinado nivel de confianza respecto de la entidad emisora y del activo emitido, previamente a la toma de la decisión de invertir [PHILLIPS, Susan F.; RECHTSCHAFFEN, «International Banking Activities: the Role of the Federal Reserve Bank in Domestic Capital Markets», 21 *Fordham Int'l L. J.* 1754 (1997-1998), p. 1.762]. En este sentido, la información cuya finalidad es precisamente reforzar tal confianza podría considerarse un bien accesorio respecto de otros principales, tales

mismo en todos los sistemas jurídicos. Los sistemas basados en el *common law* cuentan con normas apreciablemente más desarrolladas y testadas para abordar el suministro de información como acto dañoso desde la óptica extracontractual que los basados en el Derecho civil. De hecho, mientras que los primeros cuentan ya, y desde hace tiempo, con supuestos de responsabilidad extracontractual por informaciones negligentes o fraudulentamente falsas o inexactas tipificados en la ley, en los segundos normalmente tales supuestos deben abordarse bajo las normas generales sobre responsabilidad por daños derivados de actos culposos, desarrolladas pensando casi exclusivamente en acciones y daños físicos.

5.1. La responsabilidad de las agencias de calificación crediticia en la jurisprudencia

Aunque esta circunstancia tiene visos de cambiar en el futuro próximo⁵⁹, cuando se analiza la trayectoria de las agencias de *rating* en el mercado en el que nacieron como tales, el norteamericano, no deja de sorprender el escaso o nulo papel que han tenido las normas sobre responsabilidad extracontractual en los casos de alegada negligencia, incluidos los recientes episodios en la crisis financiera y económica. La responsabilidad de las agencias de *rating* frente a inversores posiblemente damnificados se ha venido planteando desde hace ya más de cincuenta años desde varios prismas. Uno de ellos es el criminal (administrativo), al amparo del Derecho regulatorio propio de los mercados financieros, y en relación con algunas formas de fraude tipificadas en el Derecho de los Esta-

como los activos calificados. Desde este punto de vista y sobre la base de un análisis puro de oferta y demanda de información, lo que cabría esperar es que, tal como sucedía originariamente en el mercado de la calificación crediticia [G.P.V.: «Liability for Misstatements by Credit-Rating Agencies» (nota), 43 *Va. L. Rev.* 561 (1957)], la demanda y remuneración de tales servicios fuese realizada por quienes reciben la información, es decir, el inversor que en cada caso deseara emplearla en sus decisiones. Lo cierto es que, como resulta ampliamente conocido, por razones de eficiencia y de carácter operativo, son los emisores quienes solicitan la calificación de los activos emitidos. Y ello porque el carácter público de la información como bien permite alcanzar la finalidad perseguida a un coste menor, con un mayor aprovechamiento de las economías de escala asociadas a la reproducción y difusión de información, y evitando problemas de acción colectiva derivados de posibles conductas parasitarias. En todo esto reside la explicación del «cambio» acaecido en las estructuras remuneratorias del mercado de la calificación crediticia y que han dado lugar a la dinámica actual (*vid.* COFFEE, John C., Jr., *Gatekeepers...*, *op. cit.*, p. 286; ROSE, Amy K.: «The Role of the SEC in the Regulation of the Rating Agencies: Well-Placed Reliance of Free-Market Interference?», 20 *Seton Hall Legis. J.* 308 (1996); PARTNOY, Frank, «The Siskel and Ebert...», *op. cit.*, pp. 652-653). El señalado cambio, sin perjuicio de su lógica económica, se explica también si se toma en cuenta que la información suministrada por las agencias de *rating* tiene como finalidad la generación de confianza, y más concretamente, como se ha dicho en varias ocasiones, la confianza necesaria para invertir. En tales casos y escenarios, tan importante como la información y su calidad es la reputación y fiabilidad de la entidad que la suministra, lo cual invierte la lógica de la estructura del mercado: desde el momento en que las entidades que suministran información comercializan, no sólo eso, sino su reputación, quienes demanden la información para su posterior introducción y difusión en el mercado serán, no sus destinatarios, sino los oferentes de los productos calificados. Son ellos, desde esta perspectiva, quienes tendrán un mayor interés en que sus posibles inversores cuenten con dicha información y quienes, por tanto, toman la iniciativa para que ello sea así. Lo que esto supone, en el contexto de nuestro análisis, es que las personas que en su caso pueden sufrir los daños derivados del posible carácter erróneo o inexacto de la información, por confiar en ella y sobre dicha confianza tomar determinadas decisiones, no mantienen vínculo contractual alguno con la entidad o entidades que la suministran, y cualesquiera conflictos con este trasfondo, por tanto, deberán solventarse al amparo de las normas sobre responsabilidad extracontractual.

⁵⁹ La proyectada *Restoring American Financial Stability Act of 2010*, además de incrementar las medidas de control sobre las agencias de *rating*, se muestra proclive a incrementar su exposición a responsabilidad patrimonial (en concreto, *vid.* Sec. 933).

dos Unidos, ámbito del que, sin embargo, las agencias de *rating* están prácticamente al margen ⁶⁰. Fuera de dicho ámbito, pues al fin y al cabo no es el que nos interesa, las agencias de *rating* han sido objetivo de acciones para la reclamación de responsabilidad extracontractual de forma muy esporádica, y con éxito nulo. Los expedientes a los que se recurre para negar la responsabilidad patrimonial extracontractual de estas entidades son varios, y lo más llamativo es que cuentan con fundamentos de muy variada índole que, nos atrevemos a apuntar, revelan una concepción cuanto menos desactualizada de lo que hacen y de su papel en el mercado, tal como lo hemos descrito en páginas previas. En el fondo de todos los razonamientos late la clara aversión del *common law* hacia la responsabilidad por informaciones falsas o inexactas, no sólo por la naturaleza del acto dañoso (discurso al fin y al cabo), sino igualmente por el carácter necesariamente económico de los daños susceptibles de ser causados por una calificación crediticia equivocada ⁶¹. Aunque el perfil de los casos, y las normas en cada caso invocadas varían, salta a la vista la clara preferencia de los tribunales de dejar al margen a estas entidades de la responsabilidad típica derivada de las afirmaciones negligentemente erróneas. De todos los empleados, el argumento probablemente más extremo es el basado en el recurso a la Primera Enmienda de la Constitución de los Estados Unidos, para considerar que los *ratings* son opiniones que, por tanto, merecen la protección propia del derecho a la libertad de

⁶⁰ Las acciones con este fundamento y orientación han tenido nulo impacto en las agencias de calificación crediticia, quizá a la vista de su escaso éxito en relación con la responsabilidad de auditores y contables (*vid. Rocco DiLeo and Louise DiLeo v. Ernst & Young*, 901 F.2d 624, pp. 628-629; *Melder v. Morris*, 27 F.3d 1097, pp. 1099 y ss.). En esta línea, la propia normativa de la SEC mitiga la responsabilidad que las agencias acreditadas (NRSROs) podrían verse abocadas a afrontar por los *ratings* necesarios para ciertas emisiones y en tal sentido incluidos en los prospectos o folletos preceptivos bajo la *Securities Act* de 1933, al establecer expresamente que los *ratings* relativos a obligaciones convertibles o no convertibles, o a acciones preferentes, no son considerados parte de las comunicaciones registradas en la SEC previamente a su emisión, quedando por tanto al margen de la responsabilidad que por el contenido de dichas comunicaciones establece la regulación administrativa (*vid. CFR*, Título 17, § 230.436; *vid. igualmente* observaciones de PARTNOY, Frank, «The Siskel and Ebert...», *op. cit.*, p. 691). Un estudio de la posible responsabilidad penal y administrativa, además de civil, de las agencias de *rating* puede encontrarse en TAPIA HERMIDA, Alberto J., «La responsabilidad de las agencias...», *op. cit.*

⁶¹ Dadas las características y contexto de los servicios de las agencias de calificación crediticia, los daños que pueden derivarse de su actividad serán necesariamente de carácter puramente económico. En el ordenamiento norteamericano la responsabilidad por afirmaciones falsas o erróneas que resulten en daños físicos se ha sometido con carácter general a las normas sobre responsabilidad extracontractual por negligencia, mientras que los casos en los que el daño es puramente económico han venido siendo objeto de normativa más específica progresivamente desarrollada en la jurisprudencia [FLEMING, James; GRAY, Oscar: «Misrepresentation-Part I», 37 *Maryland L. R.* 286 (1977), pp. 306-307]. En ello tiene mucho que ver el especial escrúpulo que el *common law* ha mostrado tradicionalmente respecto de la indemnizabilidad de los daños puramente económicos. Es cierto que este escrúpulo encontró una de sus primeras excepciones precisamente en el campo de la responsabilidad por informaciones falsas o inexactas en los Estados Unidos de América, en concreto en *Glanzer et al. v. Shepard et al.*, (233 N. Y. 236, caso en el que el comprador de una cantidad de judías reclamaba la indemnización del daño sufrido como consecuencia del pago de su precio calculado sobre una cantidad expresada en la certificación emitida por el demandado, cantidad que resultó ser errónea y superior a la efectivamente recibida por el demandante), y en el ámbito británico en *Hedley Byrne & Co. Ltd. v. Heller & Partners, Ltd.* [(1963) 1 *Lloyd's Rep.* 485, en adelante *Hedley v. Heller*, caso en el que el demandante reclamaba los daños derivados del impago de ciertas obligaciones de la entidad con la que mantenía ciertas relaciones contractuales, relaciones que en un momento dado decidió mantener a raíz de la confianza inspirada por la información suministrada por el demandado, el banco del deudor incumplidor, que lo describía como una entidad en buen estado de solvencia]. Ciertamente es también, sin embargo, que este tipo de responsabilidad, desde su reconocimiento, siempre ha sido apreciada en condiciones muy restringidas y con una precaución extrema, pues, recurriendo a la clásica cita de Cardozo C.J. en *Ultramares Corp. v. Touche et al.* (255 N.Y. 170, p. 179), lo contrario supondría el riesgo de quedar expuesto, por el mero suministro de información y por causa de su naturaleza y fácil difusión, a una responsabilidad «por una cantidad indeterminada, durante un tiempo indeterminado y frente a un colectivo indeterminado».

expresión⁶². Otros, ubicada la discusión de manera más concreta en el campo de la responsabilidad patrimonial por daños derivados de informaciones falsas o inexactas, basculan sobre los requisitos necesarios para su existencia.

Tales requisitos exigen, en primer lugar, que la información sea suministrada en un contexto comercial o, más ampliamente, en el marco de una actividad profesional⁶³. En segundo lugar, que pueda apreciarse negligencia, bien en la recopilación, bien en la comunicación de la información, de forma que la información resulte ser falsa o en alguna medida inexacta. Adicionalmente, y en tercer lugar, que la información haya sido suministrada con el objeto de orientar a un limitado grupo o clase de personas en el marco de una transacción por ellas prevista⁶⁴. En cuarto lugar, que el damnificado, siendo una de tales personas, haya efectivamente completado la transacción prevista, sobre la base de la confianza razonablemente depositada en la información; y, por último, que como consecuencia de dichas confianza y transacción haya sufrido un daño económico⁶⁵.

⁶² El desarrollo de esta línea argumentativa puede encontrarse en *Jefferson County School District No. R-1 v. Moody's Investor's Services, Inc.* (988 F. Supp. 1341), en el que el demandante, emisor de deuda, reclamaba la indemnización de los daños alegadamente causados por el demandado por causa de un *rating* (no solicitado y) negativo de los valores emitidos (el daño alegado se correspondía con el incremento del tipo de interés ofrecido que fue finalmente necesario realizar para la colocación de los valores), sobre las normas de responsabilidad extracontractual por interferencia intencionada en relaciones contractuales ajenas y responsabilidad por daños derivados de la difusión de información falsa injuriosa (bajo la *Sherman Act*, USCS, Título 15). El Tribunal de Distrito rechaza las alegaciones de la demandante esencialmente por considerar, en una concepción de las agencias de *rating* como entidades cercanas a editores y medios de comunicación, que los *ratings* son opiniones que por tanto caen bajo el ámbito de protección de la Primera Enmienda de la Constitución [USCS Const. Amend. 1]), pero, curiosamente, como principio también protector de la libertad necesaria para mantener la integridad del mercado de deuda («*the bond market depends in large measure upon the free, open exchange of information concerning bond issues and the First Amendment is ultimately the best guarantor of the integrity of the bond rating system*»). Crítico con este argumento jurisprudencial se muestra también TAPIA HERMIDA, Alberto J., «La responsabilidad de las agencias...», *op.cit.*, p. 15.

⁶³ *Vid.* por ejemplo la Sec. 522 *the Restatement 2nd on Torts* (American Law Institute, en adelante Rest. 2nd), así como, en el ordenamiento inglés, *Hedley v. Heller* (p. 487); en sentido más restrictivo se expresa este requisito en *Mutual Life and Citizen's Assurance Company Ltd. and the M.L.C. Ltd. v. Evatt* ((1970) 2 *Lloyd's Rep.* 441, pp. 447-447). *Vid.* igualmente JONES, Michael A., *Textbook on Torts*, Oxford: Oxford Univ. Press., 2002, Octava Ed., pp. 111-112; MARKESINIS, Basil; DEAKIN, Simon, *Tort Law*, Oxford: Oxford Univ. Press 2003, Quinta Ed., pp. 116-117).

⁶⁴ *Vid.* nuevamente Sec. 522 Rest. 2nd, par. 2, letra a. Bajo el *Restatement* (y en las jurisdicciones que acogen la Sección citada) este requisito exige la conciencia de que la información se solicita y produce para ser suministrada a un colectivo limitado de personas, que pueda ser identificado como tal sin necesidad de identificación de quienes lo integran, de cara a una posible transacción, aun cuando tales personas no sean quienes la solicitan ni paguen por ella. En la jurisprudencia inglesa este requisito ha sido analizado con especial cuidado, con resultados en sustancia equivalentes a los implícitos en el *Restatement*, y se considera plasmación de uno de los que generalmente se exigen para apreciar la existencia de un *duty of care* en el marco de la responsabilidad extracontractual por culpa, la *proximity* [*vid.* evolución de este requisito en *Hedley v. Heller*, pp. 490, 492, 497-499, 501, 515, 520; *Smith v. Eric S. Bush (A Firm)* y *Harris & Another v. Wyre Forest District Council & Anor.* (1955-95) P.N.L.R. 467; así como en una de las más paradigmáticas y controvertidas sentencias de la House of Lords en materia de responsabilidad por información inexacta, y más concretamente, sobre la responsabilidad de los auditores, *Caparo Industries Plc. v. Dickman and Others.* (1990) 2 A.C. 605, pp. 620-622, 650-652].

⁶⁵ Estos dos últimos requisitos son los que en buena medida (y junto con el carácter falso o inexacto de la información) condensan el más general que se resume en la relación de causalidad entre el acto negligente de la persona responsable y el daño. La causalidad en los casos de daños derivados del suministro de información falsa o inexacta, dada la naturaleza del acto dañoso y en clara diferencia respecto de las acciones físicas como fuente de daños, requiere el descrito proceso bifásico, en el cual el damnificado confía en la información recibida [CANE, Peter F., «The Basis for Tortious Liability», *Essays for Patrick Atiyah*, Peter Cane y Jane Stapleton (Ed.), Oxford: Clarendon Press 1991, pp. 355, 360;

En las escasas sentencias que de algún modo plantean la responsabilidad de las agencias de *rating* desde la óptica de la responsabilidad civil por negligencia, las soluciones coinciden en apreciar la ausencia de alguno de los requisitos necesarios, si bien con algunas variantes. En algunos casos la línea seguida apunta hacia la inexistencia misma de un *duty of care* (en la lógica del *tort of negligence* en el *common law*)⁶⁶, mientras que en otros, en cambio, aun entrando en el análisis de una posible responsabilidad y, por tanto, implícitamente aceptando semejante deber, no se admite la relación de causalidad entre el *rating* y el daño sufrido por un inversor a causa de la alegada confianza en él, por entenderse que tal confianza no es razonable⁶⁷.

FLEMING, James; GRAY, Oscar: «Misrepresentation-Part II», 37 *Maryland L. R.* 518, 1978], y a raíz de dicha confianza toma la decisión de emprender una determinada acción (*e.g.*, la celebración de un contrato) de la que finalmente, y de forma más inmediata, resulta un daño.

⁶⁶ En este sentido *vid. First Equity Corporation of Florida, Robert Cornfeld and Floyd Watkins v. Standard & Poor's Corporation* (670 F. Supp. 115). En dicho caso el acto dañoso alegado no era concretamente un *rating*, pero se trataba de información relativa a una emisión incluida en una de las publicaciones de la entidad demandada. Los demandantes eran suscriptores de la señalada publicación, en la cual se hizo figurar un sumario de las condiciones de cierta emisión de deuda. El sumario resultó ser erróneo por variar parte de las condiciones reales (en concreto, las condiciones de conversión de dicha deuda en capital y la relación de canje). Los demandantes decidieron invertir basándose en la información publicada, y en el momento de la conversión, bajo las condiciones efectivas de la deuda, sufrieron daños económicos a resultas de la diferencia entre éstas y las descritas en el sumario. El Tribunal desestima la demanda sobre la base de las normas aplicables a editores y medios de comunicación escrita, conforme a los cuales «está ampliamente reconocido que faltando un contrato, una relación fiduciaria o la intención de causar daño, el editor de un periódico no es responsable frente a un miembro del público por una información negligentemente falsa» (t.p. del texto, p. 117). Con ello, por tanto, el Tribunal rechaza la aplicación de la Sec. 522 *Restatement* 2nd (pp. 117-118). En el mismo caso en apelación (869 F.2d 175), el Tribunal confirma la «inmunidad» de quien difunde información financiera frente a la responsabilidad extracontractual por informaciones negligentemente falsas no difamatorias. Para ello precisa además que el caso «cae en algún lugar entre el de los contables, el cual supone normalmente la difusión de un informe relativo a una única compañía entre un público interesado, integrado sobre todo por profesionales, y el caso de un periódico, el cual supone la difusión de informaciones relativas a numerosas materias entre el público en general», y que, sin embargo, debe regirse por las normas propias del segundo de los supuestos, negando con ello la admisibilidad de la responsabilidad del titular de una publicación como la de autos frente a sus suscriptores (p. 179). Por si fuera poco, el Tribunal parece insinuar también que la confianza depositada por éstos en el contenido de la publicación no resulta razonable, pues «los usuarios pueden protegerse fácilmente de informaciones falsas o inexactas con sólo examinar los documentos originales o los prospectos exigidos por la normativa federal», y finalmente apunta hacia razones más políticas que técnicas al aclarar que, de admitirse semejante responsabilidad, «el riesgo de litigación frívola o incluso fraudulenta sería alto, y el coste de la defensa incluso con éxito puede ser prohibitivo si los editores han de ser expuestos a la instrucción (*discovery*) y el juicio por razón de la mera alegación del demandante de que confió en un sumario erróneo» (t.p. del texto en p. 180, en orden inverso).

⁶⁷ *Maurice L. Quinn v. The McGraw-Hill Companies, Inc.* (168 F.3d 331). En dicho caso, el accionista principal de una entidad bancaria, como subrogado de la propia entidad, demandó a una sociedad de *rating* por los daños sufridos a causa de una calificación errónea de ciertos valores emitidos por un fondo de titulización de deuda hipotecaria (CMO). La entidad bancaria adquirió dichos valores a través de la intermediación de un corredor, alegadamente sobre la confianza depositada en el *rating* emitido por la demandada, *rating* que fue subsiguientemente rebajado, antes de que finalmente los valores emitidos perdiesen su valor a causa del impago de parte de los créditos integrados en el activo del fondo. El Tribunal de Distrito señala de forma expresiva que el demandante no probó que su confianza en el *rating* emitido por la demandada había sido razonable, entre otras razones (parte de los créditos incluidos en el activo del fondo estaban ya vencidos e impagados en el momento de la adquisición), porque la propia demandada aclaraba en una de sus comunicaciones que la calificación no es una recomendación para comprar, vender o mantener ningún valor, y que está en cualquier caso sujeta a revisión o retirada (p. 336).

5.2. Análisis de la calificación crediticia bajo las normas sobre responsabilidad extracontractual por negligencia

Los problemas que plantea el análisis de la responsabilidad por daños derivados de informaciones falsas en el *common law* creemos que no son muy diferentes de los que se plantean en normas del Derecho civil, tales como nuestro 1.902 del Código Civil. En particular, los tres elementos que requiere nuestra norma (acción u omisión mediando culpa o negligencia, relación de causalidad y daño ⁶⁸) encuentran clara correspondencia en los anteriormente mencionados. El más complejo, desde luego, es el relativo a la relación de causalidad entre la acción negligente desplegada por quien suministre información y el daño. Lo que suele medirse en la eficacia causativa de un acto respecto de un daño determinado, con arreglo a diversas teorías, en los casos que estamos analizando requiere, en primer término, que la información suministrada sea falsa o inexacta en alguna medida ⁶⁹; en segundo término, el proceso que abarca la recepción de la información por parte del damnificado y la confianza efectiva o de hecho del damnificado en la suficiencia, corrección y veracidad de la señalada información ⁷⁰; en tercer lugar, el carácter razonable o justificado de tal confianza ⁷¹ (pues, en caso contrario, probablemente la causa del daño bajo este prisma pasaría a ser la negligencia del propio damnificado); y, por último, una acción emprendida por el damnificado sobre la base de dicha confianza que resulte en la producción de daños.

El análisis de la responsabilidad de las agencias de *rating* por calificaciones negligentemente erróneas, además, plantea ciertos problemas específicos. Uno con no poca dificultad, y que en cierta medida late en algunos de los casos norteamericanos, es el de la exacta naturaleza de la información que suministran, pues la misma condiciona subsiguientes cuestiones tales como la valoración de su grado de veracidad, corrección o exactitud, o de la medida en que la confianza en ella depositada puede considerarse razonable o justificada. En este sentido, no resulta claro hasta qué punto dicha información puede considerarse, al menos parcialmente, una afirmación de carácter material o de hecho (tal como exigen las normas y jurisprudencia hasta aquí citada) o una mera opinión, tomando en cuenta que se trata además de información expresada en símbolos extraídos de una escala (en el *rating* de deuda, como en otras muchas actividades de calificación) ⁷². Un segundo punto conflictivo deriva de la dinámica propia de la emisión y «vida» de las calificaciones crediticias. Los *ratings*

⁶⁸ Cit. por todos Díez-PICAZO, Luis, *Derecho de daños*, Madrid: Civitas 1999, pp. 41, 287-290, 323 y ss., 361. Obviamos, sin ánimo de tomar partido en la cuestión, el controvertido requisito de la antijuridicidad del acto dañoso, defendido por parte de la doctrina civilista española (vid. BUSTO LAGO, José Manuel, *La antijuridicidad del daño resarcible en la responsabilidad civil extracontractual*, Madrid: Tecnos, 1998, pp. 45, 184 y ss., 195-196; ROGEL VIDE, Carlos, *La responsabilidad civil extracontractual en el Derecho español*, Madrid: Civitas 1977, p. 61).

⁶⁹ Nuevamente en el marco del *common law*, SPEISER, Stuart M., KRAUSE, Charles F.; GANS, Alfred W., *The American Law of Torts*, Rochester: CBC, 1992, Vol. 9, pp. 295, 309; ABRAHAM, Kenneth S., *The Forms and Functions of Tort Law*, Nueva York: Foundation Press, 2002, Segunda Ed., p. 264.

⁷⁰ SPEISER, Stuart M., KRAUSE, Charles F.; GANS, Alfred W., *The American Law...*, *op. cit.*, pp. 309-310, 312.

⁷¹ MARKESINIS, Basil; DEAKIN, Simon, *Tort Law*, *op. cit.*, p. 120; SPEISER, Stuart M., KRAUSE, Charles F.; GANS, Alfred W., *The American Law...*, *op. cit.*, pp. 326-327.

⁷² Supuesto este en el que por lo general se admite únicamente la responsabilidad cuando hay ánimo de fraude o intencionalidad (vid., e.g., Secs. 538 a 543 Rest. 2d).

pueden ser de primera emisión o de actualización (*ongoing rating*, rebajas⁷³, incremento o mantenimiento). La diferencia entre unos y otros puede resultar relevante en la determinación de la existencia de confianza efectiva o de hecho para la toma de decisiones (a la vista, en particular, de la multitud de factores que pueden influir en las posibles decisiones relativas a la adquisición de valores en el mercado o su conservación).

Aunque, a la vista de lo anterior, desde el punto de vista técnico efectivamente la actividad de las sociedades de *rating*, el peso que su información tiene en el mercado, así como el uso del que es objeto plantea muchas dificultades, por sus muy diferentes connotaciones y su también variada dinámica, hay una primera advertencia que, sin embargo, y precisamente por ello, el análisis hasta aquí realizado parece autorizar. Dicha advertencia es que la aplicación de las normas sobre responsabilidad extracontractual, si bien puede plantearse desde una perspectiva de política jurídica, no puede descartarse a priori por referencia a valoraciones de carácter general, pues ello supondría sustraer a este tipo de entidades a nivel institucional del deber que todos tenemos de no dañar a otros con nuestros actos negligentes.

Al contrario, la política jurídica respecto de las agencias de calificación crediticia debe ser más elaborada y desde luego tomar en cuenta la relevancia que adquiere y la mecánica a la que obedece desde diferentes puntos de vista el hecho de implicarse en el suministro de información en algunos mercados. Retornando a los puntos básicos de nuestra disección de los mercados altamente dependientes de la información de terceros, en el caso de las agencias de *rating* hemos visto cómo los esfuerzos legislativos y regulatorios a ambos lados del atlántico han estado claramente sesgados por la percepción que el legislador tiene de las agencias de *rating* como parte de la arquitectura al servicio de la «confianza sistémica», con la consiguiente orientación de las normas hacia medidas preventivas. Sin perjuicio de la conveniencia y eficacia de semejante estrategia y de cada una de las diferentes opciones posibles a este nivel, un complemento necesario debe siempre existir en las normas sobre responsabilidad civil. Las razones son varias.

Así, en primer lugar, está claro que las agencias de *rating* pueden incurrir en negligencia en la recopilación, interpretación y el suministro de información, y que pueden con tales actos causar daño a terceros. Cuestión diferente es cómo y hasta qué punto todos y cada uno de los requisitos de la responsabilidad civil extracontractual deberían funcionar respecto de la actividad de estas entidades, especialmente tomando en cuenta las diferentes formas y los distintos contextos en los que pueden realizar sus actividades, la naturaleza compleja de la información que procesan y sintetizan, el formato estandarizado en que la presentan y los recipientes de la misma. En lo que a esto respecta, si valoramos las dificultades anteriormente señaladas en el plano técnico tal como el mercado, por ejemplo, la muestra, parece necesario, primeramente, el análisis de los *ratings* para determinar qué proporción de los mismos pueden ser sometidos, a pesar de ser apreciados en su conjunto como una evaluación de calidad, a la consideración de

⁷³ La importancia de sus efectos puede ilustrarse con las recientes rebajas de la calificación de deuda pública de algunos países europeos. Al respecto, véase el análisis de TAPIA HERMIDA, Alberto J., «La responsabilidad de las agencias...», *op.cit.*, en particular, pp. 5 y ss.

afirmaciones de hecho⁷⁴. Un paso necesario también obliga a fijar criterios para valorar la posible negligencia de las agencias, quizá circunscrita ya a las actividades enmarcadas en el área de la información identificada como relevante en el marco de las normas sobre responsabilidad extracontractual. En este aspecto ha de reconocerse desde luego mucho peso a la disciplina y técnica consolidada por la industria, como parte del modelo pericial a aplicar, incluidos los códigos y patrones promovidos de forma colectiva, así como los manejados de manera particular por cada una de las agencias (en este punto, de todos modos, teniendo presente que si bien la violación de las normas de la casa ha de ser negligencia, su respeto no es necesariamente diligencia, pues el modelo en nuestro 1.902 del Código Civil como se sabe es de carácter objetivo⁷⁵), así como las normas que la ley pueda imponer a esta o a otras profesiones asimiladas (e.g., plan contable y valoración). Si bien se trata de prácticas negadas sistemáticamente por las agencias de *rating*⁷⁶, la actualidad proporciona algunos ejemplos de conductas que pueden entenderse negligentes y que parecen incrementar el riesgo de que la información producida sea errónea o cuanto menos inexacta, y que suponen el acceso de los emisores a los criterios para la elaboración de *rating* en grado suficiente para manipular el resultado, incluso ante la limitada capacidad de las propias agencias para valorar determinados productos⁷⁷. Del mismo modo, las cuestiones relativas a la causalidad, y al más conflictivo de sus elementos, la razonable confianza de hecho, exigen un esfuerzo que sepa diferenciar los diferentes perfiles de los casos de daños económicos supuestamente derivados de *ratings* erróneos o inexactos, para poder determinar cuándo efectivamente ha habido confianza, y sobre todo cuándo esa confianza está justificada o puede entenderse razonable. Hay argumentos que claramente refuerzan la admisión de que la confianza depositada por los inversores en los *ratings* es razonable (notoriamente, el hecho de que es confianza adquiere cierto carácter público desde el momento en que la propia normativa reglamentaria se apoya en los *ratings*, al menos en lo que respecta a los emitidos por entidades también reconocidas o acreditadas por las autoridades de control⁷⁸). Sin embargo, esto depende igualmente de otras cuestiones: carácter del *rating* supuestamente empleado (y aquí deben

⁷⁴ Se trata ésta de una tarea que conlleva ya de partida enormes dificultades, pero lo cierto es que, tal como se desprende del acervo relativo a los criterios y metodología empleados en los *ratings*, la información empleada y valorada puede entenderse concentrada en dos polos. El primero es el relativo a las cualidades objetivas del emisor y de los activos emitidos (estado patrimonial del primero en función de la información contable y su comprobación, y cualidades del segundo, no sólo en función de sus condiciones, sino de los aspectos relativos al emisor). El segundo es el que bascula sobre la consideración de los activos emitidos en función de las circunstancias externas (situación del mercado, condicionantes económicos, fiscales y políticos, etc.) a las que se enfrentan tanto éstos como el emisor y su evolución prevista (*vid.*, e.g., «Moody's Rating Methodology. Global and Integrated Oil & Gas Industry», pp. 6 y ss., disponible en http://v3.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_121399, visitado por última vez el 23 de abril de 2010). Parece razonable pensar que mientras los primeros aspectos pueden acercarse, como en el caso de la información comprobada y procesada por los auditores, la información de carácter material, los segundos, de orientación necesariamente prospectiva, no exceden del ámbito de las opiniones. El problema por supuesto está en determinar en qué medida un *rating* «AA+» es erróneo porque la información perteneciente al primero de los focos también lo es, y sin embargo los informes que acompañan y justifican los *ratings* emitidos o sus actualizaciones pueden arrojar bastante luz al respecto.

⁷⁵ DÍEZ-PICAZO, Luis, *Derecho de daños*, *op. cit.*, p. 235, 236 y 360.

⁷⁶ *Vid.*, e.g., *In re Fitch Inc., American Savings Bank, FSB. v. UBS Paine Webber, Inc.*, 330 F.3d 104, en p. 110.

⁷⁷ «Rating Agency Data...», *cit. supra* nota 43: «As part of its inquiry, the panel made public 581 pages of e-mail messages and other documents suggesting that executives and analysts at *rating* agencies embraced new business from Wall Street, even though they recognized they couldn't properly analyze all of the banks' products».

⁷⁸ *Vid. supra* apartado 4.

tenerse presentes las diferencias entre los *ratings* de primera emisión y los de actualización y las connotaciones que, como previamente hemos puesto de manifiesto, cada uno conlleva), existencia de más de un *rating* relativo al producto emitido, posición de la agencia de *rating* en el marco de la operación o inversión realizada, etc.⁷⁹.

Si, en una segunda instancia, nos situamos nuevamente en el plano de la política jurídica, parece ingenuo seguir asimilando desde un ángulo institucional a las entidades de *rating* con empresas o entidades editoriales o medios de comunicación, a los efectos de considerar la exposición a la responsabilidad por negligencia como un límite a la libertad de expresión⁸⁰, o desde luego cerrar la puerta a la responsabilidad extracontractual de estas entidades ante el riesgo de que se incremente la litigación «frívola» (argumento que ya de por sí es bastante frívolo e irritante). Además de las razones hasta aquí apuntadas, es necesario tomar conciencia de cómo las informaciones como las calificaciones crediticias pueden ser determinantes en la generación de la «confianza específica» de la que dependen determinadas transacciones. En este sentido, una herramienta siempre necesaria para distribuir daños cuando las circunstancias así lo determinan deber buscarse en las normas sobre responsabilidad civil. Ello porque en la medida en que el mercado demanda este tipo de confianza, y por tanto y como hemos dicho, existe oferta de «confianza específica», la protección de su valor a través de algo tan arraigado en nuestra cultura jurídica, y quizá obvio, como la imputación de pérdidas causadas sobre la base de la negligencia se convierte en necesario para mantener la deseada protección de la seguridad del tráfico: las víctimas de la confianza razonablemente generada por la reputación acumulada por las agencias de *rating*, fuente en mayor o menor medida de su negocio, deben, como «terceros que confían», tener un mínimo acceso a la reparación de las pérdidas cuando tal confianza se ve defraudada por la negligencia de quien comercia con ella. Éste es un principio que entendemos debe estar presente en los mercados del futuro, en tanto muchos de ellos serán altamente dependientes de información y de terceros de confianza.

⁷⁹ En aplicación de todos estos criterios, por ejemplo y al margen de casos de fraude, resulta realista pensar que la responsabilidad de las agencias de *rating* será más viable en el marco de la calificación inicial (*rating* de emisión) de productos complejos emitidos en operaciones puntuales y a un público limitado (quizá inversores institucionales), en los que quede suficientemente patente que el *rating* ha tenido un papel importante en la transacción. Ello, por supuesto, siempre que concurren también negligencia y daño. Un análisis también general de los requisitos para la responsabilidad extracontractual por informaciones falsas difundidas en el mercado, centrado en particular en las sociedades de clasificación de buques, puede encontrarse en ALBA FERNÁNDEZ, Manuel, «Establishing Causation in Tort Liability of Classification Societies: What can a Civil Law Mind Learn from American and English Cases?», *Il Diritto Marittimo*, Fascículo II (Dottrina); Abril-Junio 2006, pp. 339-381.

⁸⁰ En este sentido apunta de forma muy tímida la sentencia *In re Fitch Inc.*, en la que, enmarcado el conflicto en un recurso de la agencia de *rating* implicada contra una de las medidas tomadas en la instrucción por el departamento fiscal y basado en la protección legislativa que frente a tales medidas por parte de la administración se reconoce a periodistas y medios de comunicación escrita en la legislación estatal neoyorquina, el Tribunal concluye que el fiscal «no abusó de sus facultades discrecionales al estimar que Fitch no estaba legitimada para invocar el privilegio de los periodistas respecto de la información en cuestión» (con todo, el Tribunal también se toma la precaución de aclarar que no fue su intención «decidir cuál es la posición general de una agencia de *rating*» bajo la legislación discutida, cuestión que, señala, prefirió «dejar para otro día», t.p. del texto en p. 111).

6. CONCLUSIÓN

En los mercados actuales, como muy probablemente en los que emerjan en el futuro, la información adquiere un valor e importancia crecientes. La razón de esta circunstancia no es otra que el hecho de que la información es el principal determinante de la confianza que inspiran a los operadores en dichos mercados las diferentes opciones negociales; confianza que resulta ser a su vez uno de los estímulos esenciales del tráfico comercial. Dentro de la confianza necesaria para afrontar y comprometerse en una transacción en concreto hemos distinguido la que hemos denominado «confianza sistémica», generada por la propia arquitectura del mercado y su marco estructural y normativo, y la llamada «confianza específica», la confianza relativa a los bienes y las personas involucrados en una posible transacción, y que, por tanto, ha de dar la medida del intercambio previsto y de los resultados esperados. Esta confianza específica depende en buena proporción, en muchos de los mercados actuales, de la información suministrada por entidades privadas que de forma especializada y con carácter oneroso suministran dicha información y, en su caso, la difunden, precisamente con el objeto de superar o disminuir los costes de transacción que impondría la recopilación, proceso y verificación de la misma. Los terceros de confianza, en tal sentido y en función de la reputación y credibilidad acumuladas, funcionan como intermediarios reputacionales y de confianza.

Aplicadas todas estas ideas al caso que en concreto ha centrado las páginas precedentes, hemos podido comprobar cómo las agencias de *rating* nacieron de manera espontánea como terceros de confianza especializados en la calificación de deuda y en el suministro bajo demanda de la información resultante de la misma, de manera estandarizada y sintetizada. A partir de un determinado momento, sin embargo, la estructura remuneratoria del mercado cambió, pues fueron los emisores de activos quienes comenzaron a solicitar el *rating* de sus emisiones, y la política legislativa específicamente inspirada por estas entidades comenzó a aproximarlos desde la perspectiva estructural, hasta integrarlos en la arquitectura destinada a la preservación de la confianza sistémica de los mercados en los que intervienen.

Ello dejó desatendidas desde un ángulo de política jurídica, legislativa o jurisprudencial, la función que determinó su nacimiento, la de generar o reforzar la confianza específica en las transacciones para la inversión en valores o activos calificados, y, en particular, relegó a un segundo plano, casi ignorándolo, el recurso a una de las herramientas que el Derecho proporciona para preservar la confianza específica dependiente de la información de terceros, la normativa sobre responsabilidad civil extracontractual y su aplicación a los daños derivados de informaciones falsas, erróneas o inexactas.

Aun en la conciencia de las dificultades que el caso concreto de la información suministrada por las agencias de calificación crediticia plantea cuando es aproximado bajo las normas sobre la responsabilidad extracontractual, parece clara la necesidad, en primer lugar, de admitir que dichas normas han de ser aplicadas a esta y otras actividades consistentes en el suministro de información (pues no hay nada en la ley que constituya un obstáculo para ello); y en segundo lugar, y por tanto, la de plantear cómo nuestros principios en esta materia (menos elaborados que los de otros siste-

mas jurídicos) pueden funcionar a la vista de las diferentes circunstancias que pueden rodear la actividad de las agencias de *rating* y la situación de quienes han confiado o todavía confían en ellas. En este sentido, la protección de la confianza específica de hecho y de forma razonable inspirada por los *ratings* es una exigencia misma de la protección de la seguridad del tráfico en los mercados financieros.