

Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica 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

COM(2011) 746 final — 2011/0360 (COD)

(2012/C 229/12)

Ponente: **Jörg Freiherr FRANK VON FÜRSTENWERTH**

El 9 de febrero de 2012, conforme al artículo 53.1 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, el Consejo decidió consultar al Comité Económico y Social Europeo sobre la

Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica 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

COM(2011) 746 final — 2011/0360(COD).

La Sección Especializada de Mercado Único, Producción y Consumo, encargada de preparar los trabajos del Comité en este asunto, aprobó su dictamen el 8 de mayo de 2012.

En su 481º Pleno de los días 23 y 24 de mayo de 2012 (sesión del 23 de mayo de 2012), el Comité Económico y Social Europeo aprobó por 130 votos a favor y 4 abstenciones el presente Dictamen.

1. Conclusiones y recomendaciones

1.1 El presente dictamen se integra en la serie de trabajos del Comité que, como parte del análisis de la crisis de los últimos años, se ocupan de la regulación de las agencias de calificación crediticia⁽¹⁾. El Comité recientemente valoró positivamente que la Comisión intente eliminar las graves deficiencias en materia de transparencia, independencia, conflicto de intereses y calidad de las calificaciones y de los métodos de calificación por medio de nuevos actos legislativos⁽²⁾. Al mismo tiempo expresó su decepción por el hecho de que se haya respondido con tanto retraso y de forma tan incoherente al déficit de regulación de las agencias de calificación crediticia.

1.2 La propuesta de Directiva modifica formalmente la Directiva relativa a los OICVM (organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios) y la Directiva sobre los gestores de fondos de inversión alternativos (FIA). Las principales modificaciones se refieren a la gestión de riesgos, a fin de limitar o evitar la aceptación automática y mecánica de calificaciones externas sin un examen previo. Estas disposiciones van acompañadas de una modificación del Reglamento relativo a las agencias de calificación crediticia, sobre el cual el Comité ya emitió un dictamen⁽³⁾. Los contenidos de ambas propuestas legislativas guardan una estrecha relación entre sí.

1.3 El Comité acoge con beneplácito que, con esta propuesta, se haya abordado el problema del recurso excesivo de los operadores del mercado a las calificaciones para los OICVM y FIA (fondos de inversión alternativos), y se intente evitar un

comportamiento gregario por parte de los operadores financieros debido a las deficiencias de las calificaciones. Es necesario que estos esfuerzos engloben todo el Derecho de la Unión, las legislaciones nacionales y los contratos privados.

1.4 El Comité considera correcto el enfoque de la normativa, consistente en especificar las disposiciones para la gestión de riesgos de los OICVM y FIA. No obstante, destaca los problemas que podrían tener las pequeñas entidades financieras para constituir capacidades propias para el análisis de riesgos. Por ello, propone incluir en los actos delegados disposiciones que regulen la cooperación para desarrollar a nivel externo los conocimientos especializados, a fin de reforzar la independencia de las pequeñas entidades financieras respecto de las agencias de calificación crediticia externas. El Comité se opone resueltamente a la formulación de exigencias que permitan a las pequeñas y medianas empresas externalizar la decisión sobre la calidad crediticia de una inversión.

1.5 El Comité considera necesario redoblar esfuerzos para desarrollar procedimientos y normas para los procesos de gestión de riesgos que puedan utilizarse como una alternativa a las calificaciones.

1.6 El Comité recalca la necesidad de proceder de forma conjunta a escala del G-20. El déficit de regulación a nivel mundial solo puede corregirse si existe una coherencia mínima entre los ordenamientos jurídicos nacionales.

1.7 El Comité reitera su escepticismo, que ya expresó ampliamente en su dictamen de 12 de marzo de 2012⁽⁴⁾, en el sentido de que ni siquiera la propia evaluación de los riesgos por parte de los operadores de los mercados financieros y un

⁽¹⁾ Véanse, sobre todo, DO C 277 de 17.11.2009, p. 117 y DO C 54 de 19.2.2011, p. 37.

⁽²⁾ DO C 181 de 21.6.2012, p. 68 sobre la «Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia» COM(2011) 747 final. - 2011/0300 (COD).

⁽³⁾ Véase la nota 2.

⁽⁴⁾ Véase la nota 2.

menor recurso a calificaciones externas garantiza la objetividad de las decisiones adoptadas por dichos operadores y la inclusión de todos los aspectos pertinentes, en lo que respecta a las consecuencias de la evaluación. Considera que uno de los problemas fundamentales de la evaluación de riesgos es la credibilidad (e independencia) de las calificaciones emitidas por las agencias, que en los últimos años han resultado incorrectas o se han visto influenciadas por los intereses, la mentalidad y las estructuras de su mercado extraeuropeo o los intereses de los emisores que las financian. En estas circunstancias, el Comité exhorta a los interesados a que, al debatir la regulación de las agencias de calificación crediticia, no pierdan de vista que estas en un pasado muy reciente han perjudicado, directa o indirectamente, a todos los sectores de la sociedad de modo prolongado. Por ello, el Comité lamenta que los esfuerzos para crear una agencia europea de calificación crediticia independiente aún no hayan tenido éxito.

2. Resumen y ámbito de aplicación de la propuesta

2.1 La propuesta forma parte de las medidas adoptadas como consecuencia de la crisis bancaria inicial, que posteriormente se convirtió en una crisis financiera y finalmente en una crisis de la deuda soberana en relación con la supervisión de las agencias de calificación crediticia. Desde el 7 de diciembre de 2010, fecha en la que entró en vigor plenamente el Reglamento relativo a las agencias de calificación crediticia, estas están obligadas a cumplir un código de conducta que pretende contener los conflictos de intereses y garantizar que los procesos de calificación sean de alta calidad y ofrezcan una determinada transparencia. El 11 de mayo de 2011 se modificó dicho Reglamento⁽⁵⁾ para encargar a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) la supervisión de las agencias de calificación crediticia registradas en la UE.

2.2 Sin embargo, el Reglamento relativo a las agencias de calificación crediticia y su modificación de mayo de 2011 no resuelven un problema que las crisis contribuyeron a crear: el riesgo de que los operadores de los mercados financieros, en particular los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) y los fondos de inversión alternativos (FIA) basen sus sistemas de gestión de riesgos en gran medida y de «forma automática» en calificaciones (externas) y, de este modo, no lleven a cabo sus propias evaluaciones de riesgos y su propio deber de diligencia. Los actores del sector financiero se ven tentados a hacerlo por consideraciones de costes y simplificación. Sin embargo, el peligro para el público en general reside en que se produzca un «comportamiento gregario»⁽⁶⁾ entre los operadores del mercado. En caso de que una categoría de inversión pierda valor, al actuar de forma automática, dirigidos por las mismas calificaciones, puede producirse una venta masiva de títulos de deuda que puede poner en peligro la estabilidad financiera. Las políticas procíclicas y los «efectos de acantilado» (la reducción de la solvencia de un título por debajo de

cierto umbral provoca la venta en cascada de otros títulos) transfieren igualmente los riesgos. En repetidas ocasiones se ha señalado la urgente necesidad de minimizar estos riesgos⁽⁷⁾

2.3 La propuesta objeto de examen aborda el problema del recurso excesivo de los operadores del mercado a calificaciones para los OICVM y los FIA. Otras propuestas abordan la solución del mismo problema en el caso de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero⁽⁸⁾. Las disposiciones sobre gestión de riesgos para los OICVM y los FIA se precisan en los artículos 1 y 2 de tal modo que las sociedades no podrán basarse exclusiva o automáticamente en calificaciones externas. Estas disposiciones complementan las normas de supervisión ya existentes, según las cuales los operadores financieros deben utilizar sistemas de gestión de riesgos que les permitan vigilar y medir en todo momento los riesgos de sus posiciones de inversión así como su parte dentro del perfil total de riesgo. Asimismo se amplían las competencias de la Comisión para establecer mediante actos delegados criterios para la evaluación de la adecuación de los sistemas de gestión de riesgo, entre otras cosas para evitar un recurso excesivo a calificaciones externas.

2.4 La propuesta debe considerarse en relación con la «Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica el Reglamento (CE) n° 1060/2009 relativo a las agencias de calificación de crédito» presentada en la misma fecha⁽⁹⁾. En esta última se hacen, aparte de otros puntos, algunas propuestas que pretenden evitar el recurso excesivo de los operadores del mercado a las calificaciones, al obligar a las agencias de calificación crediticia a facilitar amplia información a los actores del sector financiero, como información sobre los métodos de calificación, las hipótesis en los que se basan estos y los tipos de calificación. Por otra parte, los emisores de instrumentos financieros estructurados deben facilitar al mercado más información sobre sus productos (calidad del crédito, evolución de los valores subyacentes, estructura de la operación de titulación, flujos de caja subyacentes, etc.). En su conjunto, estas modificaciones del Reglamento sobre las agencias de calificación crediticia deben facilitar a los OICVM y FIA la evaluación interna de la calidad de crédito de los instrumentos. Por consiguiente, estas propuestas no pueden considerarse por separado.

3. Observaciones generales

3.1 La propuesta de la Comisión se refiere a un solo aspecto del déficit de regulación de las agencias de calificación crediticia, a saber, los efectos que tienen las calificaciones en la actuación de los operadores de los mercados financieros y las consecuencias de estas actuaciones en los mercados. La propuesta es

⁽⁵⁾ DO L 145 de 31.5.2011, p. 30.

⁽⁶⁾ Véase *The Financial Cycle, Factors of Amplification and possible Implications for Financial and Monetary Authorities*, Banco de Francia, Boletín n° 95, noviembre de 2001, p. 68.

⁽⁷⁾ Véase COM(2010) 301 final; Documento de consulta de la Comisión Europea sobre la revisión del Reglamento relativo a las agencias de calificación crediticia, http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/cra_en.htm; Conclusiones del Consejo de 23 de octubre de 2011; Principios del Consejo de Estabilidad Financiera de octubre 2010 sobre la limitación del recurso de las autoridades y entidades financieras a calificaciones externas.

⁽⁸⁾ Véase COM(2011) 453 final.

⁽⁹⁾ Véase COM(2011) 747 final – 2011/0361 (COD).

resultado de un análisis de las causas de las crisis de los últimos años. Las agencias de calificación crediticia contribuyeron a provocarlas. Estas agencias hacen declaraciones sobre las posibilidades y disposición de pago de un acreedor, ya sea un acreedor privado o un Estado. Ejercen una influencia considerable sobre los mercados financieros mundiales, ya que muchos actores financieros (OICVM, FIA, entidades de crédito y empresas de seguros) utilizan las calificaciones para tomar sus decisiones de inversión. En los últimos años, el Comité se ha ocupado del déficit de regulación de las agencias de calificación crediticia —por última vez en un dictamen de 12 de marzo de 2012⁽¹⁰⁾— y ha asumido posiciones claras en las que se basa también el presente dictamen y a las que se remite.

3.2 Desde las crisis de los últimos años resulta evidente que los errores en las calificaciones pueden tener una influencia nociva considerable sobre amplios sectores económicos, incluso sobre países y sociedades enteros. Por otra parte, también han puesto de manifiesto que los mercados no eran capaces de evitar los excesos. Por ello, se requiere una regulación estatal más estricta y coherente de las agencias de calificación crediticia. A tal fin, la regulación a escala de la UE debe contar con apoyo a escala del G-20 para garantizar una coherencia mínima de las normas, en vista de su ámbito mundial. Es indispensable⁽¹¹⁾ que a la hora de elaborar las calificaciones se garanticen y mantengan como mínimo los principios de integridad, transparencia, responsabilidad y buena gestión empresarial.

3.3 El Comité confirma que la regulación de las agencias de calificación crediticia ha logrado en los últimos años —aunque demasiado tarde— avances fundamentales. Por ello cabe celebrar que ahora, por medio de la propuesta de modificación del Reglamento sobre las agencias de calificación crediticia de 15 de noviembre de 2011⁽¹²⁾, en las disposiciones de regulación para estas agencias se introduzcan ámbitos problemáticos como «las perspectivas de las calificaciones», «la independencia de las agencias de calificación crediticia», «la divulgación de informaciones», «las calificaciones de países», «la comparabilidad de las calificaciones», «el cambio periódico de agencia de calificación crediticia», «la responsabilidad civil» y «el uso de calificaciones externas». El Comité ya ha se ha pronunciado a este respecto⁽¹³⁾ y ha emitido recomendaciones concretas. No obstante, es decepcionante que los problemas sobre la posición dominante que ocupan en el mercado las grandes agencias de calificación y los modelos de cálculo alternativos no se hayan abordado de modo suficiente.

3.4 Ahora, la propuesta aborda —de forma paralela— el problema de la adopción automática y sin examen de calificaciones externas también en lo que respecta a los OICVM y FIA, que —como lo expresa la propia propuesta— puede dar lugar a un comportamiento gregario de los actores del sector financiero o —como se describe en el dictamen del Comité⁽¹⁴⁾— a una «profecía que propicia su propio cumplimiento» (*self-fulfilling prophecy*). En este aspecto, la propuesta coincide con las modificaciones del Reglamento sobre las agencias de calificación crediticia presentadas el mismo día. Este «doble enfoque» es conse-

cuente. Es necesario evitar, o al menos limitar, el «automatismo» entre los operadores de los mercados financieros, que son los destinatarios de las calificaciones (externas), y en la regulación de las agencias de calificación crediticia debe garantizarse que estas tengan la transparencia requerida y faciliten la información necesaria a los operadores del mercado.

3.5 No debe pasarse por alto que los OICVM y FIA asumen una responsabilidad propia para evitar el «comportamiento gregario» y los «efectos en cascada». Si sus sistemas de gestión de riesgo permiten este tipo de efectos, son parte del problema. El Comité aprueba expresamente esta valoración de la Comisión. Por ello, se trata ante todo de que los actos delegados concuerden con los objetivos del legislador a la hora de aplicar la propuesta objeto de examen. Por otra parte, la bondad de cualquier regulación financiera depende en última instancia de su aplicación en las prácticas de supervisión.

4. Observaciones particulares

4.1 Es innegable que una adopción mecánica, automática y sin previo examen de calificaciones externas da lugar —o puede dar lugar— a ventas masivas de los títulos correspondientes, y provocar de este modo crisis en los mercados que ponen en peligro la estabilidad financiera. Esta es también la conclusión a la que llegan las amplias consultas externas de la Comisión⁽¹⁵⁾, la resolución no legislativa del Parlamento Europeo de 8 de junio de 2011⁽¹⁶⁾ y los principios del Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board, FSB)⁽¹⁷⁾

4.2 Para acabar con este automatismo es necesario adoptar una serie de medidas. En primer lugar, es necesario garantizar que se aprovechen y desarrollen todas las posibilidades de utilizar normas de solvencia alternativas a las calificaciones de las grandes agencias de calificación crediticia. Al mismo tiempo habría que examinar las normas vigentes en materia de supervisión que, debido a una base jurídica o disposición administrativa, generan un automatismo entre la calificación externa y la evaluación, como en el caso de las entidades de crédito y las empresas de seguros. Y en las mismas medidas es necesario romper con el automatismo en los sistemas de gestión de riesgos de los operadores financieros. En principio es necesario, desde un punto de vista general, velar por que en el Derecho de la Unión y en las legislaciones nacionales no quede ninguna disposición que pueda dar lugar a tal automatismo. Asimismo, hay que regular que los contratos privados que prevean tales automatismos también queden invalidados. Por otra parte, los operadores financieros necesitan información suficiente para facilitar que hagan sus propias evaluaciones.

4.3 La propuesta recoge, en forma de norma general, las precisiones necesarias para la elaboración de los sistemas de gestión de riesgos de los OICVM y FIA. Este enfoque es correcto en principio. No obstante, solo cobrará vida mediante los correspondientes actos delegados, de modo que aún debe llevarse a cabo una labor esencial para evitar los errores que genera la adopción automática de calificaciones externas.

⁽¹⁰⁾ Véase la nota 2.

⁽¹¹⁾ Véanse la nota 2 y el apartado 1.2 del dictamen citado.

⁽¹²⁾ Véase COM(2011) 747 final – 2011/0361 (COD).

⁽¹³⁾ Véase la nota 2.

⁽¹⁴⁾ Véanse la nota 2 y el apartado 1.7 del dictamen citado.

⁽¹⁵⁾ Véase la nota 6.

⁽¹⁶⁾ Resolución del Parlamento Europeo, de 8 de junio de 2011, sobre las agencias de calificación crediticia: perspectivas futuras (2010/2302 (INI)).

⁽¹⁷⁾ Véase la nota 6.

4.4 En la práctica, no será posible un rechazo total de las calificaciones externas. En la actualidad, las capacidades necesarias, así como los conocimientos y experiencias requeridos para sustituir una calificación externa son sumamente limitados. En particular, las pequeñas entidades financieras no siempre disponen de los recursos necesarios para ampliar o constituir sus propias unidades de análisis. Aparte de la posibilidad de una evaluación de riesgos internos reforzada y de la independencia de las agencias externas de calificación crediticia que ello conlleva, el Comité reitera la petición de que se ofrezca a las pequeñas y medianas empresas posibilidades de subcontratar el análisis de riesgos. Facilitar el acceso a las informaciones externas sin duda permitirá, a través de la cooperación, adquirir conocimientos técnicos sobre mercados especializados y conseguir una mayor eficiencia de costes, algo que también permitiría a las pequeñas y medianas empresas en particular adquirir una mayor independencia de las agencias de calificación crediticia. Todas las medidas en esa dirección merecen apoyo. No obstante, el Comité tiene la convicción de que la decisión sobre la calidad crediticia de una inversión debe seguir incumbiendo exclusivamente a la empresa y no debe externalizarse.

4.5 El CESE considera que la aplicación de la propuesta probablemente aumentará de forma considerable los costes de la regulación, debido a la ampliación de los sistemas de gestión de riesgos, así como al desarrollo y elaboración de modelos internos. Sin embargo, no existen alternativas a esta vía en vista de los daños que podría sufrir toda la sociedad.

Bruselas, 23 de mayo de 2012.

El Presidente
del Comité Económico y Social Europeo
Staffan NILSSON
