

Bruselas, 19.10.2016
COM(2016) 664 final

INFORME DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO Y AL CONSEJO

sobre los instrumentos alternativos a las calificaciones crediticias externas, el estado del mercado de la calificación crediticia, la competencia y la gobernanza en el sector de la calificación crediticia, el estado del mercado de los instrumentos de calificación estructurada y la viabilidad de una Agencia Europea de Calificación Crediticia.

Índice

INTRODUCCIÓN	3
I. Riesgo de dependencia excesiva de las calificaciones crediticias externas y alternativas disponibles.....	4
1. Dependencia excesiva de las calificaciones crediticias externas.....	4
2. Alternativas disponibles a las calificaciones externas	7
II. Situación del mercado de la calificación crediticia y evaluación de las disposiciones del Reglamento ACC para reforzar la competencia en el mercado de la calificación crediticia	9
1. Análisis del mercado de las ACC	9
2. Impacto y evaluación de las disposiciones del Reglamento ACC en materia de competencia.....	16
III. Impacto y evaluación de las disposiciones del Reglamento ACC en materia de gobernanza	19
1. Conflicto de intereses.....	20
2. Disposiciones relativas a los IFE y eventual ampliación a otros productos financieros.....	21
3. Modelos de retribución alternativos.....	21
IV. Idoneidad y viabilidad del establecimiento de una Agencia Europea de Calificación Crediticia.....	23
CONCLUSIÓN	23

INTRODUCCIÓN

El presente informe responde a varias obligaciones en materia de información establecidas en el Reglamento (CE) n.º 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia (ACC), en su versión modificada¹ (en lo sucesivo, el «Reglamento ACC»). En particular, el presente informe:

- analiza las referencias hechas a las calificaciones crediticias externas en la legislación de la UE y en los contratos privados celebrados entre partes en los mercados financieros; examina asimismo posibles alternativas a las calificaciones crediticias externas que utilizan actualmente los participantes en el mercado en la UE (**sección I**)²;
- valora el impacto y la eficacia de las medidas del Reglamento ACC en materia de competencia en el sector de la calificación crediticia (**sección II**)³;
- evalúa el impacto del Reglamento ACC en la gobernanza y los procedimientos internos de las ACC, en particular la prevención de los conflictos de intereses y la utilización de modelos de retribución alternativos; analiza igualmente las disposiciones relativas a los instrumentos de financiación estructurada (IFE) y su posible ampliación a otras categorías de activos (**sección III**)⁴;
- considera la viabilidad de crear una ACC europea encargada de evaluar la deuda soberana y una fundación europea de calificación crediticia que se encargaría de todas las demás calificaciones crediticias (**sección IV**)⁵.

El presente informe analiza, entre otras cosas, muchas de las disposiciones clave introducidas en la última modificación del Reglamento ACC. Se basa en el dictamen técnico de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) sobre la reducción de la dependencia exclusiva y automática de las calificaciones crediticias externas⁶, el estudio relativo a la viabilidad de calificaciones crediticias alternativas realizado por

¹ Reglamento (CE) n.º 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia (DO L 302 de 17.11.2009), modificado por el Reglamento (UE) n.º 513/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2011 (DO L 145 de 31.5.2011), por la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011 (DO L 174 de 1.7.2011), por el Reglamento (UE) n.º 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013 (DO L 146 de 31.5.2013), y por la Directiva 2014/51/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de abril de 2014 (DO L 153 de 22.5.2014).

² Artículo 39 *ter*, apartado 1, del Reglamento ACC.

³ Artículo 39, apartados 4 y 5, del Reglamento ACC.

⁴ Artículo 39, apartados 4 y 5, del Reglamento ACC.

⁵ Artículo 39 *ter*, apartado 2, del Reglamento ACC.

⁶ ESMA/2015/1471 – Dictamen técnico de la AEVM sobre la reducción de la dependencia exclusiva y automática de las calificaciones crediticias externas – publicación disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2015-1471_technical_advice_on_reducing_sole_and_mechanistic_reliance_on_external_credit_ratings.pdf.

ICF Consulting Services⁷, el dictamen técnico de la AEVM sobre la competencia, la capacidad de elección y los conflictos de intereses en el sector de la calificación crediticia⁸ y el estudio realizado por *Europe Economics* sobre la situación del mercado de la calificación crediticia⁹. Se ha consultado ampliamente a las partes interesadas por medio de talleres, cuestionarios y entrevistas durante la elaboración de estos dictámenes y estudios técnicos¹⁰.

I. Riesgo de dependencia excesiva de las calificaciones crediticias externas y alternativas disponibles

1. Dependencia excesiva de las calificaciones crediticias externas

La respuesta internacional a la crisis financiera mundial incluyó esfuerzos tendentes a reducir la dependencia de las calificaciones crediticias externas, en particular para «reducir los efectos masa y acantilado peligrosos para la estabilidad financiera que derivan actualmente del hecho de que los umbrales basados en las calificaciones de las ACC están firmemente anclados en disposiciones legislativas y reglamentarias y en las prácticas del mercado»¹¹. La UE ha respondido a estos esfuerzos, por ejemplo mediante la adopción de modificaciones legislativas (véase *infra*). No obstante, sigue siendo necesario examinar hasta qué punto las referencias a las calificaciones crediticias externas que siguen figurando en la legislación de la UE pueden conllevar una dependencia excesiva. Además, el recurso a las calificaciones crediticias externas por parte de los participantes en el mercado en el marco de contratos privados también puede generar una dependencia excesiva.

Varios actos jurídicos de la UE en el ámbito de los servicios financieros hacen referencia a la utilización de calificaciones crediticias externas. Algunos de ellos (las Directivas GFIA¹², OICVM¹³ y FPE¹⁴) fueron modificados por la Directiva

⁷ MARKT/2014/257/F4/ST/OP-LOT1 disponible en http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_en.htm.

⁸ ESMA/2015/1472 – Dictamen técnico de la AEVM sobre la competencia, la capacidad de elección y los conflictos de intereses en el sector de la calificación crediticia – publicación disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2015-1472_technical_advice_on_competition_choice_and_conflicts_of_int.pdf.

⁹ MARKT/2014/257/F/Lot 2 disponible en http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_en.htm.

¹⁰ Para más información, véase la p. 5 del dictamen de la AEVM sobre la reducción de la dependencia exclusiva y automática de las calificaciones crediticias externas, las pp. 5 y ss. del estudio ICF, la p. 10 del dictamen técnico de la AEVM sobre la competencia, la capacidad de elección y los conflictos de intereses en el sector de la calificación crediticia, y la p. 7 del estudio de *Europe Economics*.

¹¹ Véase, en particular, el documento *Principles for Reducing Reliance on CRA Rating* (Principios para la reducción de la dependencia de las calificaciones de las ACC), Consejo de Estabilidad Financiera (CEF), p. 1, disponible en http://www.fsb.org/2010/10/r_101027/. Véase también el documento *Roadmap for Reducing Reliance on CRA Ratings* (Hoja de ruta para la reducción de la dependencia de las calificaciones de las ACC), CEF, disponible en http://www.fsb.org/2012/11/r_121105b/.

¹² Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010.

¹³ Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (versión refundida).

2013/14/UE¹⁵, que introdujo normas adicionales aplicables a las sociedades de gestión o de inversión en lo que respecta a las OICVM y los GFIA, en virtud de las cuales los procesos de gestión de riesgos deben evitar la dependencia exclusiva y automática de las calificaciones crediticias externas. Con ello se pretendía evitar la dependencia excesiva de las calificaciones en la medición del riesgo crediticio. Una de las normas introducida por la Directiva 2013/14/UE obligaba a velar por que las autoridades competentes controlen la adecuación de los procesos de evaluación del riesgo crediticio.

El EMIR¹⁶, que es el acto legislativo que regula las entidades de contrapartida central (ECC), permite establecer el nivel de riesgo por medio de evaluaciones de las ACC, pero no solo no obliga a estas a proceder de esta manera, sino que ni siquiera las anima a hacerlo. En caso de que se recurra a calificaciones externas, las ECC deben presentar un análisis contradictorio o completar su evaluación por medio de sus propios análisis.

El RRC¹⁷ y la DRC IV¹⁸ contienen varias disposiciones que permiten diversos tratamientos de los riesgos asociados a una exposición, dependiendo de si esta ha sido o no calificada¹⁹. En consecuencia, los requisitos de capital asociados a una determinada exposición pueden variar considerablemente en función de si dicha exposición es calificada por una ACC o no y de la calificación atribuida²⁰. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB) está revisando el método estándar para el riesgo de crédito y ha considerado varias alternativas para sustituir las calificaciones externas²¹. El Comité propone conservar las referencias a las calificaciones externas,

¹⁴ Directiva 2003/41/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de junio de 2003, relativa a las actividades y la supervisión de fondos de pensiones de empleo.

¹⁵ Directiva 2013/14/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, que modifica la Directiva 2003/41/CE relativa a las actividades y la supervisión de fondos de pensiones de empleo, la Directiva 2009/65/CE, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), y la Directiva 2011/61/UE, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos, en lo que atañe a la dependencia excesiva de las calificaciones crediticias.

¹⁶ Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.

¹⁷ Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

¹⁸ Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE.

¹⁹ En el texto legislativo, el método es designado como «método estándar» y actualmente es el más comúnmente utilizado para los bancos en virtud del RRC y de la DRC.

²⁰ En el caso de exposiciones a empresas, por ejemplo, si una calificación otorgada por una ACC se encuentra disponible y la exposición recibe la calificación más alta (por ejemplo, AAA), la ponderación de riesgo aplicada es del 20 %. Por tanto, se exigirá al banco que mantenga capital reglamentario por un importe equivalente al 20 % de los valores de la exposición. En cambio, si no se dispone de una calificación crediticia, la ponderación de riesgo que deberá aplicarse será de al menos el 100 %.

²¹ Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, segundo documento de consulta, *Standards Revisions to the Standardised Approach for credit risk* (Revisiones estándares del método estándar para el

completando su uso con procesos de diligencia debida en el seno de los bancos, así como reforzar las condiciones para la utilización de las calificaciones externas, con el fin de garantizar que los bancos emprenden sus propias medidas de diligencia debida, aseguran la gestión interna de los riesgos y no recurren automáticamente a las calificaciones externas.

La Directiva Solvencia II²² utiliza un mecanismo similar, que contempla diversas consideraciones de riesgo en función de si está disponible o no una calificación externa (y de la calificación atribuida a la exposición). Con el fin de reducir el riesgo de dependencia excesiva de las calificaciones, la Directiva Solvencia II prevé que cuando utilicen una calificación crediticia externa para el cálculo de las provisiones técnicas y del capital de solvencia obligatorio, las empresas de seguros y reaseguros deben evaluar, en el marco de su gestión de riesgos, la adecuación de esas evaluaciones de crédito externas utilizando, siempre que sea posible, evaluaciones adicionales, con el fin de evitar la dependencia automática de evaluaciones externas²³. Además, el acto delegado Solvencia II²⁴ establece disposiciones relativas a la utilización de evaluaciones de crédito externas, como la obligación de elaborar evaluaciones de crédito internas para las exposiciones más importantes o más complejas, lo que también contribuye a reducir el riesgo de dependencia excesiva.

Aunque existen normas para evitar la dependencia exclusiva y automática de las calificaciones externas, el uso de calificaciones en ámbitos críticos de los marcos RRC y Solvencia II, especialmente los relativos al cálculo de los requisitos de capital reglamentario o de solvencia, podría incitar a las entidades financieras y a las compañías de seguros a recurrir a las evaluaciones de las agencias de calificación. Por consiguiente, la Comisión seguirá supervisando la incidencia de estos requisitos y ayudará a los organismos pertinentes, como el Comité de Basilea, a mitigar todo riesgo de dependencia excesiva de las calificaciones crediticias en el marco prudencial aplicable a las entidades de crédito y las compañías de seguros.

La dependencia excesiva de las referencias contractuales podría evitarse mediante prohibiciones o requisitos de información adicionales. Sin embargo, aunque estos últimos no parecen convenir a las cláusulas de activación fundadas en las calificaciones (*rating triggers*) previstas en las directrices o las políticas de inversión, las prohibiciones constituirían una restricción de la libertad contractual y deberían estar justificadas necesariamente por razones imperiosas de interés general. En cualquier caso, las referencias a las calificaciones crediticias no deberían servir de pretexto a los gestores para no cumplir su propio procedimiento de diligencia debida

riesgo de crédito), documento publicado con fines de consulta, para comentarios hasta el 11 de marzo de 2016, diciembre de 2015, disponible en <http://www.bis.org/bcbs/publ/d347.htm>.

²² Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009, sobre el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio.

²³ Artículo 44, apartado 4 bis, de la Directiva Solvencia II y Reglamento de Ejecución (UE) 2015/2015 de la Comisión, de 11 de noviembre de 2015, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta a los procedimientos de evaluación de las evaluaciones de crédito externas, de conformidad con la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (DO L 295 de 12.11.2015, p. 16).

²⁴ Artículos 3 a 6 del Reglamento Delegado (UE) 2015/35 de la Comisión, de 10 de octubre de 2014, por el que se completa la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Solvencia II).

antes de tomar decisiones de inversión. La Comisión seguirá supervisando las prácticas del mercado para detectar cualquier riesgo debido a cláusulas contractuales que conlleven una dependencia excesiva de las calificaciones crediticias externas.

2. Alternativas disponibles a las calificaciones externas

Las principales alternativas disponibles a las calificaciones externas son la medición del riesgo crediticio basada en el mercado, los instrumentos de evaluación interna del riesgo crediticio y las evaluaciones de terceros.

La medición basada en el mercado (por ejemplo, los diferenciales de permuta financiera por impago crediticio y la información sobre la cotización de bonos y obligaciones) es una solución objetiva y transparente desde el punto de vista de la accesibilidad que permite la asignación de ponderaciones de riesgo específicas a un activo determinado. Puede servir para medir la probabilidad de riesgo de impago para una gran variedad de categorías de activos diferentes, como la deuda soberana, el endeudamiento empresarial y los productos estructurados. Sin embargo, estas herramientas de medición pueden adolecer de importantes limitaciones. Los dos riesgos principales identificados por la AEVM y el estudio *ICF* son la alta volatilidad de estas herramientas de medición y su incapacidad para ofrecer indicaciones más matizadas del riesgo asociado a una inversión. En concreto, las mediciones basadas en el mercado están expuestas al riesgo de manipulación, es decir, a la posibilidad de que los participantes en el mercado influyan estratégicamente en los precios con el fin de forzar una consecuencia reglamentaria y de beneficiarse de ella.

Los instrumentos de evaluación interna del riesgo crediticio sirven para evaluar el riesgo a efectos prudenciales, en particular para calcular el capital reglamentario requerido en virtud del marco Basilea III y del RRC [en concreto, en virtud del método basado en calificaciones internas (IRB)], así como del marco Solvencia II para las compañías de seguros. Los métodos internos tienen más probabilidades de reflejar correctamente el perfil de riesgo de un prestatario o valor determinado y pueden adaptarse a las necesidades de cada participante en el mercado. También pueden utilizarse para cualquier categoría de instrumento financiero y de inversión.

El principal inconveniente de utilizar estos modelos de evaluación de crédito interna como alternativa a las calificaciones crediticias externas son los altos costes que conllevan. Se trata sobre todo de los costes relacionados con el desarrollo de las herramientas analíticas y la recogida de datos —incluidos, en su caso, los gastos de acceso a las bases de datos financieros pertinentes—, así como con la contratación de personal cualificado para extraer conclusiones de los análisis, validar los modelos y controlar su calidad.

Por otro lado, los métodos de evaluación interna del riesgo de crédito no ofrecen necesariamente el mismo nivel de comparabilidad que las calificaciones externas en el caso de varios tipos de disposiciones contractuales, mientras que las ACC facilitan una indicación clara y objetiva del nivel de riesgo aceptable (gracias a un sistema de clasificación normalizada como AAA/AA, etc.).

Además, estos métodos tampoco garantizan un alto grado de transparencia al mercado, sobre todo porque no están disponibles públicamente. Su normalización

plantea igualmente un problema objetivo, ya que los factores de riesgo subjetivos y el modelo de negocio que se toman en consideración para realizar las evaluaciones internas varían de un agente del mercado a otro. Por consiguiente, estos métodos pueden resultar útiles para el inversor aislado que realiza el análisis, pero no dan al mercado una idea clara de la situación y de las perspectivas de determinados productos, como las deudas soberanas.

Las evaluaciones de terceros son realizadas por partes que no intervienen en la inversión. Se trata, por ejemplo, de medidas basadas en la contabilidad, de la clasificación del riesgo-país de la OCDE, de las puntuaciones de los bancos centrales y de las puntuaciones de empresas privadas sobre la base de modelos informáticos.

i. Medidas basadas en la contabilidad

Las medidas basadas en la contabilidad pueden proporcionar información útil y fácilmente comparable sobre las ratios financieras esenciales, lo que puede facilitar la evaluación de la calidad crediticia de una inversión. Sin embargo, también presentan una serie de limitaciones importantes y no pueden considerarse una alternativa capaz de sustituir completamente a las calificaciones externas. Uno de los inconvenientes de este tipo de medidas radica en el hecho de que si bien son aplicables a todas las categorías de activos empresariales, no son aptas para la deuda soberana ni para muchos productos estructurados. Por otra parte, como han señalado algunas de las partes interesadas consultadas en el marco del estudio de ICF, el acceso a la información sigue planteando problemas, pues en algunos países sigue siendo difícil aplicar medidas basadas en la contabilidad a las sociedades no cotizadas, debido a la existencia de normas u obligaciones de información financiera menos estrictas o no armonizadas.

Asimismo, la adecuada utilización de estos instrumentos y la obtención de evaluaciones fiables requieren competencias específicas y experiencia sectorial. La interpretación y la capacidad de juicio desempeñan un papel decisivo en el caso de las medidas basadas en la contabilidad, especialmente cuando es preciso proceder a comparaciones. Diferentes analistas pueden, por ejemplo, aplicar ratios diferentes para una misma empresa, lo que puede dar lugar a resultados divergentes. Aunque este no es en sí mismo un aspecto negativo, significa que la interpretación de ratios sin una experiencia adecuada y un conocimiento del contexto puede resultar difícil.

ii. Clasificación del riesgo-país de la OCDE

Las clasificaciones del riesgo-país de la OCDE presentan dos ventajas: ofrecen una cobertura geográfica más amplia que las calificaciones crediticias externas y los datos pertinentes están disponibles públicamente. En cambio, las evaluaciones de la OCDE siguen un enfoque muy restrictivo y solo tienen en cuenta determinadas categorías de riesgos (el riesgo político y otros riesgos asociados a este directamente), dejando de lado otros indicadores de riesgo económico pertinentes que podrían ser útiles para los inversores y las decisiones de inversión. Por consiguiente, las clasificaciones del riesgo-país de la OCDE pueden considerarse una herramienta válida para la evaluación de determinados tipos de riesgos. Aunque tienen algunas limitaciones, podrían complementar satisfactoriamente las calificaciones crediticias externas de la deuda soberana y, eventualmente, permitir verificar estas calificaciones.

iii. Puntuaciones de los bancos centrales

Las centrales de información de riesgos (CIR) y las bases de datos de las centrales de balances (BDCB) son interesantes ejemplos de instrumentos de calificación que son propiedad de bancos centrales y son gestionados por ellos. Las técnicas de las CIR y las BDCB son ampliamente aplicadas a los instrumentos de deuda de las empresas, pero su cobertura geográfica y sectorial varía de un país a otro en función de parámetros tales como la admisibilidad de los instrumentos como garantía en las operaciones de política monetaria. Su principal inconveniente estriba en el número restringido de países y de categorías de activos que cubren, así como en el acceso limitado a los datos. Su aplicabilidad a los instrumentos de deuda de las empresas es igualmente limitada y el número de sociedades no financieras cubiertas en ciertos países es insignificante. Las puntuaciones pueden ser una herramienta importante para empresas más pequeñas, dado que ofrecen una solución menos gravosa para obtener una evaluación de crédito (en comparación con las calificaciones de las ACC). Sin embargo, no parece que este método pueda sustituir de manera completa y viable a los sistemas de calificación crediticia externa y debería servir más bien de fuente de información útil y complementaria acerca de la calidad crediticia de un producto financiero determinado.

El análisis técnico realizado para la elaboración del presente informe pone de manifiesto que en la actualidad no existen en el mercado alternativas viables para sustituir completamente a las calificaciones crediticias externas. Algunos de los instrumentos y medidas presentados más arriba podrían considerarse en cierta medida sustitutos válidos de las evaluaciones de las ACC, pero implican unos costes considerables que podrían ser prohibitivos, en particular, para los agentes más pequeños en los mercados financieros. Otros solo podrían utilizarse como complemento de las evaluaciones de las ACC. Solo unas pocas disposiciones legislativas de la UE que hacen referencia a las calificaciones externas —como las disposiciones pertinentes del RRC/la DRC IV y de la Directiva Solvencia II— podrían incitar a las entidades financieras y a las compañías de seguros a recurrir a evaluaciones de las agencias de calificación. Por este motivo, en el futuro, el seguimiento debería centrarse en estos dos marcos.

II. Situación del mercado de la calificación crediticia y evaluación de las disposiciones del Reglamento ACC para reforzar la competencia en el mercado de la calificación crediticia

1. Análisis del mercado de las ACC

Situación actual del mercado

El sector de la calificación está dominado actualmente por tres agencias establecidas en los Estados Unidos (S&P, Moody's y Fitch) que aseguran una cobertura geográfica mundial²⁵ de todas las categorías de activos (bonos de empresa, bonos soberanos, instrumentos de financiación estructurada y bonos garantizados²⁶) (véase

²⁵ Por referencia a la ubicación del emisor o el instrumento calificado.

²⁶ Véanse las diferentes categorías de activos en la base de datos CEREP.

también el cuadro 1) y cuya cuota de mercado acumulada en términos de ingresos es de aproximadamente el 92 % en la UE (cuadro 2)²⁷. Si bien es cierto que nuevas empresas han entrado en el mercado europeo de calificación crediticia —compuesto actualmente de 26 agencias de calificación crediticia registradas y 4 agencias de calificación crediticia certificadas²⁸—, la mayoría de las agencias de calificación crediticia más pequeñas califican un número limitado de categorías de activos y sus actividades transfronterizas y su ámbito geográfico son limitados.

²⁷ Cuotas de mercado calculadas a partir de los estados financieros de 2014.

²⁸ Véase la lista actualizada de ACC registradas y certificadas en <https://www.esma.europa.eu/supervision/credit-rating-agencies/risk>.

Cuadro 1: Categorías de calificaciones crediticias atribuidas por agencias de calificación crediticia registradas en la UE entre 2011 y 2015 (fuente AEVM, CEREP)

	2011								2012								2013								2014								2015 (primer semestre)												
ACC	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)		IN	CO								IN	CO								IN	CO								IN	CO								IN	CO						
ARC Ratings, S.A.			CO							FI		CO									CO									CO	SV								CO	SV					SF
ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH		IN									IN										IN									IN									IN						
Axesor SA												CO									CO									CO								CO							SF
BCRA-Credit Rating Agency AD	FI	IN	CO		SS					FI	IN	CO		SS						FI	IN	CO		SS					FI	IN	CO	SV	SS				FI	IN	CO	SV	SS				
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd	FI		CO	SV						FI		CO	SV							FI		CO	SV						FI		CO	SV					FI		CO	SV					
CERVED Group S.p.A.			CO									CO									CO									CO								CO							
Creditreform Rating AG			CO						CB			CO					SF	CB			CO					SF	CB			CO				SF	CB			CO					SF	CB	
CRIF S.p.A.			CO									CO									CO									CO								CO							
Dagong Europe Credit Rating Srl (Dagong Europe)																		FI			CO							FI	IN	CO						FI	IN	CO							
DBRS Ratings Limited	FI	IN	CO	SV	SS	PE		SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB
The Economist Intelligence Unit Ltd																						SV									SV								SV						
Euler Hermes Rating GmbH	FI		CO							FI		CO								FI		CO							FI		CO						FI		CO						
European Rating Agency, a.s.					SS									SS									SS																SS						
EuroRating Sp. zo.o.																					FI		CO						FI		CO						FI		CO						
Feri EuroRating Services AG				SV									SV						FI		CO	SV						FI		CO	SV					FI		CO	SV					SF	
Fitch Ratings Limited	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH	FI		CO							FI		CO								FI		CO							FI		CO						FI		CO						
ICAP Group SA			CO									CO									CO									CO								CO							
INC Rating Sp. zo.o.																																										SS			
modeFinance S.r.l.																																							CO						
Moody's Investors Service Ltd	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB
Rating-Agentur Expert RA GmbH																																						FI	IN	CO	SV		PE		
Scope Ratings AG			CO									CO									CO					SF		FI		CO					SF		FI		CO						SF
Spread Research SAS																					CO									CO								CO							
Standard & Poor's Credit Market Services Europe	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB

Legenda:

FI	Empresas – Entidades financieras	SN	Organizaciones supranacionales
IN	Empresas – Compañías de seguros	SF	Instrumentos de financiación estructurada
CO	Empresas — Sociedades no financieras	CB	Bonos garantizados
SV	Deuda soberana		Agencia no registrada
SS	Deuda subsoberana		
PE	Organismos públicos		

Cuadro 2: Cálculo de la cuota de mercado basada en el volumen de negocios de 2014 de las actividades de calificación crediticia y servicios auxiliares, a nivel de grupo, en la UE

Agencia de calificación crediticia registrada	Cuota de mercado
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)	0,79 %
ARC Ratings, S.A.	0,02 %
ASSEKURATA Assekuranz Ratings-Agentur GmbH	0,21 %
Axesor S.A.	0,61 %
BCRA-Credit Rating Agency AD	0,02 %
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd.	0,12 %
CERVED Group S.p.A.	1,20 %
Creditreform Rating AG	0,50 %
CRIF S.p.A.	0,33 %
Dagong Europe Credit Rating Srl	0,02 %
DBRS Ratings Limited	1,47 %
Euler Hermes Rating GmbH	0,20 %
European Rating Agency, a.s.	0,00 %
EuroRating Sp. Zo.o.	0,00 %
Feri EuroRating Services AG	0,64 %
Fitch Group ²⁹	16,80 %
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH	0,32 %
ICAP Group SA	0,55 %
INC Rating Sp. Zo.o. ³⁰	0,00 %
ModeFinance S.A. ³¹	0,00 %
Moody's Group ³²	34,67 %
Rating-Agentur Expert RA GmbH ³³	0,00 %
Scope Credit Rating GmbH	0,14 %
Spread Research SAS	0,11 %
Standard & Poor's Group ³⁴	40,42 %
The Economist Intelligence Unit Ltd.	0,87 %
Total	100 %

Fuente: AEVM

La estructura oligopolística y extremadamente concentrada del sector de las ACC — tanto en conjunto como en cada categoría de productos— parece indicar que las ACC más grandes que operan a nivel mundial podrían, en principio, ejercer su poder de mercado para subir los precios, en su beneficio, por encima de niveles competitivos a lo largo del tiempo, o restringir la variedad o la calidad de los servicios prestados.

²⁹ Fitch France S.A.S.; Fitch Deutschland GmbH; Fitch Italia S.p.A.; Fitch Polska S.A.; Fitch Ratings España S.A.U.; Fitch Ratings Limited y Fitch Ratings CIS Limited.

³⁰ Registrada con efecto a partir del 27 de octubre de 2015.

³¹ Registrada con efecto a partir del 10 de julio de 2015.

³² Moody's Investors Service Cyprus Ltd; Moody's France S.A.S.; Moody's Deutschland GmbH; Moody's Italia S.r.l.; Moody's Investors Service España S.A.; Moody's Investors Service Ltd; y Moody's Investors Services EMEA Ltd.

³³ Registrada con efecto a partir del 1 de diciembre de 2015.

³⁴ Standard & Poor's Credit Market Services France S.A.S.; Standard & Poor's Credit Market Services Italy S.r.l.; y Standard & Poor's Credit Market Services Europe Limited.

Cada ACC funciona como una plataforma que da acceso a una red de emisores e inversores y en la cual la oferta y la demanda son interdependientes: los emisores prefieren recurrir a las ACC reconocidas por el mayor número de inversores pertinentes y los inversores desean trabajar con las ACC que pueden ofrecer la mayor cobertura de los emisores e instrumentos que les interesan.

Pese a las modificaciones introducidas en el Reglamento ACC en 2013, la concentración en el mercado de las ACC en su conjunto ha aumentado ligeramente (el cálculo se basa únicamente en los ingresos generados por la actividad de calificación). La medición de la cuota de mercado sobre la base del total de ingresos (ingresos generados por la actividad de calificación y por los servicios auxiliares) muestra unos niveles de concentración inferiores que la medición basada en los ingresos procedentes únicamente de la actividad de calificación crediticia. No obstante, la falta de definición y de tratamiento universales de los «servicios auxiliares» dificulta el cálculo de las cuotas de mercado sobre la base del total de ingresos. Estos resultados podrían indicar que los servicios auxiliares constituyen una actividad importante para las ACC más pequeñas, mientras que las ACC más grandes se basan más en los ingresos procedentes de la actividad de calificación. Por otra parte, en lo que respecta al tipo de calificación, ha aumentado la concentración para los bonos de empresa (el mercado más concentrado), mientras que ha disminuido para las calificaciones de deuda soberana e instrumentos de financiación estructurada.

La mayoría de los emisores tienen tendencia a trabajar exclusivamente con una o dos ACC y su elección depende en gran medida de la credibilidad de una ACC entre los inversores, los reguladores y los bancos centrales³⁵. Además, parecen preferir claramente las ACC que aseguran una cobertura mundial, lo que refleja el hecho de que la actividad de calificación crediticia reposa en gran medida en la reputación. Se puede deducir, pues, que la elección de las ACC depende mucho de su imagen.

Un mercado muy concentrado constituye un riesgo para la estabilidad financiera si las ACC se observan mutuamente y emiten dictámenes similares sobre la calidad crediticia de los emisores, como se puso de manifiesto durante la reciente crisis financiera y de la deuda soberana.

Barreras a la entrada en el mercado

La presencia de barreras reglamentarias y relacionadas con el mercado puede dificultar la entrada en el mercado.

A propósito de las barreras reglamentarias, la Asociación Europea de Agencias de Calificación Crediticia (EACRA, por sus siglas en inglés) ha expresado su preocupación por el hecho de que la mayoría de las ACC registradas hayan sido excluidas de la lista de ECAI del Sistema de evaluación del crédito del Eurosistema (ECAF) a efectos de la aceptación de garantías, ya que ello podría obstaculizar la

³⁵ Por ejemplo, desde que el BCE decidió incluir a DBRS en la lista de agencias externas de calificación crediticia (ECAI, por sus siglas en inglés) del ECAF, DBRS tiene un mejor acceso al mercado.

competencia³⁶. Las ECAI deben cumplir, en efecto, una serie de criterios operativos y asegurar una cobertura adecuada: en concreto, han de cumplir los requisitos mínimos de cobertura definidos por el Eurosistema en términos de activos calificados, de emisores calificados y de volumen calificado, diversificados para las categorías de activos y países de la zona del euro admisibles. En consecuencia, solo las ACC que tienen una importancia sistémica para el sistema financiero —a saber, S&P, Moody's, Fitch y DBRS— son actualmente reconocidas como ECAI por el BCE, lo que podría restringir la competencia en el mercado de la calificación crediticia. Como ha señalado la AEVM en su dictamen técnico, «en los dispositivos de evaluación de las garantías de ciertos bancos centrales de la UE, las calificaciones crediticias siguen siendo un factor que puede tener repercusiones importantes en los procedimientos de evaluación interna de los participantes en el mercado financiero». Una manera de paliar este obstáculo a la entrada en el mercado podría consistir en reducir el recurso a las calificaciones en el ECAF del BCE.

Además, ciertas observaciones formuladas en la convocatoria de datos³⁷ citan el coste de la puesta en conformidad como otro de los obstáculos a la entrada de nuevos participantes en el mercado, sobre todo para las ACC más pequeñas. Para poder registrarse como ACC, las empresas deben demostrar que cumplen los requisitos del Reglamento ACC. Aunque las ACC más pequeñas están exentas de ciertas obligaciones, las partes interesadas del sector estiman que los requisitos reglamentarios favorecen a las ACC dominantes, ya que es muy costoso para las ACC pequeñas satisfacer los requisitos de puesta en conformidad³⁸. Además, en caso de que existan, los umbrales por encima de los cuales son aplicables disposiciones suplementarias se consideran obstáculos potenciales a la expansión de las ACC (especialmente en el contexto de los bonos de empresa, pero también para los IFE). En general, se ha de encontrar un equilibrio entre la proporcionalidad de las normas que deberían aplicarse a las ACC más pequeñas y la necesidad de garantizar la calidad y la transparencia de sus calificaciones.

La reciente adopción por la Comisión de las normas técnicas de ejecución para establecer la correspondencia de las ECAI³⁹, siguiendo el dictamen técnico de las

³⁶ EACRA, documento estratégico: *ECB criteria for acceptance of Credit Rating Agencies as ECAI sources for ECAF purposes* (Criterios del BCE para la aceptación de las agencias de calificación crediticia como ECAI a efectos del ECAF), 26 de febrero de 2016.

³⁷ El documento de consulta y los resultados de la convocatoria de datos están disponibles en la siguiente dirección:
http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/financial-regulatory-framework-review/index_en.htm.

³⁸ Por ejemplo, la obligación de disponer de un consejo de vigilancia independiente compuesto por empleados a tiempo completo y de un encargado de la verificación de la conformidad a tiempo completo, las obligaciones de información y publicación y la obligación de informar a las entidades calificadas antes de la publicación oficial de sus calificaciones.

³⁹ Reglamento de Ejecución (UE) de la Comisión por el que se establecen normas técnicas de ejecución relativas a la correspondencia de las evaluaciones crediticias de las agencias externas de calificación crediticia para el riesgo de crédito de conformidad con el artículo 136, apartados 1 y 3, del Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo; Reglamento de Ejecución (UE) de la Comisión por el que se establecen normas técnicas de ejecución relativas a la asignación de las evaluaciones crediticias de las agencias externas de calificación crediticia a una escala objetiva de grados de calidad crediticia de conformidad con la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo; y Reglamento de Ejecución (UE) de la Comisión por el que se

autoridades europeas de supervisión (AES), permitirá finalmente a los bancos y las aseguradoras europeas recurrir a ACC más pequeñas en los marcos de capital reglamentario. Esta puesta en correspondencia podría crear nuevas perspectivas en lo que respecta al recurso a ACC más pequeñas y favorecer el desarrollo del mercado.

En cuanto a las barreras asociadas a la dinámica del mercado, el principal obstáculo a la entrada de nuevos participantes —además de que la demanda de nuevas ACC parece insuficiente— estriba en el hecho de que el mercado de la calificación crediticia reposa en gran medida en la reputación. Por consiguiente, los nuevos operadores —que suelen ser poco o nada conocidos entre los inversores— tienen dificultades para compensar su falta de resultados anteriores y su insuficiente cobertura geográfica. Además, los nuevos operadores deben constituirse una clientela para superar los «efectos de red» en el sector, que favorecen a las ACC más grandes en detrimento de las pequeñas, ya que las calificaciones de las agencias más grandes facilitan el acceso al mercado de los productos calificados.

Honorarios

Entre las modificaciones introducidas en 2013 en el Reglamento ACC figura una disposición en virtud de la cual los honorarios que las ACC cobran a sus clientes por la prestación de servicios de calificación crediticia y servicios auxiliares no deben ser discriminatorios y deben basarse en los costes reales.

En sus respuestas a la convocatoria de datos, algunos compañías de seguros declararon que las ACC parecen estar cobrando a los participantes del mercado costes adicionales (hasta un 80 % más elevados) por el uso de información relativa a las calificaciones crediticias en sus informes a las autoridades nacionales competentes, lo que provoca un incremento de los costes de puesta en práctica de la Directiva Solvencia II (según datos de la Asociación de Mutuas y Cooperativas de Seguros de Europa).

En virtud del Reglamento ACC, la AEVM tiene la facultad de supervisar a las ACC para garantizar que los honorarios cobrados a los clientes no son discriminatorios y se basan en los costes reales. La Comisión invita a la AEVM a velar por que los honorarios cobrados a las compañías de seguros respeten estrictamente el Reglamento ACC.

Evolución prevista del mercado de las ACC

En los próximos años se introducirán una serie de medidas con miras a reforzar la competencia en el mercado de las ACC, entre las que cabe destacar la Plataforma Europea de Calificación, que mejorará la visibilidad de las calificaciones crediticias emitidas por las ACC más pequeñas y la comparabilidad de las calificaciones de un mismo instrumento por ACC diferentes. La puesta en correspondencia de las calificaciones crediticias externas, adoptada recientemente en el marco del RRC y de la Directiva Solvencia II, también busca garantizar un trato justo para las

establecen normas técnicas de ejecución relativas a la correspondencia de las evaluaciones crediticias de las agencias externas de calificación crediticia para la titulación de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo.

calificaciones emitidas por todas las ACC, independientemente de su tamaño, al tiempo que permite a las autoridades de supervisión prudencial velar por que las ACC de importancia sistémica estén sujetas a medidas de salvaguarda eficaces.

2. Impacto y evaluación de las disposiciones del Reglamento ACC en materia de competencia

Las modificaciones introducidas en 2013 en las disposiciones del Reglamento ACC en materia de competencia tenían como objetivo general reforzar la competencia entre las ACC y estimular el recurso a las ACC más pequeñas. En concreto, estas modificaciones introdujeron una doble calificación obligatoria para los instrumentos de financiación estructurada (**artículo 8 quater**), un incentivo para designar por lo menos a una ACC pequeña en caso de doble calificación (**artículo 8 quinquies**), comunicaciones generales y periódicas (**artículo 11, apartado 2**) y la creación de una Plataforma Europea de Calificación (PEC) (**artículo 11 bis**).

Artículo 8 quater

Con arreglo al artículo 8 *quater*, los emisores deben solicitar dos calificaciones crediticias para los instrumentos de financiación estructurada con el fin de garantizar una segunda calificación independiente.

Esta disposición solo podría tener impacto en el mercado si la segunda calificación se publicara o se diera a conocer a los inversores; en tal caso, los inversores y los emisores tendrían la posibilidad de comparar las calificaciones crediticias atribuidas a un mismo instrumento financiero, lo que podría aumentar los costes de reputación de las ACC, pues la existencia de grandes diferencias entre las calificaciones emitidas por distintas ACC podría suscitar dudas sobre la calidad de las propias calificaciones.

Por otra parte, si los inversores saben que los emisores han de recabar una segunda calificación, aun cuando no exista ninguna obligación legal de publicarla, siempre cabe la posibilidad de que la soliciten. Los instrumentos financieros para los cuales no se haga pública la segunda calificación podrían ser percibidos, pues, como instrumentos de menor calidad.

En general, el número de ACC que califican instrumentos de financiación estructurada ha aumentado, lo que indica que los emisores solicitan efectivamente calificaciones suplementarias, no solo de las grandes ACC —que ya calificaban este tipo de instrumentos—, sino también de ACC pequeñas. Esta medida parece pues beneficiosa para el segmento de mercado de los instrumentos de financiación estructurada.

Artículo 8 quinquies

En virtud del artículo 8 *quinquies*, cuando un emisor o un tercero vinculado se proponga designar por lo menos a dos ACC para la calificación crediticia de la misma emisión o entidad, el emisor o un tercero vinculado debe considerar designar por lo menos a una agencia de calificación crediticia con una cuota de mercado no superior al 10 % del mercado total, siempre que pueda ser evaluada por el emisor o un tercero vinculado como capaz de calificar la emisión o la entidad en cuestión y que una de las ACC más pequeñas esté disponible para emitir una calificación.

Además, en los casos en que el emisor o un tercero vinculado no designe por lo menos a una ACC más pequeña, debe hacerse constar este extremo.

Esta medida aún no se ha puesto en práctica ni se ha ejecutado plenamente a nivel nacional, por lo que todavía es pronto para evaluar el impacto del artículo 8 *quinquies*. Por otra parte, aún es imposible determinar, mediante la base de datos CEREP⁴⁰, el número de entidades e instrumentos que cuentan con varias calificaciones (pero la PEC permitirá a los inversores saber qué ACC ha emitido una calificación crediticia en relación con una entidad o instrumento determinados).

Es posible que las ACC pequeñas no tengan ni la experiencia ni la reputación necesarias para que los emisores recurran a ellas espontáneamente para una segunda calificación (que, por lo demás, no es obligatoria a menos que la emisión en cuestión sea un instrumento de financiación estructurada). La incidencia depende de si los emisores optan por solicitar la segunda calificación de una ACC más pequeña o por explicar por qué no lo hacen.

Además, es posible que los emisores carezcan de incentivos para cambiar de ACC por el principio «aplicar o explicar», dado que el artículo 8 *quinquies* no tiene carácter vinculante. Para mejorar la eficacia de esta disposición, la AEVM ha aprobado el mandato de un grupo de trabajo temporal sobre la información que hay que documentar y notificar al considerar la designación de varias ACC, a fin de ayudar a las autoridades sectoriales competentes en sus funciones de vigilancia en virtud de los artículos 8 *quater* y 8 *quinquies* del Reglamento ACC⁴¹.

Por último, el uso y eficacia del cálculo de la cuota de mercado exigido por el artículo ha suscitado preocupación, ya que la cuota de mercado se calcula no solo en función de los ingresos generados por las actividades de calificación crediticia, sino también en función de los generados por los servicios auxiliares. Este cálculo también puede resultar engañoso, pues no existe una definición clara de «servicios auxiliares». Las ACC pequeñas y los nuevos operadores han declarado, en efecto, desconocer las modalidades de aplicación de este artículo y han reclamado la publicación de directrices emitidas a nivel de la UE o de los Estados miembros.

Artículo 11, apartado 2

En virtud del artículo 11, apartado 2, las agencias de calificación crediticia deben comunicar los datos sobre las calificaciones crediticias que emiten —incluidas las calificaciones no solicitadas— al registro central de la AEVM (la base de datos CEREP). Esta disposición tiene por objetivo permitir a los inversores comparar los datos de diferentes ACC y examinar los resultados de las calificaciones emitidas por una ACC en particular.

⁴⁰ La base de datos CEREP recoge datos sobre las calificaciones crediticias emitidas por ACC registradas y certificadas y sobre las calificaciones crediticias refrendadas por ACC registradas, así como sobre las calificaciones emitidas en un tercer país por ACC no certificadas ni registradas en la UE, pero que pertenecen al mismo grupo. Parte de la información contenida en la base de datos CEREP está a disposición del público en el sitio web de la AEVM.

⁴¹ Véanse también la sección «Preguntas más frecuentes», las orientaciones y demás instrumentos de la AEVM, así como el modelo de notificación común y sus instrucciones correspondientes.

El artículo 11, apartado 2, podría beneficiar más a los inversores experimentados que a los inversores legos, porque aunque toda la información está públicamente disponible, la comparación de los resultados de las ACC requiere tiempo y competencias.

La publicación de estos datos puede aumentar la visibilidad de las ACC pequeñas y ayudarlas a superar la barrera de entrada relacionada con la reputación.

Artículo 11 bis

En virtud del artículo 11 *bis*, el CEREP se incorporará a la Plataforma Europea de Calificación (en lo sucesivo, «PEC»), un sitio web gestionado por la AEVM que publicará todas las calificaciones crediticias emitidas por las ACC registradas y certificadas.

La PEC ha sido establecida para incrementar la cantidad de información a disposición de los inversores y dar visibilidad a las ACC más pequeñas, ya que la publicación de todas las calificaciones en un sitio web podría reforzar su confianza en estas agencias. Sin embargo, como las ACC utilizan métodos diferentes, no es posible proceder a comparaciones simples entre las calificaciones.

Cabe destacar asimismo que las «calificaciones por cuenta del inversor» —que son elaboradas exclusivamente para inversores y se les comunican a cambio de honorarios— no se incluyen en la PEC para no socavar este tipo de modelo de negocio.

La PEC no está aún plenamente operativa, por lo que todavía es pronto para evaluar su impacto en la competencia. Habida cuenta de la importancia que revisten la visibilidad y la reputación en el sector de la calificación crediticia, los efectos de esta disposición en la competencia deberán supervisarse una vez que la plataforma esté plenamente operativa.

3. Evaluación global

Al parecer, el número de calificaciones en todas las categorías de activos que emiten las ACC pequeñas y los nuevos operadores sigue siendo irrelevante y la competencia entre las ACC es débil, a juzgar por las frecuentes subidas de los honorarios y el alto nivel de los honorarios cobrados por las ACC más grandes.

Cabe destacar asimismo, sin embargo, que el mercado de la calificación crediticia es un mercado especial, basado principalmente en la reputación entre los inversores y los emisores. Habida cuenta del importante lugar que ocupa la reputación en este mercado, la adopción de medidas que impongan una elección de ACC distinta de la que hubieran hecho los emisores y valorado los inversores puede tener consecuencias no deseadas, sin ni siquiera contribuir realmente a promover nuevas entradas en el mercado.

El Reglamento ACC creó un marco propicio para reforzar la competencia en el sector de las ACC.

En términos generales, el artículo 8 *quater*, leído en relación con el artículo 8 *quinquies*, el artículo 11, apartado 2, y el artículo 11 *bis*, podría dar lugar a un aumento de la demanda de las ACC pequeñas para las calificaciones de los IFE. Por otra parte, la aplicación del artículo 11 *bis* y del artículo 11, apartado 2 —que requieren que la información relativa a la segunda calificación sea accesible al público— podría reforzar el impacto del artículo 8 *quater*, gracias a lo cual los inversores podrían ejercer una presión aún mayor sobre las ACC para que compitan sobre el plano de la calidad.

El Reglamento ACC también ha dado más visibilidad a las ACC que operan en la UE, por ejemplo gracias al registro en la AEVM y la publicación de la información sobre las calificaciones crediticias emitidas. Por lo demás, el refuerzo de las medidas de transparencia ha servido para concienciar acerca de la existencia de las ACC pequeñas. Por último, la emisión —y la publicación— de calificaciones no solicitadas parece ser una herramienta eficaz para incrementar la visibilidad de las ACC pequeñas y para permitirles adquirir una reputación.

En conclusión, aunque algunas medidas se encuentran aún en el proceso de puesta en práctica, la Comisión no espera un cambio rápido en el sector oligopolístico de la calificación. El análisis y el dictamen técnico de la AEVM muestran, sin embargo, que se necesita más tiempo para poder evaluar plenamente el impacto de las medidas recientemente introducidas en el Reglamento ACC en lo que respecta a la competencia en el mercado de las ACC.

III. Impacto y evaluación de las disposiciones del Reglamento ACC en materia de gobernanza

Habida cuenta de que el mercado de la calificación crediticia sigue estando dominado por tres grandes ACC y que las nuevas ACC se enfrentan a diversas barreras de entrada en el mercado, es de la máxima importancia velar por que las ACC, en particular las ya existentes, tengan un comportamiento ejemplar y emitan calificaciones de gran calidad. Este objetivo solo podrá lograrse mediante obligaciones reglamentarias adecuadas que, en última instancia, contribuirán también a la elaboración de calificaciones de gran calidad y, por ende, a la estabilidad del mercado.

La reciente crisis financiera ha sacado a la luz, entre otras cosas, problemas de calidad y de independencia de las calificaciones crediticias. Suscitan particular inquietud los posibles conflictos de intereses entre emisores y agencias de calificación crediticia como consecuencia del modelo «el emisor paga» y las antiguas y estrechas relaciones entre los emisores. Preocupa además la falta de independencia de las ACC cuando califican instrumentos emitidos por sus accionistas, así como la falta de independencia y cualificaciones de los analistas de calificación. Por otra parte, a raíz de la crisis financiera, se ha considerado necesario reforzar la transparencia en lo que respecta a los productos de financiación estructurada, para que los inversores puedan evaluar por sí mismos la calidad crediticia de estos complejos productos. Para abordar estas cuestiones, en la última revisión del Reglamento ACC se introdujeron una serie de disposiciones en relación con los conflictos de intereses (1), los IFE (2) y los modelos de retribución (3). El objetivo de

esta sección es determinar si tales disposiciones son eficaces o si son necesarias nuevas mejoras.

1. Conflicto de intereses

El Reglamento ACC incluye una serie de disposiciones que tratan de la prevención y la gestión de las situaciones de conflicto de intereses. El objetivo general es garantizar la independencia de las ACC y, por ende, la calidad de sus calificaciones, así como reforzar la confianza de los inversores en el funcionamiento del mercado financiero en general.

La designación de administradores no ejecutivos independientes a que se refiere el Reglamento ACC constituye un factor decisivo para asegurar la eficacia de los sistemas de control interno y la detección de conflictos de intereses. Las personas designadas para este cargo deben poseer un nivel mínimo de conocimientos y gozar de la debida honorabilidad. La AEVM ha manifestado su voluntad de desempeñar un papel más activo en este sentido, a fin de garantizar el mantenimiento constante de niveles de gobernanza elevados en las ACC.

El Reglamento ACC prevé normas y procedimientos internos aplicables a los analistas y otras personas que intervienen en el proceso de calificación, a fin de detectar y gestionar los conflictos de intereses que pudieran surgir durante el mismo. Estas disposiciones se complementan con los requisitos detallados enunciados en el anexo I del Reglamento ACC. Las normas en materia de exención aplicables a las ACC pequeñas contribuyen a garantizar que los efectos del Reglamento ACC en las ACC de diferentes tamaños sean proporcionados.

La presión ejercida por los accionistas sobre las ACC podría comprometer la independencia de estas últimas cuando califican a sus propios accionistas o a instrumentos financieros emitidos por estos. Las disposiciones que imponen limitaciones a las participaciones en el capital reducen este riesgo y aseguran la independencia de las ACC y la calidad de sus calificaciones. La aplicación práctica de estas disposiciones sigue, sin embargo, sin estar clara, ya que actualmente no existe una definición común del término «accionista» a nivel europeo.

El Reglamento ACC establece un conjunto de requisitos en materia de conocimientos, competencias y comportamiento de los analistas de calificación y otros empleados de una ACC que intervienen en el proceso de calificación. La implantación de un mecanismo de rotación progresiva para estas personas permitiría asegurar la independencia de las calificaciones. Sin embargo, la rotación del personal podría generar costes asociados a la transferencia de un analista a otra cartera.

La labor que desarrolla actualmente la AEVM en relación con las directrices sobre la validación y la revisión de los métodos de las ACC⁴² podría permitir aclarar los procedimientos internos de conformidad y de gestión del riesgo adoptados por las

⁴² Véase el documento de consulta en el sitio web de la AEVM <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-validation-and-review-cras%E2%80%99methodologies-guidelines>.

ACC y, de esta manera, disponer de una definición más clara del concepto «método de calificación», teniendo en cuenta la definición del Código de la OICV de 2015⁴³.

El actual nivel de sanciones no parece ser proporcionado respecto al volumen de negocios de las ACC, especialmente en el caso de las grandes agencias. Las sanciones que la AEVM puede imponer hoy en día no tienen en la práctica ningún efecto disuasorio⁴⁴. Por consiguiente, la Comisión seguirá reflexionando sobre el régimen sancionador previsto en el Reglamento ACC, que difiere de los regímenes previstos en la legislación europea más reciente.

2. Disposiciones relativas a los IFE y eventual ampliación a otros productos financieros

La disposición del Reglamento ACC relativa a la rotación obligatoria entre una ACC y un emisor (artículo 6 *ter*) se limita a la emisión de retitulizaciones complementada por un período de espera máximo de cuatro años, durante el cual una ACC no puede emitir calificaciones crediticias sobre retitulizaciones con activos subyacentes de la misma entidad originadora. Se ha introducido una exención para atenuar los efectos potencialmente gravosos de esta disposición para las ACC pequeñas.

El artículo 8 *ter* del Reglamento ACC obliga a la AEVM a crear un sitio web para la publicación de la información sobre los IFE. La AEVM ha anunciado recientemente que, debido a una serie de dificultades en los trabajos preparatorios para la puesta en funcionamiento del sitio web, es poco probable que este esté disponible para las entidades encargadas de presentar los informes en el plazo previsto, que expira el 1 de enero de 2017.

El artículo 6 *ter* y el artículo 8 *ter* aún no se han puesto en práctica ni se han aplicado. En relación con la doble calificación crediticia obligatoria de los IFE contemplada en el artículo 8 *quater*, parece que, por el momento, el número de ACC que califican diferentes categorías de activos es insuficiente para que las posibilidades de elección existentes permitan que la competencia funcione de manera eficaz. A la vista de lo hasta aquí expuesto, la eventual ampliación a otros productos financieros del mecanismo de rotación obligatoria y de las disposiciones en materia de publicación de información aplicables a los IFE parece hoy por hoy prematura, dado que los datos actualmente disponibles para analizar el impacto de estas disposiciones en la práctica de la calificación crediticia son insuficientes. La Comisión continuará siguiendo la evolución del mercado a medida que vayan siendo aplicables las disposiciones pertinentes del Reglamento ACC.

3. Modelos de retribución alternativos

⁴³ Informe final 2015 de la OICV, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies Final Report* (Fundamentos del Código de conducta en materia de calificación), disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD482.pdf>.

⁴⁴ A modo de comparación, en los Estados Unidos, la *Securities and Exchange Commission* impuso, en enero de 2015, sanciones globales por valor de 77 millones USD por una serie de infracciones a la Ley federal sobre los valores mobiliarios cometidas por Standard & Poor's, <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-10.html>.

Desde la puesta en práctica del Reglamento ACC, el sector de la calificación ha registrado pocos cambios desde el punto vista de los modelos de retribución, especialmente en el caso de las calificaciones de bonos de empresa e IFE. El modelo de retribución dominante y más utilizado en el mercado de las ACC es el modelo «el emisor paga», en el que quienes pagan a las ACC son los emisores que solicitan calificaciones crediticias para sus productos de inversión.

Entre los otros ejemplos de modelos de retribución cabe mencionar el modelo «intereses propios en juego», en el que los inversores elaboran calificaciones para proyectos que financian en parte mediante la titularidad de los instrumentos emitidos o en el que las ACC son retribuidas recibiendo los instrumentos que califican y conservándolos hasta su vencimiento⁴⁵, y el modelo «la plataforma paga», que introduce un intermediario en el mercado para la financiación y el establecimiento de la calificación. El modelo «se paga según los resultados» impone a cada ACC la obligación de pagar un porcentaje fijo de sus ingresos a un fondo común, que a continuación lo transfiere a la ACC que registra los mejores resultados. Este sistema incita a las ACC a mejorar la exactitud de sus calificaciones, pero puede acabar creando incertidumbre en cuanto a la eficacia del mecanismo de incentivo. Las calificaciones crediticias también pueden ser establecidas por organizaciones sin ánimo de lucro o ser financiadas por las administraciones públicas. La intervención de las administraciones públicas en la asignación de las ACC a los emisores podría entrañar un riesgo de fragmentación de los mercados en función de las fronteras nacionales y podría desencadenar igualmente, en su caso, conflictos de intereses en el sector, en particular por lo que se refiere a la emisión de calificaciones de deuda soberana y subsoberana.

Como la Comisión indicó en su evaluación de impacto de 2011, todos los posibles modelos de retribución conllevan un riesgo de conflicto de intereses. Por consiguiente, el Reglamento ACC no prescribe el uso de un modelo de retribución en particular, ya que no existen motivos para privilegiar un modelo sobre otro.

En la actualidad, los modelos de retribución alternativos apenas se utilizan en la práctica de forma aislada, y las ACC prefieren generalmente utilizar modelos híbridos. Las calificaciones crediticias se emiten, para ciertos clientes, siguiendo el modelo «el emisor paga» y, para otros, el modelo «el inversor paga» o por suscripción. En su análisis, la AEVM concluye que esta flexibilidad en la elección del modelo de retribución debería mantenerse, de modo que los operadores del mercado sigan teniendo libertad para elegir el modelo que mejor convenga a su estrategia de mercado.

4. Evaluación global

Habida cuenta del análisis anterior, las disposiciones del Reglamento ACC en materia de gobernanza parecen tener un carácter fundamentalmente preventivo, al tiempo que contribuyen decisivamente a la independencia de las ACC. A pesar de que, según el dictamen técnico de la AEVM, algunas disposiciones podrían generar costes de aplicación para las ACC, al obligarlas a modificar sus sistemas informáticos, sus

⁴⁵ El modelo se sustenta en el supuesto de que la entidad que elabora la calificación —y que invierte en los valores calificados— tiene un interés manifiesto en que la calificación sea fiel a la realidad.

actividades de formación, sus procedimientos de conformidad y sus procedimientos jurídicos, el marco de gobernanza recientemente introducido para las ACC debería, en conjunto, resultar ventajoso a largo plazo.

Aunque los cambios podrían no ser inmediatamente visibles en la práctica de la calificación crediticia, las disposiciones cumplen sin embargo su objetivo de ofrecer a los reguladores los instrumentos necesarios para supervisar las ACC que no observan las disposiciones del Reglamento ACC en materia de gobernanza. Con todo, podría ser necesario revisar el régimen sancionador del Reglamento ACC para hacer de él un mecanismo de disuasión creíble y proporcionado.

IV. Idoneidad y viabilidad del establecimiento de una Agencia Europea de Calificación Crediticia

En respuesta a los problemas planteados por el carácter procíclico de la publicación de las calificaciones que salieron a la luz a raíz de la reciente crisis de la deuda soberana en la UE, el Reglamento ACC fue modificado en 2013 mediante la introducción de nuevas medidas destinadas a reforzar la transparencia de las calificaciones de la deuda soberana. El artículo 8 *bis* del Reglamento ACC obliga ahora a las ACC a publicar cada año un calendario en el que se deben fijar las fechas de publicación de sus calificaciones soberanas respectivas.

Además, en un informe de 2015⁴⁶, la Comisión analizó la idoneidad de desarrollar una evaluación europea de la calidad crediticia y examinó si las fuentes de información existentes son suficientes y adecuadas para permitir a los inversores realizar su propia evaluación del riesgo crediticio de los emisores soberanos. En su informe, la Comisión llegó a la conclusión de que la introducción de una evaluación europea de la calidad crediticia apenas aportaría valor añadido a la información ya facilitada por varias fuentes en el marco del régimen de vigilancia presupuestaria y macroeconómica (por ejemplo, los informes publicados en el marco del Semestre Europeo). Dicha medida tampoco mejoraría el nivel de información de los inversores institucionales, que ya disponen de datos suficientes por medio de canales públicos y privados. Por otra parte, los inversores que operan en el mercado mundial de bonos soberanos se suelen basar más en los datos facilitados por las instituciones internacionales, como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial.

CONCLUSIÓN

Las calificaciones crediticias externas siguen desempeñando un papel importante a ciertos niveles del marco normativo de la UE aplicable al sector financiero, especialmente en lo que respecta a los bancos y las compañías de seguros. No obstante, la Comisión considera que, hoy por hoy, no existen alternativas viables que puedan sustituir por completo a las calificaciones crediticias externas. En este contexto, las autoridades de supervisión deberían seguir disuadiendo a los participantes en el mercado del uso automático de calificaciones crediticias,

⁴⁶ Informe de la Comisión al Parlamento Europeo y al Consejo sobre la idoneidad del desarrollo de una evaluación europea de la calidad crediticia de la deuda soberana, Bruselas, 23.10.2015, COM(2015) 515, disponible en <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:52015DC0515>.

promoviendo el uso de instrumentos alternativos, como los contemplados en la sección I.2, para complementar las calificaciones crediticias externas. La Comisión, por su parte, seguirá supervisando la evolución del mercado.

Por lo que se refiere a la competencia, la Comisión también seguirá supervisando la evolución del mercado en respuesta a la aplicación del Reglamento ACC, antes de considerar la adopción de nuevas medidas. Este extremo reviste especial importancia, ya que algunas de las disposiciones se encuentran aún en fase de puesta en práctica y será necesario algún tiempo para evaluar sus beneficios.

A fin de favorecer la entrada de nuevos operadores y fomentar una mayor competencia en el mercado de las ACC, es indispensable disponer de un marco normativo proporcionado que no imponga costes excesivos. Como seguimiento a su convocatoria de datos, la Comisión seguirá supervisando la aplicación del Reglamento ACC a las ACC más pequeñas, en particular sobre la cuestión de la proporcionalidad.

En términos más generales, la Comisión procurará evitar y reducir aún más los obstáculos reglamentarios a la entrada en el mercado, como lo ha hecho recientemente al modificar el proyecto de normas técnicas de ejecución sobre la puesta en correspondencia de las calificaciones crediticias, propuesto por las autoridades europeas de supervisión. Fomentará igualmente la aceptación más amplia posible de las ACC más pequeñas, en particular en el marco del ECAF del BCE.

Pese a los esfuerzos desplegados para estimular una mayor competencia, la evolución reciente indica que el mercado de las calificaciones crediticias podría seguir siendo un oligopolio muy concentrado en un futuro próximo. En este contexto, es esencial velar por que las agencias de calificación estén sujetas a un marco normativo estricto, respaldado por un régimen sancionador creíble con niveles de sanciones proporcionadas que tengan un efecto disuasorio eficaz. Además, la existencia de procedimientos internos eficaces en materia de conformidad y de gobernanza es particularmente importante para garantizar la calidad de las calificaciones crediticias externas en un mercado caracterizado por una presión competitiva limitada, y el Reglamento ACC ha introducido requisitos que servirán para reforzar estos procedimientos.

En relación con los IFE, es demasiado pronto para evaluar el impacto del Reglamento ACC, ya que algunas disposiciones pertinentes todavía no se han aplicado en la práctica. En este contexto, no parece oportuno, por el momento, contemplar la posibilidad de ampliar las disposiciones correspondientes del Reglamento ACC a otros productos financieros.

Por lo que se refiere a la obligación de información contemplada en el artículo 39 *ter*, apartado 2, párrafo segundo, del Reglamento ACC, y habida cuenta del informe de la Comisión de 2015 sobre la idoneidad del desarrollo de una evaluación europea de la calidad crediticia de la deuda soberana, la Comisión considera que no es necesario, por el momento, crear una agencia europea de calificación crediticia especializada en la deuda soberana ni una fundación europea de calificación crediticia para las demás calificaciones crediticias. Además, en la práctica, el establecimiento de estas agencias

comunes podría generar más costes que el posible valor añadido que aportaría al mercado de la calificación crediticia.

En general, las disposiciones del Reglamento ACC deberían tener un impacto positivo a largo plazo en el mercado de la calificación crediticia. Actualmente, nada indica que estas disposiciones puedan tener consecuencias negativas para las ACC o para los emisores. Dado que aún no se han puesto en práctica todas las disposiciones del Reglamento ACC, conviene continuar asegurando el seguimiento del mercado de la calificación crediticia a fin de evaluar el impacto global de este marco legislativo.