



FACULTAD DE CIENCIA POLÍTICA  
Y RELACIONES INTERNACIONALES  

---

UNIVERSIDAD NACIONAL DE ROSARIO

**Licenciatura en Relaciones Internacionales**

**TESINA DE GRADO**

**Análisis de la iniciativa del Consejo de Estabilidad Financiera  
para establecer un régimen internacional sobre agencias  
calificadoras de riesgo tras la crisis del 2008**

**Autora:** Wayar De la Quintana, María Lucía

**Legajo:** W-0110/4

**Director:** Fernández Alonso, José

**Rosario, Noviembre de 2021**

## **Agradecimientos**

*A mis padres, por el amor y el apoyo incondicional de siempre. Gracias por brindarme en todo momento la oportunidad para seguir creciendo como persona y como profesional.*

*A mi familia rosarina, mis amigos, por todos estos años de compañía, amor y aprendizaje conjunto.*

*A José, por acompañarme en este último gran paso y hacerlo con tanta dedicación.*

*Y a la FCPOLIT, por haberme enseñado tanto y acompañado todo este tiempo.*

## Resumen

El presente trabajo se propone analizar la iniciativa que surgió tras la crisis financiera internacional del año 2008 para el establecimiento de un régimen internacional sobre agencias calificadoras de riesgo (en adelante ACR). Para ello se pondrá el foco en las resoluciones del Consejo de Estabilidad Financiera (en adelante *FSB*, por sus siglas en inglés) y las respectivas respuestas gubernamentales, relevando el accionar de las grandes potencias financieras y en particular el de Estados Unidos en calidad de hegemón financiero. De la misma manera se buscará escrutar también el rol de las agencias calificadoras de riesgo de mayor peso en el sistema financiero internacional. Se trata de un estudio de tipo descriptivo analítico, de base cualitativa con énfasis en el análisis bibliográfico y documental.

La hipótesis con la que parte esta investigación, es que la iniciativa del *FSB* para establecer un régimen internacional sobre agencias calificadoras de riesgo se ha visto frustrada debido a dos factores: en primer lugar, la predisposición gubernamental de las potencias financieras no fue suficiente para llevar adelante este proceso, ya que los principios normativos establecidos no pudieron ser gestados y desarrollados de manera exitosa por las características propias de esta *issue area* del sistema financiero internacional; y segundo, los esfuerzos y la predisposición de Estados Unidos como hegemón financiero, y país de origen de las ACR más predominantes del mercado, no fueron suficientes para liderar este proceso, evidenciando la difusión de poder en el sistema internacional a causa de los “nuevos procesos” propios de la interdependencia compleja.

## Palabras Clave

Agencias calificadoras de riesgo – Sistema financiero internacional – Crisis financiera del 2008 – Régimen internacional – Consejo de Estabilidad Financiera

# Índice

<b>Introducción</b>	<b>5</b>
<b>Capítulo 1</b>	<b>13</b>
<b>Sobre las Agencias Calificadoras de Riesgo</b>	<b>13</b>
1.1 Nacimiento y consolidación del oligopolio de la calificación crediticia	13
1.2 Rol de las ACR en la crisis financiera global de 2008	18
<b>Capítulo 2</b>	<b>21</b>
<b>Iniciativa del Consejo de Estabilidad Financiera tras las conclusiones de la crisis de 2008</b>	<b>21</b>
2.1 Acerca del Consejo de Estabilidad Financiera ( <i>FSB</i> )	22
2.2 Primera resolución sobre agencias calificadoras de riesgo del <i>FSB</i>	25
2.3 Publicación de la “Hoja de ruta” y revisión de sus resultados	33
<b>Capítulo 3</b>	<b>37</b>
<b>Respuestas y repercusiones en las potencias financieras internacionales</b>	<b>37</b>
3.1 Estados Unidos: hegemón del Sistema Financiero Internacional	38
3.1.1 Las ACR en la legislación estadounidense	38
3.1.2 Inicios de una pérdida de inmunidad de las ACR en el sistema judicial estadounidense	41
3.1.3 Implementación de los principios del <i>FSB</i>	44
3.2 Unión Europea	47
3.2.1 Regulación (EU) No 462/2013: enmienda en base a la publicación de la Hoja de Ruta del <i>FSB</i>	48
<b>Conclusiones</b>	<b>53</b>
<b>Referencias Bibliográficas</b>	<b>58</b>

## Introducción

La crisis financiera internacional que inició en el año 2008, fue la crisis económica más severa que azotó la economía global desde la Gran Depresión de 1929. La particularidad de esta crisis es que no fue causada por los rasgos cíclicos propios del sistema capitalista, ya que no se trató de una crisis de producción, sino que fue gestada en el seno de la especulación financiera (Juárez, Daza y Gonzales, 2015).

Si bien el estallido de esta crisis causó una gran recesión en la economía estadounidense, lo cual condujo a una recesión en la economía global, sus orígenes se encuentran en la permisiva regulación que “controlaba” el funcionamiento de las bancas de inversión, las agencias calificadoras de riesgo y otras entidades que rigen el sistema financiero internacional (Laffaye, 2008). Esta situación permitió que se fuera formando, progresivamente, el acceso a crédito fácil y barato, en tanto las autoridades financieras actuaron bajo el supuesto de que estas entidades se auto-regularían para evitar una debacle como la que, en definitiva, ocurrió. Las entidades colocadoras vendieron a un precio irreal activos de baja calidad, pero el mayor inconveniente no fue el precio sino la incorrecta valuación del riesgo. Mientras estas innovaciones financieras permitieron una transmisión de riesgos sin quejas por parte de los partícipes, el sistema funcionó. Pero cuando la morosidad comenzó a hacerse sentir, apareció la crisis de confianza que terminó por desmoronar la arquitectura del sistema financiero (García, Cárdenas y Molina, 2011).

Tras haberse superado la fase crítica de rescate de instituciones y haberse restablecido el flujo crediticio, ciertos actores consideraron que era indispensable realizar una revisión de los paradigmas vigentes en materia de regulación y supervisión que promovieron, o al menos permitieron, una toma excesiva de riesgo de los distintos agentes del mercado. Es en dicho momento que distintos actores internacionales se comprometieron a trabajar en una nueva regulación de la gobernanza y la arquitectura financiera internacional. Uno de los puntos más importantes a ser tratados era la necesidad de establecer un régimen internacional sobre las agencias calificadoras de riesgo. Se presentaron diversas propuestas en distintos foros internacionales tanto gubernamentales, como no gubernamentales. Sin embargo ninguna de ellas ha prosperado de la manera esperada.

Por la magnitud y las dimensiones globales que ha alcanzado la crisis financiera del año 2008, existe una multiplicidad de autores que han escrito sobre sus orígenes y desarrollo.

Sin ánimos de realizar una lista exhaustiva, se destacan aquí las contribuciones de Reinhart (2008); Peters (2001); Vanoli (2010); Munir (2011) y Feldkircher (2014). La gran ola de producción sobre este fenómeno se debe principalmente a que se trató de la primera crisis económica en Estados Unidos detonada por operaciones financieras y no por una consecuencia cíclica de producción. A su vez, estas operaciones financieras concatenaban todos los aspectos de la economía, afectando, en distinta medida, a toda la comunidad internacional.

Alejandro Vanoli (2010) explica que el estallido de la crisis se remite, en primera instancia, a medidas tomadas por la Reserva Federal de Estados Unidos durante los primeros años de la década del 2000 en el marco de una política monetaria anticíclica que le llevó a imponer tasas de interés muy bajas, lo cual posibilitó fomentar el crecimiento por medio del consumo impulsado principalmente por el endeudamiento. Esto trajo como consecuencia un gran crecimiento de la construcción y los negocios inmobiliarios durante los años subsiguientes apoyados fundamentalmente en la abundancia de crédito inmobiliario, lo cual llevó a una gran sobrevaluación de los precios en el mercado inmobiliario, que ocasionó una burbuja especulativa.

Lo que sucedió a continuación es explicado por distintos autores como Krugman (2009); Chari, Chistiano y Kehoe (2008) y Shwartz (2009). Las sociedades financieras concedían créditos hipotecarios poco transparentes a diversos sectores de la población a tasas bajas pero variables. Se vendía la cartera de créditos a los bancos deshaciéndose de todo riesgo y embolsando su comisión por los gestores de créditos. De la misma manera, para quitar estos activos riesgosos de su balance, los bancos, diseñaron a través de la ingeniería financiera productos estructurados que tenían como principal activo a los créditos hipotecarios mezclados con otros activos vinculados al consumo y los colocaron en el mercado de capitales. Estos productos, llamados Obligaciones de Deuda Garantizada<sup>1</sup> (en adelante, *CDOs*, por sus siglas en inglés), se partían en tramos que contaban con una calificación de riesgo de *default* dada por las principales agencias calificadoras: S&P's, Moody's y Fitch Ratings. Los autores coinciden en que esta es la instancia en la cual se vió involucrada toda la comunidad internacional, los fondos de riesgo (*hedge funds*, conforme

---

<sup>1</sup>Una obligación de deuda garantizada o *collateralized debt obligations*, es un título de deuda que tiene como colateral un conjunto de instrumentos de deuda, como bonos o hipotecas. El emisor del *CDO* lo utiliza generalmente para cubrir una cartera de activos con riesgo de crédito. Aunque también se puede utilizar para entrar en una posición corta contra esa deuda.

son comúnmente referidos por su denominación en inglés), bancos de inversión e inversores del mundo compraban estos *CDOs* con distinta calificación, por ende con diferente rendimiento, de acuerdo a su tolerancia al riesgo. Al mismo tiempo, los mismos bancos que creaban estos *CDOs*, formaban sociedades en paraísos fiscales que también compraban estos productos estructurados, pero fuera de balance. Este mecanismo también se repetía sobre los mismos productos estructurados, es decir se creaban *CDOs* de *CDOs*, se los calificaba y se los vendía nuevamente a los inversores. Los inversores, por su parte, se cubrían a través de seguros contra default (*CDS* por sus siglas en inglés) que si bien funcionan a nivel individual, incrementaron el riesgo sistémico. Cuando la Reserva Federal estadounidense comenzó una suba escalonada de la tasa de interés, aumentó el nivel de morosidad en los créditos hipotecarios y se desató la caída del precio de las propiedades. Éste fue el inicio del derrotero que llevaría a todo este entramado financiero internacional al colapso (Vanoli, 2010).

Bibiana Medialdea (2012) explica que lo que en un principio se presumió limitado al mercado de hipotecas de alto riesgo, se verificó erróneo y mucho más diseminado, con desequilibrios que no sólo involucran al mercado financiero, sino que también se originan en la economía real global. Las enormes dimensiones que cobró esta burbuja financiera, llevó a los distintos autores a embarcarse en la búsqueda de las principales causas de esta crisis, los especialistas en la materia se han visto inquietos por la falta de alerta que se recibió aun cuando, afirman algunos, las alarmas se dejaban percibir por todas partes. Sebastián Laffaye (2008), por su parte, afirma que si bien existe un consenso en situar el origen inmediato de esta burbuja en el mercado de hipotecas *subprime* en Estados Unidos., los problemas en este sector fueron tan sólo el detonante, ya que los activos correspondientes, ahora denominados “tóxicos”, eran uno de los tantos que conformaban una ingeniería de paquetes de inversión internacionales poco transparentes y desvinculados del valor y del riesgo real que implicaban sus componentes; por lo cual él atribuye la mayor responsabilidad a las agencias calificadoras de riesgo, las cuales crearon un escenario irreal para los inversores de toda la esfera global. En esta misma dirección, Laffaye afirma que el gran impacto del accionar de las agencias calificadoras de riesgo, no hubiese sido posible si el mundo no hubiese estado inmiscuido en un galopante proceso de globalización financiera, para el cual no se encontraba preparado.

Semejante situación, acrecentó el interés de especialistas tal como Rojas Gómez (2009); Botero, Mesa y Javier (2009); Allami y Cibils (2010), entre otros por analizar con mayor detalle el rol de las agencias calificadoras de riesgo a nivel internacional, así como las

reglas bajo las cuales se rigen y cuestionarse el grado de autonomía con el que operan. La comunidad internacional se ha visto alertada, finalmente, con el estallido de la crisis financiera del 2008 y se ha propuesto establecer un régimen internacional sobre estos importantes actores. French-Davis y Ocampo (2005) aseguran que la transformación de estas instituciones en agencias internacionales de prevención de crisis financieras es imprescindible, de otro modo su legitimidad se verá fuertemente erosionada.

Una serie de autores (Rosales (2010); Sotelsek y Pavón (2012); Borea (2011); Gobbi y Stancanelli (2010)) se ha centrado en el estudio de las negociaciones posteriores a la crisis, en las cuales se ha intentado reformar la regulación de los distintos actores del sistema financiero internacional. Se resaltan las áreas en las que se cumplió con los objetivos de las reformas, así como se hace hincapié en la imposibilidad de llegar a un acuerdo en otras. El sistema financiero ha crecido de una manera inverosímil durante los últimos años y con él, sus actores más preponderantes sin ningún tipo de control efectivo, por lo cual se hace cada vez más difícil poder tomar al toro por las astas (Borea, 2010).

En la actualidad el accionar de las agencias calificadoras de riesgo sigue teniendo la misma preeminencia que hace trece años y puede, todavía, ser causante de una severa crisis económica global. Asimismo, el accionar de estos actores resulta cada vez más determinante para el desempeño económico financiero de los Estados. Es por todo lo expresado, que su rol juega un papel tan importante en el sistema financiero internacional y que su estudio resulta imprescindible para la disciplina.

Sin embargo, no sería suficiente centrarse en el estudio de estos agentes. El trabajo presente se sustenta en la noción de la necesidad de comprender las reglas bajo las que se rigen las agencias calificadoras de riesgo, el grado de permisibilidad y autonomía con el que actúan, y de entender los factores que influyeron en que la comunidad internacional no haya podido establecer un régimen sobre estos actores que detentan tanto poder en el sistema financiero internacional.

Es por todo lo expuesto, que esta investigación tuvo como objetivo general analizar la iniciativa del Consejo de Estabilidad Financiera (*FSB*) en torno al establecimiento de un régimen internacional sobre agencias calificadoras de riesgo, tras la crisis financiera del 2008. Para abordar el objetivo principal, se ponderaron los siguientes objetivos de corte específico:

1. Identificar el rol que las agencias calificadoras de riesgo han llegado a obtener como

actores no tradicionales del sistema financiero internacional. **2.** Examinar el contexto del surgimiento y desarrollo de la iniciativa del Consejo de Estabilidad Financiera para el establecimiento de un régimen sobre agencias calificadoras de riesgo y sus resultados. **3.** Analizar los incentivos y acciones de las potencias financieras y especialmente el de Estados Unidos como hegemón del sistema financiero internacional en el despliegue de los resultados de la iniciativa del Consejo de Estabilidad Financiera para el establecimiento de un régimen internacional sobre agencias calificadoras de riesgo.

Para el abordaje de este análisis se consideró pertinente utilizar el enfoque teórico del institucionalismo liberal. Este enfoque parte de la idea de que desde la década del 70, ha comenzado una “nueva era” centrada en la transnacionalización, y que las viejas explicaciones y análisis se han vuelto inútiles para explicar la complejidad del escenario global actual. Esto se debe a la emergencia de nuevos actores (estatales y no estatales) y a las interconexiones que se fueron gestando entre sí. Dichos actores además cuentan con relevancia sustancial para alterar la primacía de poder a los Estados.

Dos grandes exponentes de esta corriente son Robert Keohane y Joseph Nye, quienes en su obra “Power and interdependence: world politics in transition” (1977), elaboraron el concepto de interdependencia compleja explicando la existencia de “nuevos procesos” resultantes de la incidencia de factores económicos, ecológicos, pero también de la participación de nuevos actores, así como del novedoso entramado de relaciones entre ellos vigente. Los autores recalcan que las transformaciones del poder han afectado también la naturaleza de la jerarquía internacional.

Keohane y Nye retoman el concepto de Stephen Krasner de régimen internacional, quien lo caracteriza como: “un conjunto de principios, normas, reglas y procedimientos de toma de decisiones en torno del cual convergen las expectativas de los actores en un área específica (*issue area/policy area*) de política internacional” (Krasner, 1985). El orden de los elementos presentes en este concepto no es aleatorio, va de lo general a lo particular y de lo abstracto a lo concreto: *principios*, como un conjunto de reglas coherentes alrededor de las cuales se rige el mundo; *normas* que especifican los estándares generales de conducta definidos en términos de derechos y obligaciones; *reglas* como proscipciones más específicas de conducta y *procesos de toma de decisión* entendidos como prácticas para que surja la voluntad colectiva dentro del régimen internacional.

Para explicar la formación y los cambios en los regímenes internacionales, Keohane y Nye toman la acepción de Kenneth Waltz respecto a los conceptos de estructura y proceso. Afirman que los regímenes internacionales son factores intermedios entre la estructura y los procesos de negociación que se llevan a cabo dentro del mismo; y que a su vez, la estructura afecta definitivamente la naturaleza del régimen, la flexibilidad o rigidez de los principios normativos.

Por su parte, Joseph Nye Jr. (1991) explica que es la difusión del poder lo que deriva en que las grandes potencias de hoy sean menos capaces de utilizar sus tradicionales recursos de poder para lograr sus propósitos que en el pasado. En diversas cuestiones, los agentes privados y los pequeños Estados se han vuelto más poderosos y son cinco las tendencias que han contribuido a esta difusión de poder: la interdependencia económica, los agentes transnacionales, el nacionalismo de los Estados débiles, la difusión de la tecnología y los cambiantes temas políticos.

Este autor hace hincapié en el efecto revolucionario que ha tenido la cambiante tecnología de las comunicaciones en la interdependencia económica. Este factor ha revolucionado los mercados globales y ha acelerado el desarrollo de empresas transnacionales. Debido al creciente movimiento de dinero fuera de las fronteras nacionales las capacidades de las autoridades monetarias nacionales para influir en su provisión nacional de dinero, para establecer sus tasas de intereses nacionales e inclusive para supervisar sus sistemas financieros, se ha reducido a nuevos y muy bajos niveles. A pesar de sus impresionantes recursos tradicionales de poder, todo esto tiene un efecto nocivo en la capacidad de las grandes potencias para controlar sus entornos. Las preocupaciones que enfrentan los Estados son temas que los llevan a intentar tener un mayor control sobre los agentes transnacionales no estatales; y las posibles soluciones requieren un mayor nivel de cooperación y acción colectiva entre los Estados (Nye, 1991). Tal es el caso de las agencias calificadoras de riesgo, actores no estatales que detentan un enorme poder en el sistema financiero internacional.

Charles Kegley (1995), se cuestiona si es posible el orden en un mundo donde conviven viejas relaciones dentro del tablero tradicional y nuevas situaciones fruto de la interdependencia. Para darle respuesta a este interrogante, realiza un balance de la realidad internacional donde detecta los peligros tanto del tablero tradicional como los que emergen de los juegos de la interdependencia, cuya combinación dificulta la construcción del orden

mundial. Keohane y Nye plantean su postura en la misma dirección y sostienen que el cambio de régimen, o la gestación de uno nuevo será un proceso de adaptación gradual a nuevos volúmenes y nuevas formas de actividad económica transnacional, y por lo tanto, sería esperable que algunos gobiernos no resistan la tentación de interrumpir o romper los regímenes debido al alto costo que ellos significarán para el crecimiento económico.

Keohane y Nye van a concluir, en este trabajo, que los conflictos generados por la creciente interdependencia han contribuido a la controversia sobre los regímenes internacionales, pero el simple enfoque del crecimiento económico no es muy eficaz para explicar las variaciones. En virtud de que la amplitud de la interdependencia y de sus efectos depende en considerable medida de decisiones políticas de alto nivel y de acuerdos, es necesario servirse también de los enfoques tradicionales de la política internacional para alcanzar un adecuado nivel de explicación.

Es por todo lo expuesto respecto al institucionalismo liberal, que se lo considera como el enfoque teórico más adecuado para lograr encontrar una explicación completa y adecuada al interrogante respecto a los factores que afectaron a la iniciativa para instaurar un régimen sobre agencias calificadoras de riesgo tras la crisis financiera de 2008.

La hipótesis con la que parte esta investigación, es que la iniciativa del *FSB* para establecer un régimen internacional sobre agencias calificadoras de riesgo se ha visto frustrada debido a dos factores: en primer lugar, la predisposición gubernamental de las potencias financieras no fue suficiente para llevar adelante este proceso, ya que los principios normativos establecidos no pudieron ser gestados y desarrollados de manera exitosa por las características propias de esta *issue area* del sistema financiero internacional; y segundo, los esfuerzos y la predisposición de Estados Unidos como hegemon financiero, y país de origen de las ACR más predominantes del mercado, no fueron suficientes para liderar este proceso, evidenciando la difusión de poder en el sistema internacional a causa de los “nuevos procesos” propios de la interdependencia compleja.

Además de esta introducción, esta tesina se estructura de 3 capítulos y una conclusión. En el capítulo 1 se escruta el origen y la evolución de las propias agencias calificadoras de riesgo para poder comprender su fisonomía y rol dentro del sistema financiero internacional. Posteriormente, en el capítulo 2, se exponen y analizan las resoluciones adoptadas por el *FSB* en pos del establecimiento de las bases para un régimen internacional sobre ACR; y

finalmente, en el capítulo 3, se identifican las medidas gubernamentales de Estados Unidos, como hegemonía financiera, y de las potencias financieras adoptadas en base a estas resoluciones para poder analizar los resultados y repercusiones que tuvo esta iniciativa.

# Capítulo 1

## Sobre las Agencias Calificadoras de Riesgo

Las calificaciones de crédito surgieron en el primer cuarto del siglo XX, eran consideradas herramientas simples y útiles para evaluar la solvencia de los emisores de deuda. La creciente confianza de los inversores en las calificaciones de crédito convenció a las autoridades pertinentes de incorporarlas en las normas regulatorias del sistema financiero estadounidense, una tendencia que comenzó en el año 1930. Esta confianza en las ACR se intensificó hasta que los decisores políticos cambiaron el curso abruptamente tras la crisis financiera internacional del año 2008, cuando hubo consenso en la idea de que las ACR habían sido las principales causantes.

Retomando lo expuesto sobre la obra de Robert Keohane y Joseph Nye, “Power and interdependence: world politics in transition” (1988), se considera imprescindible el estudio del origen y la evolución de las ACR a través de los años para poder comprender cómo es que estos actores llegan a obtener un rol predominante en la estructura de poder, tanto en la gobernanza financiera de su país de origen, como en la internacional tras su abrupta propagación. Resulta necesario, para este análisis, el abordaje de estos “nuevos procesos”, así como el abordaje del novedoso entramado de relaciones entre estos actores y los actores tradicionales del sistema internacional, los Estados. Con el estudio del surgimiento de las ACR se pretende también indagar el efecto que estas transformaciones de poder tienen en la naturaleza de la jerarquía financiera internacional.

De esta manera, este capítulo busca aproximarse a una respuesta al interrogante que pone en juego la posibilidad de que las ACR hayan logrado obtener una cuota sustantiva de poder dentro de la estructura del sistema financiero internacional que les otorgue la posibilidad de garantizar su libre accionar en detrimento de la voluntad del resto de los actores.

### 1.1 Nacimiento y consolidación del oligopolio de la calificación crediticia

Las agencias calificadoras de riesgo son consideradas como “*gatekeepers*” del mercado de valores (Coffee, 2006). Acorde a la definición de *gatekeeper* como un agente que

actúa como un intermediario de reputación para asegurar a los inversores la calidad de lo emitido por los emisores corporativos de deuda.

Las primeras calificaciones de crédito aparecieron en el año 1909 en los manuales de inversiones ferroviarias de Moody's. El siguiente año, esta agencia comenzó a publicar calificaciones sobre bonos de utilidades industriales y públicas. Fue un par de años después que apareció la primera “*blue sky law*”<sup>2</sup>, en un contexto en el que en Estados Unidos tanto particulares como corporaciones buscaban distintas oportunidades de inversión. Estas leyes y medidas como los “*Baby bonds*”<sup>3</sup> impulsaron a las economías de los hogares a ingresar al mercado de valores.

El economista Norbert Gaillard (2013) destacó que existen tres razones por las cuales se explica el éxito comercial de las agencias calificadoras de riesgo. En primer lugar resalta el crecimiento del mercado de bonos; el negocio de calificación soberana ilustra cómo el crecimiento del mercado de bonos soberanos alrededor de la esfera global proveyó a las ACR de más Estados a los cuales calificar (dicho mercado tuvo un impasse desde el inicio de la Gran Depresión y recuperó impulso a partir de la década de los 80). En segunda instancia, el mencionado autor hace hincapié en la creciente confianza de inversores tanto estadounidenses como de distintos países en las calificaciones crediticias. A partir de la década del 30, los inversores comenzaron a incluir las calificaciones crediticias en sus reglamentos de inversión y tomó seis décadas para que esta incorporación se convierta en una práctica estandarizada, no sólo en los Estados Unidos, sino a nivel internacional<sup>4</sup>. Por último, destaca el impulso que dio el cambio en el modelo de negocio de las ACR hacia el modelo “el emisor paga” a inicios del año 1960. Hasta ese momento, las ganancias de las Agencias provenían de los inversores que buscaban informes de calificaciones. Durante las siguientes

---

<sup>2</sup> Regulaciones estatales anti-fraude que obligan a los emisores de títulos a estar registrados y a revelar los detalles de sus ofertas. Estas regulaciones crean responsabilidad para los emisores, dándole la oportunidad a autoridades legales y a inversores para tomar acciones en su contra.

<sup>3</sup> Título de renta fija que se emite en pequeñas denominaciones de dólares con un valor nominal menor a 1000 dólares. Estas pequeñas denominaciones son las que atraen a los inversores minoristas promedio.

<sup>4</sup> Estas reglas de inversión incluyen: el establecimiento de acciones máximas de cartera por categoría de calificación, exposición máxima de valores individuales por categoría de calificación, requisitos mínimos para la compra de bonos, pautas de retención para valores degradados que ya no cumplen con las pautas de elegibilidad, evaluación comparativa de desempeño en relación con índices de bonos basados en calificaciones, y / o sustentar las discusiones entre los administradores de fondos y los clientes

décadas, las ACR desarrollaron acuerdos de tasas anuales extremadamente altas a los emisores de bonos legalmente habilitados para obtener las calificaciones.

Continuando con la evolución del mercado de calificación crediticia, Moody's no tuvo ningún competidor hasta el año 1916 cuando Poor's publicó sus primeras calificaciones corporativas. Más tarde, se unieron al mercado Standard Statistics y Fitch en los años 1922 y 1924, respectivamente. El mercado se mantuvo sin importantes alteraciones ni incorporaciones, sin embargo se tornó más concentrado cuando Poor's y Standard Statistics formaron una sola agencia bajo el nombre de Standard & Poor's (Cantor y Packer, 1995).

La Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos<sup>5</sup>, (en adelante, *SEC*, por sus siglas en inglés) acuñó el concepto de *NRSRO* (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*) en el año 1975 para designar las Agencias Calificadoras de Riesgo cuyas calificaciones podían ser usadas para propósitos regulatorios. Desde ese momento, este es un prerrequisito (*de facto*) para que el mercado considere a una ACR confiable. El término *NRSRO* dio a una pequeña selección de ACR (Fitch, Moody's y S&P) mayor poder de mercado al establecer barreras de entrada y llevó a una mayor dependencia de calificaciones de crédito en las regulaciones financieras. La dependencia regulatoria de las calificaciones de *NRSRO* dio a las ACR un papel arraigado en la gobernanza de los mercados financieros de los Estados Unidos.

Recién en el año 2005, la *SEC* develó cuáles eran los factores que consideró en la evaluación de las agencias para obtener el estatus *NRSRO*. Estos factores eran: la estructura organizativa de la ACR, sus recursos financieros, el tamaño y la calidad de su personal, su independencia de las empresas a las que califica, sus procedimientos de calificación y la existencia de procedimientos internos para prevenir el mal uso de información de carácter no público y el debido cumplimiento de estos procedimientos. Después de la Ley de Reforma de la Agencia de Calificación Crediticia de 2006, el número de agencias con estatus *NRSRO* aumentó a diez: A.M. Best, DBRS, Egan-Jones, Fitch, HR Ratings de México, Agencia de Calificación Crediticia de Japón, Agencia de Calificación de Bonos Kroll, Moody's, Morningstar y S&P.

---

<sup>5</sup> La *SEC* es una agencia del Gobierno de Estados Unidos que tiene la responsabilidad principal de hacer cumplir las leyes federales de valores y regular la industria de valores, los mercados financieros de la nación, así como las bolsas de valores, de opciones y otros mercados de valores electrónicos.

La designación de estatus *NRSRO* se extendió y replicó en distintos países. De esta manera Canadá, Países Bajos, Francia, Italia, Suiza, Bélgica y Polonia adoptaron sus propias definiciones de ACR “reconocidas” y “calificadas”. En todos los sistemas legales citados, el reconocimiento no constituye una licencia para actuar, sino que únicamente tiene el efecto de que los productos de las calificaciones en cuestión se pueden utilizar para los fines de la ley de supervisión de cada legislación.

El círculo de agencias de calificación crediticia que son aprobadas y reconocidas suele ser más grande que en Estados Unidos, a excepción de algunos casos. En Polonia, sólo las calificaciones de Moody’s y de S & P pueden ser aplicadas en el uso legislativo. En el caso de Canadá, las ACR reconocidas sólo se indican en los estatutos pertinentes mediante un listado, sin abordar específicamente los criterios que son necesarios para alcanzar el estatus (Bergier, 2018).

En Holanda, el reconocimiento es del Banco Central Holandés y en Francia, el Ministerio de Asuntos Económicos mantienen una lista de agencias reconocidas, en ambos casos de acuerdo con el ejemplo de Estados Unidos, la lista se limita a las agencias más grandes. En Suiza, la comisión Bancaria Federal mantiene esta lista internamente, las ACR de esta lista se seleccionan de acuerdo a su nivel de reconocimiento público y su presencia internacional (Zumello, 2011).

El reconocimiento en Italia, lo realiza la autoridad nacional de supervisión de valores *CONSOB*, que ha formulado criterios de organización, calificación de análisis y cumplimiento de estándares profesionales. Sin embargo, a los efectos de la supervisión bancaria, una lista separada, que no se explica con más detalle, se mantiene como un anexo a las “instrucciones para la supervisión bancaria” del banco nacional (FMI, 2004).

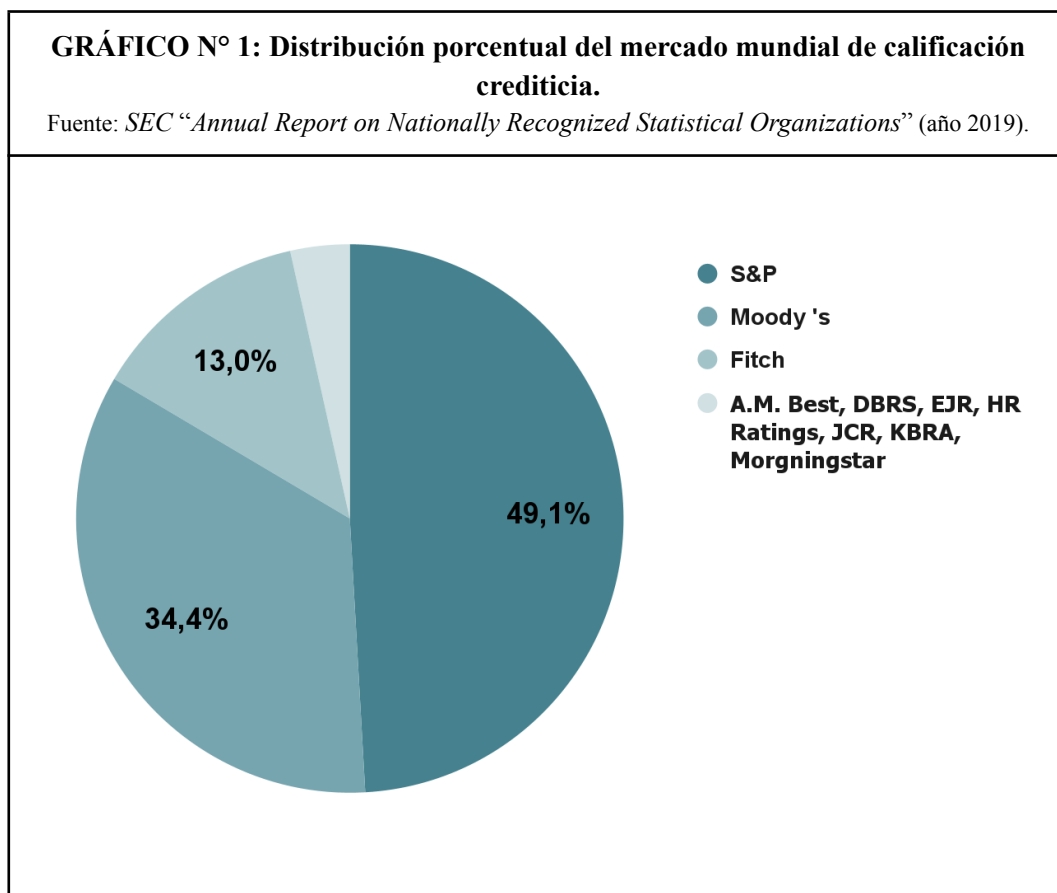
La situación en Bélgica es similar, también se caracteriza por una falta de uniformidad: a los efectos de las reglas de capital mínimo de Basilea II<sup>6</sup>, hay una lista no explicada que la autoridad de supervisión financiera general mantiene como oficial y contiene a las tres ACR más grandes. En el caso de evaluación obligatoria de valores estructurados, los contratos individuales entre una ACR y el emisor serían aprobados a condición de que la agencia ofrezca una garantía de su profesionalidad, en función de sus medios y recursos. Por el

---

<sup>6</sup> El tratado de Basilea II fue un conjunto de reglas sobre leyes bancarias y regulaciones emitidas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

contrario, para otros fines, las agencias deberían ser aceptadas, sin que quede claro quién lo decide y sobre qué base (Banco Central Europeo, 2003).

De esta manera, podemos observar cómo se conformó el carácter oligopólico del mercado de calificaciones, estructura que al día de hoy no ha evolucionado sustancialmente. A finales del año 2019, las tres principales ACR (Fitch, Moody's y S&P) seguían liderando el mercado mundial de calificaciones crediticias, representando el 96.5% del mismo (SEC, 2019).



Tras haber indagado respecto al origen y consolidación de las ACR en el mercado global financiero global, el siguiente apartado se propone escrutar de manera más específica el rol que tuvieron estos actores en la gestación de la crisis financiera del año 2008. Se hace hincapié en los análisis que exponen los factores que llevaron a las ACR a ser catalizadoras de la crisis.

## 1.2 Rol de las ACR en la crisis financiera global de 2008

Tras las catastróficas consecuencias de la crisis financiera que azotó a todo el sistema financiero en los años 2007 y 2008, la *SEC* y el Subcomité permanente de Investigación del Senado de los Estados Unidos (*PSI*, por sus siglas en inglés) investigaron las metodologías de las más grandes e importantes ACR. El veredicto final fue que estas agencias habían producido una calificación inflada e inadecuada sobre productos financieros estructurados<sup>7</sup> para mantener sus ganancias en el mercado crediticio (*SEC*, 2008)..

Entre los años 2008 y 2009, la *SEC* identificó defectos en los modelos y prácticas de las agencias calificadoras de riesgo y concluyó que habían producido calificaciones inadecuadas sobre productos financieros estructurados, contribuyendo, de esta manera, a generar la crisis financiera estadounidense, y consecuentemente, global. En 2010, el Subcomité permanente de investigaciones del Senado de Estados Unidos publicó un memorándum que explicaba cómo y por qué las Agencias Calificadoras de Riesgo habían fallado en su rol como “*gatekeepers*” del mercado financiero.

La evidencia publicada mostró cómo de 2004 a 2007, Moody's y S&P desatendieron los riesgos crediticios relacionados con el fraude hipotecario y la burbuja de los precios de vivienda. Así como también, utilizaron modelos inexactos para calificar Títulos Respaldados por Hipotecas<sup>8</sup> (en adelante, *MBS* por sus siglas en inglés) y *CDOs*. En efecto, una vez que se dieron cuenta de estos errores en 2006, revisaron los modelos, pero no los usaron para reevaluar los *MBSs* y *CDOs* existentes, lo cual retrasó miles de degradaciones. En consecuencia, cuando la crisis de las hipotecas de alto riesgo se amplificó en julio de 2007, Moody's y S&P anunciaron rebajas masivas que azotaron a los mercados financieros. A su vez, inflaron sus calificaciones crediticias para preservar sus cuotas de mercado, particularmente en el área de productos financieros estructurados.

---

<sup>7</sup> Un producto estructurado es una combinación de dos o más instrumentos financieros que forman una sola estructura. Se trata de un paquete único e indivisible que consiste en la unión de un producto vinculado a tipos de interés más un derivado financiero o más de uno.

<sup>8</sup> Los títulos respaldados por hipotecas o mortgage-backed securities son instrumentos financieros cuyo valor y flujo de pagos están garantizados por una canasta o portafolio de préstamos hipotecarios, generalmente de propiedad residencial. La mayoría de los *MBS* son emitidos por agencias patrocinadas por el Gobierno de Estados Unidos como Fannie Mae o Freddie Mac. Estas agencias se encargan de emitir el préstamo hipotecario a los clientes, para luego agruparlos y venderlos en el mercado.

Distintos académicos coinciden en la existencia de dos razones sobresalientes para explicar el porqué de esta malversación de información que se dio sobre las calificaciones de *MBSs* y sobre *CDOs*. En primer lugar, sostienen que el, ya mencionado, modelo “el emisor paga” es la principal causa de las calificaciones infladas. Desde el inicio de las ACR en el año 1909 y hasta la década de los sesenta, los ingresos de estas agencias se regían bajo el modelo “el inversor paga”, los inversores que solicitaban informes de calificaciones eran quienes mantenían vivo este mercado. A partir de 1968 este modelo se dio vuelta y quienes recibían la carga monetaria comenzaron a ser los emisores de deuda para obtener un informe de calificaciones de sus productos y así ofrecerlos al mercado de valores. Este nuevo modelo de pagos permitió a las ACR volverse cada vez más rentables. A medida que crecía el porcentaje de la renta de las ACR proveniente de la calificación de lucrativos productos financieros estructurados suscritos por un oligopolio de bancos de inversión, la metodología de las agencias se iba tornando cada vez más laxa (Acemoglu et al, 2010). La segunda causa, y la más difícil de tratar, se encuentra en la gran licencia regulatoria que, empezando por Estados Unidos y siguiendo con el resto de las potencias financieras, se le otorgó a las ACR al incluir las calificaciones en normativas constitucionales, dejando a las agencias encargadas, aisladas de responsabilidad civil legal<sup>9</sup>.

Que los reguladores financieros globales hayan puesto el foco de la reforma de la arquitectura financiera internacional en las ACR, refleja las dificultades a largo plazo que representa el control sobre el riesgo de conflictos de intereses de los sectores financieros y sobre todo, en el sector de las “*gatekeepers*”. La crisis financiera internacional del 2008 sacó a relucir serias preocupaciones internacionales sobre el accionar de las ACR en los mercados financieros; es así como este consenso internacional se tradujo en distintas iniciativas para comenzar a establecer un marco regulatorio internacional sobre el accionar de estos importantes actores del sistema financiero internacional.

---

<sup>9</sup> Obligación de resarcir que surge como consecuencia del daño provocado por un incumplimiento contractual o de reparar el daño que ha causado a otro con el que no existía un vínculo previo, sea en naturaleza o bien por un equivalente monetario, habitualmente mediante el pago de una indemnización de perjuicios.

## Reflexiones finales del capítulo

A lo largo de este primer capítulo se pudo observar que el surgimiento y desarrollo de las agencias calificadoras de riesgo supuso la formación y consolidación de un oligopolio predominante en el mercado global de la calificación crediticia.

Se pudo evidenciar, también, que el desarrollo de este mercado se dio durante casi ocho décadas sin un marco regulatorio que establezca normativas para su funcionamiento. A este hecho, se le sumó la creciente inclusión por parte de Estados Unidos, y posteriormente por el resto de las potencias financieras, de un pequeño número de ACR (las que contaban con el estatus *NRSRO*) en normativas constitucionales, lo cual les otorgó una gran licencia regulatoria y consecuentemente, las dejó exentas de un régimen de responsabilidad civil legal.

Estos factores fueron determinantes para que las ACR llegaran a obtener una cuota de poder capaz de gestar una crisis de las dimensiones que tuvo la del año 2008 en el sistema financiero internacional. En el siguiente capítulo se expondrá el análisis sobre la iniciativa del *FSB* para la formación de un régimen internacional sobre estas agencias tras las conclusiones de la crisis global.

## Capítulo 2

### Iniciativa del Consejo de Estabilidad Financiera tras las conclusiones de la crisis de 2008

En el año 2010, el G20 decidió agregar a su agenda la implantación de políticas macroprudenciales con el fin de evitar la acumulación de riesgos sistémicos (Jacomé, 2013). Esta tarea fue encargada al Fondo Monetario Internacional (FMI), al Consejo de Estabilidad Financiera (*FSB*) y al Banco de Pagos Internacionales (BPI) para que trabajara cada organismo en el área que le correspondía. A estas entidades se les pidió establecer los fundamentos institucionales, de política y operativos de la política macroprudencial, vista esta como una herramienta vital y complementaria de la regulación tradicional para lograr el objetivo de mantener la estabilidad financiera en los planos interno y mundial (G20, 2010).

Uno de los primeros puntos a tratar en el marco del *FSB* fue la necesidad de establecer un régimen internacional sobre agencias calificadoras de riesgo (Stancanelli, 2011). De estas tratativas surgieron una resolución inicial en el año 2010 y una hoja de ruta que constó de dos partes, la primera expuesta el año 2012 y una posterior revisión de resultados en el año 2014. Los documentos mencionados contaron con la aprobación, divulgación y promoción de organizaciones financieras internacionales como ser el Comité Internacional de Sistemas de Pago y Liquidación (comúnmente referido como *CPSS*, por sus siglas en inglés), la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (comúnmente referida como *IAIS*, por sus siglas en inglés), la Organización internacional para la Cooperación y el Desarrollo económico (OCDE) y la Organización internacional de Comisiones de Valores (comúnmente referida como *IOSCO*, por sus siglas en inglés).

Retomando el análisis en torno a la formación y los cambios en los regímenes internacionales, cabe destacar nuevamente que Keohane y Nye toman la acepción de Kenneth Waltz respecto a los conceptos de estructura y proceso. Siguiendo estos desarrollos teóricos, se puede afirmar que los regímenes internacionales son factores intermedios entre la estructura, en este caso la del sistema financiero internacional y más específicamente en el *issue area* de la calificación crediticia, y los procesos de negociación que llevan a cabo los actores dentro de esta estructura. Vale recalcar, sobre este punto, que la estructura va a afectar

definitivamente la naturaleza del régimen, es decir, la flexibilidad o la rigidez de los principios normativos.

Teniendo en cuenta este enfoque de la teoría, se considera pertinente el análisis del proceso de negociación para esta resolución, y cómo influyó en los resultados.

## **2.1 Acerca del Consejo de Estabilidad Financiera (*FSB*)**

El *FSB*, cuya sede se encuentra en Basilea, fue creado en abril del año 2009 en la Cumbre del G20 en Londres como sucesor del Foro de Estabilidad Financiera<sup>10</sup>. En la mencionada cumbre, se determinó que su mandato se basaría en promover la estabilidad financiera internacional. El *FSB* realiza tal cometido mediante la coordinación de las autoridades financieras nacionales y los organismos internacionales de establecimiento de normas, mientras trabaja para desarrollar políticas de regulación, supervisión y otras políticas del sector financiero.

La institución busca fortalecer el sistema financiero y aumentar la estabilidad de los mercados financieros internacionales. Las políticas desarrolladas en el seguimiento de esta agenda son implementadas por jurisdicciones y autoridades nacionales.

El *FSB* está integrado por los responsables políticos de los ministerios de finanzas, bancos centrales y autoridades supervisoras y reguladoras de los países miembros del G20 y de otros cuatro centros económicos preponderantes financieramente: Hong Kong, Singapur, España y Suiza. Además, incluye organismos internacionales, incluidos emisores de normas y organismos regionales como el Banco Central Europeo y la Comisión Europea.

El *FSB* (2010) expresa en términos concretos y específicos que sus funciones son las siguientes:

- Evaluar las vulnerabilidades que afectan al sistema financiero global, así como identificar y revisar, de manera oportuna y continua dentro de una perspectiva

---

<sup>10</sup> Los miembros originales fueron el G-7, más otros cinco países que representaban importantes centros financieros: Australia, Hong Kong, Países Bajos, Singapur y Suiza. En marzo de 2009 se admitieron como nuevos miembros al resto de países del G-20: Argentina, Brasil, China, India, Indonesia, Corea, México, Rusia, Arabia Saudí, Sudáfrica y Turquía. Además, también se incorporaron España y la Comisión Europea poco antes de ser sustituido por el Consejo de Estabilidad Financiera.

macroprudencial, las acciones regulatorias de supervisión necesarias para abordar estas vulnerabilidades y sus resultados.

- Promover la coordinación y el intercambio de información entre las autoridades responsables de la estabilidad financiera.
- Monitorear y asesorar sobre la evolución del mercado y sus implicaciones para la política regulatoria.
- Monitorear y asesorar sobre las mejores prácticas para cumplir con los estándares regulatorios.
- Empezar revisiones estratégicas conjuntas de los organismos internacionales de establecimiento de normas y coordinar su respectivo trabajo de desarrollo de políticas para garantizar que este trabajo sea oportuno, coordinado y centrado en las prioridades y aborde las deficiencias.
- Establecer pautas para establecer y apoyar colegios de supervisores.
- Apoyar la planificación de contingencias para la gestión de crisis transfronterizas, en particular con respecto a empresas de importancia sistémica.
- Colaborar con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para realizar ejercicios de alerta temprana.
- Promover la implementación de las jurisdicciones miembro de los compromisos acordados, las normas y las recomendaciones de políticas, mediante el monitoreo de la implementación, la revisión por pares y la divulgación.

La estructura del *FSB* comprende el Plenario como único órgano de toma de decisiones, un Comité Directivo para llevar adelante el trabajo operativo entre reuniones plenarias y tres comités permanentes, cada uno con responsabilidades específicas pero complementarias hacia el proceso anterior. Además de los comités permanentes, el *FSB* cuenta también con grupos consultivos regionales (*RCG*, por sus siglas en inglés), con el objetivo de llegar a la mayor cantidad posible de países y jurisdicciones, en especial economías de mercados emergentes y en desarrollo.

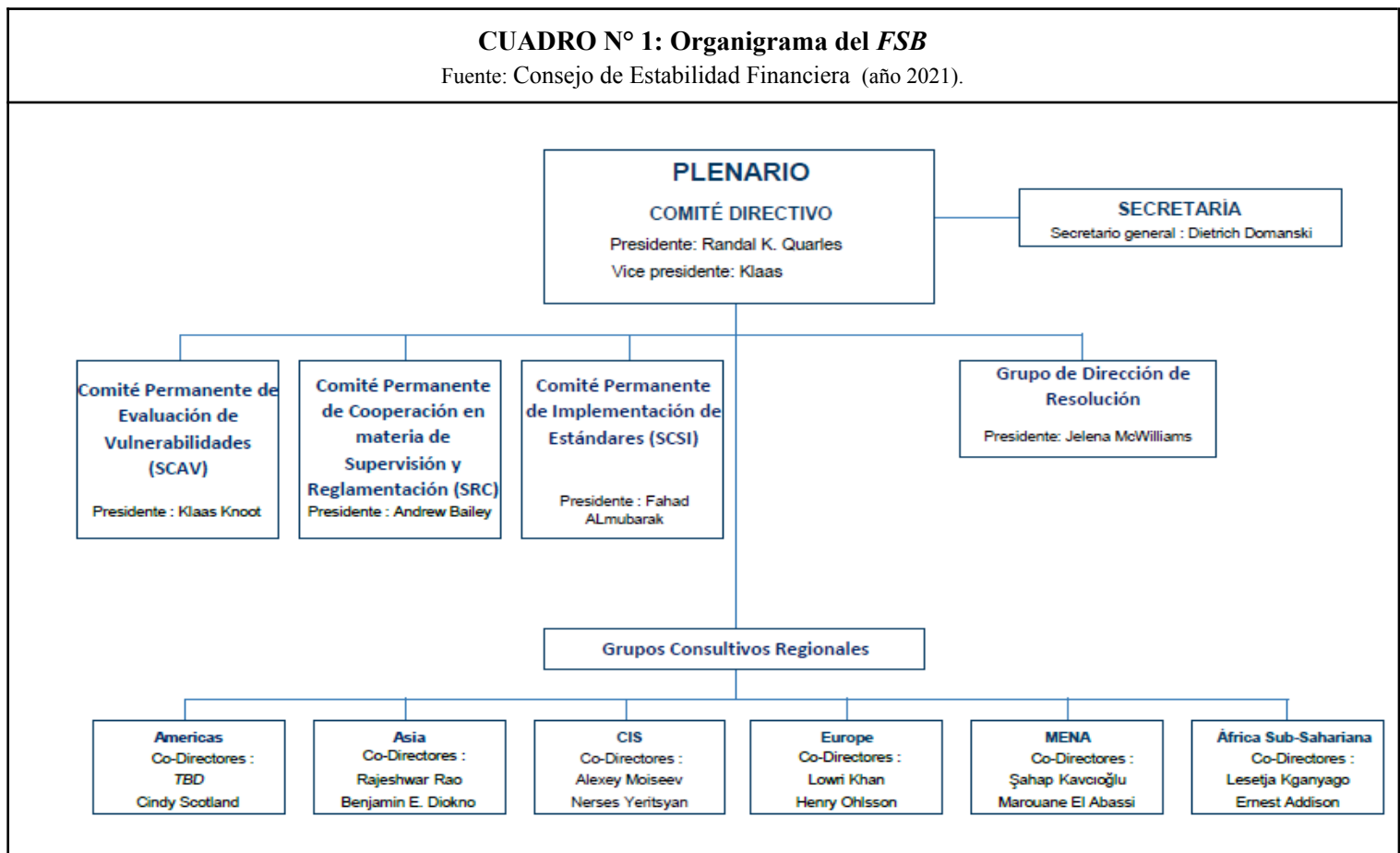
El Plenario está integrado por representantes de todos los miembros y actualmente está compuesto por 59 representantes de 25 jurisdicciones, seis representantes de cuatro instituciones financieras internacionales y ocho representantes de seis organismos internacionales de establecimiento de normas, reguladores, supervisores y del banco central (*FSB*, 2021). Las decisiones son adoptadas por mayoría simple, sin embargo, sólo los

representantes oficiales de los países miembros cuentan con el poder de voto<sup>11</sup> para la aprobación de resoluciones.

El Comité Permanente de Evaluación de Vulnerabilidades (*SCAV*, por sus siglas en inglés) es el principal mecanismo del *FSB* para identificar y evaluar riesgos en el sistema financiero. El Comité Permanente de Cooperación en materia de Supervisión y Reglamentación (*SRC*, por sus siglas en inglés) se encarga de realizar más análisis de supervisión o de formular una respuesta de política de reglamentación o supervisión a una vulnerabilidad material identificada por *SCAV*. El Comité Permanente de Implementación de Estándares (*SCSI*, por sus siglas en inglés) es responsable de monitorear la implementación de las iniciativas de políticas y estándares internacionales acordados por el *FSB*.

### CUADRO N° 1: Organigrama del *FSB*

Fuente: Consejo de Estabilidad Financiera (año 2021).



<sup>11</sup> Cada país cuenta con un voto. Los votos de los países de la Unión Europea están nucleados en el voto de la Comisión Europea.

Las decisiones del *FSB* no son legalmente vinculantes para sus miembros; en cambio, la institución opera por medio de la persuasión moral y la presión de los compañeros, con el fin de establecer políticas acordadas internacionalmente y estándares mínimos que sus miembros se comprometen a implementar a nivel nacional.

Los miembros del *FSB* se comprometen a buscar el mantenimiento de la estabilidad financiera, mantener la apertura y transparencia del sector financiero, implementar los estándares financieros internacionales (incluidas las 15 normas y códigos internacionales clave) y aceptan someterse a revisiones periódicas por pares, utilizando, entre otras pruebas, los informes del Programa de Evaluación del Sector Financiero (*FSAP*, por sus siglas en inglés) del FMI / Banco Mundial.

Tras haber comprendido y estudiado la formación, membresía y funcionamiento del *FSB*, el siguiente apartado se enfoca en el proceso de elaboración de la primera resolución de este organismo para el establecimiento de un régimen internacional sobre ACR.

## **2.2 Primera resolución sobre agencias calificadoras de riesgo del *FSB***

El *FSB* elaboró una primera resolución sobre agencias calificadoras de riesgo, la cual fue identificada por distintos especialistas como uno de los cimientos necesarios para la construcción de un régimen internacional sobre estos actores (Jacomé, 2013). Esta resolución establece “principios”<sup>12</sup> para reducir la dependencia de las calificaciones de las ACR en normas, leyes y reglamentos. En este respecto, se partió de la premisa que reducir la dependencia de la manera planteada implicaría una merma de los efectos de *rebaño*<sup>13</sup> y *acantilado*<sup>14</sup> que actualmente surgen de los umbrales de calificación de las ACR al estar éstas integradas en leyes nacionales, regulaciones y prácticas de mercado (Levin y Coburn, 2011).

---

<sup>12</sup> La referencia al término principios del *FSB* difiere al forjado en el marco de la teoría de los regímenes internacionales. En este último contexto, “principios” da cuenta de los primeros pasos necesarios para equiparar la situación regulatoria de las ACR en las distintas economías que forman parte de la institución, con miras a ser replicadas en el resto del sistema financiero internacional.

<sup>13</sup> Se habla del efecto rebaño cuando se tiende a comprar cuando se observa que la mayoría lo hace y a vender cuando ocurre lo propio, viendo en muchos casos empañada la capacidad para realizar un análisis realista de la situación.

<sup>14</sup> Se habla del efecto acantilado cuando se produce un repentino e inesperado descenso de las ayudas públicas con solo un ligero incremento de rentas. El peligro es que con una recuperación insuficiente haya una supresión de las ayudas que tenga consecuencias mayores.

El 9 de enero del año 2010, en Basilea, se dió la primera Cumbre Plenaria del *FSB* para realizar un esquema preliminar de los puntos y medidas regulatorias que se inscribirían en el marco de la primera resolución para el establecimiento de un régimen internacional sobre ACR (ONUDI, 2019). El resultado fue un extenso informe basado, casi en su totalidad, en los descubrimientos de la *SEC* y del *PSI* respecto al rol que tuvieron las ACR en la crisis del 2008. A partir de este informe se pensaron las regulaciones que debían ser adoptadas para que el alcance desmedido de las ACR deje de significar un riesgo inminente para la estabilidad del sistema financiero internacional (*FSB*, 2010).

En la Cumbre de Basilea, la Alta Representante de la Comisión Europea, Catherine Ashton, planteó la necesidad de elaborar cuanto antes una vasta regulación que englobe todas las competencias desmedidas que las ACR habían conseguido a lo largo de los años. Esta premisa fue respaldada sobre todo por las economías emergentes del *FSB* (Argentina, Brasil, India, México y Turquía), sin embargo, hubo discrepancia sobre todo por parte de Estados Unidos, respecto a la forma en la que esta primera resolución sobre agencias de calificación crediticia haría frente a todas las aristas tanto del funcionamiento propio de las ACR, como de la dinámica de éstas con los demás actores del sistema financiero (Mishkin, 2010).

Ashton expuso también que el Parlamento Europeo y del Consejo había aprobado ya una regulación sobre ACR en el año 2009 (*FSB*, 2010). Esta resolución, a la cual se hará referencia con más detalle en capítulo 3, cristalizaba las mayores preocupaciones de los miembros de la Unión respecto al accionar de las agencias de calificación crediticia y tenía como fecha límite para su implementación el año 2020 (UE, 2009).

El secretario del Tesoro de Estados Unidos, Henry Paulson, manifestó que el marco regulatorio que se proponía era muy ambicioso para una primera resolución, sobre todo teniendo en cuenta que se trataba de un sector que llevaba casi 80 años desarrollándose sin normativas o restricciones. El secretario del Tesoro propuso avanzar con propuestas más laxas que cada jurisdicción pudiese llevar a cabo internamente sin provocar inestabilidades en el funcionamiento del sistema (Mishkin, 2010).

Paulson (2010) expresó su preocupación por “pecar de imprudentes al tratar de avanzar sobre un camino sin pavimento”, y de esta manera, el secretario del Tesoro impulsó la iniciativa para establecer una primera resolución que contenga los “principios” básicos y necesarios de los cuales todas las economías debían partir para poder avanzar en la materia.

En esta primera instancia de negociación, se pudo apreciar dos tendencias muy marcadas: la europea, que mostró una firme iniciativa para avanzar sobre todos los aspectos del informe de la *SEC* y del *PSI*; y la estadounidense, que tuvo más bien una postura más reservada y cuidadosa respecto a varias cuestiones del informe mencionado, sobre todo en materia de regulación directa sobre las ACR, el secretario del Tesoro manifestó preferencia por centrarse en reformas del funcionamiento del mercado y su dinámica (Villeroy de Galhau, 2020).

Por otro lado, según Levin (2011), resulta evidente la inclinación de las economías emergentes dentro del *FSB* hacia la aprobación de una mayor regulación en todos los puntos tratados, ya que son estas economías las que tienen menores beneficios del actual funcionamiento del sistema financiero y en las que repercuten con mayor intensidad las debacles que el propio funcionamiento del sistema puede provocar.

El 27 de septiembre de 2010, en París, la Cumbre Plenaria del *FSB* resolvió, de acuerdo a la iniciativa estadounidense, elaborar una primera resolución para el establecimiento de un régimen internacional sobre ACR fijando una serie de “principios” para la reducción de la confianza y dependencia excesiva en agencias de calificación crediticia. Estos principios sentarían las bases y pavimentarían el camino para, después de su implementación, poder desarrollar una regulación más rigurosa en este sector (*FSB*, 2010).

La resolución dispuso que los principios tenían como objetivo catalizar un cambio significativo en las prácticas existentes, para poner fin a la dependencia mecanicista de los participantes del mercado hacia las calificaciones de las ACR y, en su lugar, establecer prácticas internas de evaluación del riesgo crediticio más sólidas. Se dispusieron de objetivos, para que los emisores de normas y reguladores hagan un seguimiento definiendo las acciones que serán necesarias para implementar cambios que perduren a lo largo del tiempo.

A pesar de que la iniciativa para establecer, en primera instancia, una resolución de principios más generales fue impulsada por Estados Unidos en la Cumbre Plenaria en París, fue este actor también el que mantuvo mayor discrepancia con la elaboración de algunos de estos principios. El, en ese entonces, presidente de la Reserva Federal y de la *SEC*, Christopher Cox, manifestó principalmente su desacuerdo con la inclusión de referencias a los bancos centrales en esta primera instancia y logró que este principio se establezca de la manera más laxa posible. También mantuvo una opinión en desacuerdo a la inclusión del

tratamiento de la responsabilidad civil de las ACR, logrando que este tópico no sea incluido en la resolución (Levin y Coburn, 2011).

El 27 de octubre del año 2010, el *FSB* aprobó la Resolución de Principios para Agencias Calificadoras de Riesgo en la Cumbre Plenaria en Seúl. El *FSB* concluyó esta resolución de principios solicitando a los emisores de normas y reguladores que examinaran los próximos pasos que debían ser tomados para traducir los principios en acciones políticas que condujeran al establecimiento de normas y reglas, teniendo en cuenta las circunstancias particulares de los productos, participantes del mercado y jurisdicciones, y manteniendo al mismo tiempo una adecuada consistencia internacional para evitar arbitrajes regulatorios (*FSB*, 2010).

Con este documento de base, se acordó tener como *deadline* al año 2015 para que los reguladores y emisores de normas de cada país miembro del *FSB* puedan implementar estos principios en sus propias normativas internas. Este tiempo fue acordado como un plazo razonable para poder llevar a cabo una transición que tenga en cuenta la necesidad de que los participantes del mercado desarrollen sus propias capacidades de gestión de riesgos para reemplazar la dependencia de las calificaciones de las ACR.

Esta transición debía darse en base a la implementación de los siguientes principios:

- 1.** Reducir las normas, leyes y reglamentos nacionales que impliquen dependencia hacia las calificaciones de las ACR.
- 2.** Fomentar que los inversores institucionales y otros participantes del mercado hagan sus propias evaluaciones crediticias, y no dependan única o mecánicamente de las calificaciones de las ACR.
- 3. a.** Evitar que las políticas de los bancos centrales tengan enfoques mecanicistas que puedan conducir a cambios innecesariamente abruptos en la elegibilidad de los instrumentos financieros y que puedan exacerbar los efectos acantilado.
- 3. b.** Promover la supervisión prudencial de los bancos comerciales, de inversión y corporativos.
- 3. c.** Impulsar una mayor divulgación de información completa y oportuna por parte de los emisores de valores.

A continuación se explicarán las cuestiones fundamentales de cada uno de estos principios y cuáles fueron las discusiones pertinentes a la hora de su elaboración, a fin de poder analizar posteriormente cómo fueron implementados por algunos de los miembros del *FSB*.

**Principio 1.** Reducir las normas, leyes y reglamentos nacionales que impliquen dependencia hacia las calificaciones de las ACR.

Este primer principio contó con el apoyo de todos los integrantes de la cumbre plenaria, ya que se consideró que era la base de todo el proceso de formación de un marco regulatorio sobre ACR. Fue también el principio que tuvo las repercusiones más perceptibles en las distintas economías nacionales que lo aplicaron (*FSB*, 2014).

Se determinó que las referencias a las calificaciones de las ACR debían eliminarse o reemplazarse solo una vez se hayan identificado las disposiciones de las leyes y reglamentos que se puedan implementar. Se hizo hincapié en que los emisores de normas y las autoridades debían desarrollar definiciones alternativas de solvencia crediticia y los participantes del mercado mejorar su gestión de riesgos y capacidades para permitir la introducción de estas disposiciones alternativas.

En este primer principio se pudo observar la percepción de que la fijación de las clasificaciones de las ACR en las normas y regulaciones contribuye significativamente a la dependencia del mercado de las calificaciones. Esto, a su vez, ocasiona efectos de acantilado del tipo experimentado durante la crisis de 2008, a través de la cual las rebajas de calificación de las ACR pueden amplificar la prociclicidad y causar alteraciones sistémicas.

Según Leal, Aranguiz y Gallegos (2017), de manera generalizada, los usos del sector oficial que fomentan la dependencia hacia las calificaciones de las ACR han reducido las propias capacidades de los bancos, los inversores institucionales y otros participantes del mercado que podrían realizar sus propias evaluaciones del riesgo crediticio de una manera indeseable para algunas corporaciones. De esta manera, este principio se vincula con el siguiente, con el cual se buscó iniciar el camino para revertir esta situación.

**Principio 2.** Fomentar que los inversores institucionales y otros participantes del mercado hagan sus propias evaluaciones crediticias, y no dependan única o mecánicamente de las calificaciones de las ACR.

También hubo consenso del total de los participantes de la cumbre plenaria en este segundo principio. Sin embargo, se observaron muchas dificultades a la hora de implementarlo; sólo la Unión Europea y, en menor medida, Estados Unidos, pudieron llevarlo a cabo (*FSB*, 2014).

Se estipuló que el diseño de normativas y otras acciones oficiales hacia este sector debían apoyar este principio. Así mismo, las empresas debían asegurarse de tener la experiencia adecuada y los recursos suficientes para gestionar el riesgo crediticio al que están expuestas y divulgar públicamente información sobre su enfoque de evaluación crediticia y procesos, incluido el grado en el que depositan su confianza y otros usos de calificaciones de ACR.

Cabe recalcar que el *FSB* aclaró que las ACR desempeñan un papel importante y sus calificaciones se pueden utilizar adecuadamente como un aporte al propio juicio de las empresas como parte de los procesos internos de evaluación crediticia. Pueden también proporcionar en las economías de escala, el análisis del crédito en nombre de los más pequeños y menos sofisticados inversores, y pueden ser utilizadas como compradoras externas por todos los inversores en sus propias evaluaciones. En general, por lo tanto, los principios en esta área reconocen estas útiles funciones e indican que se debe poder diferenciar su rol según el tamaño y la sofisticación de la empresa, y según a la clase de activos de los instrumentos en cuestión (por ejemplo, soberanos, corporativos o estructurados) y materialidad de las exposiciones relevantes.

**Principio 3. a.** Evitar que las políticas de los bancos centrales tengan enfoques mecanicistas que puedan conducir a cambios innecesariamente abruptos en la elegibilidad de los instrumentos financieros y que puedan exacerbar los efectos acantilado.

El fundamento principal de este principio fue que los bancos centrales debían emitir sus propios juicios crediticios sobre los instrumentos financieros que aceptasen en las operaciones de mercado, tanto como garantía como como compra directa (*FSB*, 2010). Sin embargo, a este principio se le agregaron distintas salvedades propuestas por el presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos y de la *SEC*.

En cuanto a la postura de la Unión Europea, fue fuertemente reticente a estas salvedades, la Alta Representante de la Comisión Europea manifestó que esta resolución debía ejercer la presión suficiente y necesaria sobre órganos tan determinantes como los bancos centrales, especialmente si se trataba de los principios base para la posterior formación de un marco normativo y regulatorio de esta *issue area* (Ashton, 2010).

La propuesta estadounidense fue asistida principalmente por Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Japón, Hong Kong, Singapur y Suiza. Posteriormente a la votación se sumaron otros países consiguiendo así que este principio sea menos determinante para el accionar de los bancos centrales (Guindos, 2021).

En consecuencia, se determinó que los bancos centrales debían evitar un uso mecanicista de las calificaciones de las ACR excepto cuando no fuera factible hacer determinaciones independientes de si un instrumento debía ser elegible en sus operaciones (tanto por estar preparado para rechazar activos ofrecidos como garantía o para compra directa a pesar de sus calificaciones externas y por evaluar si cualquier cambio de calificación externa debería conducir a un cambio en una elegibilidad o recorte del instrumento). Por otro lado, los bancos centrales se reservaban el derecho a aplicar medidas de control de riesgos tales como recortes adicionales a cualquier instrumento financiero ya sea individual o de garantías basadas en un riesgo interno, y el derecho a aplicar medidas adicionales de control de riesgos, tales como recortes a cualquier instrumento financiero individual que no haya estado sujeto a una evaluación interna de riesgos por parte del banco central.

Como conclusión de este principio, se manifestó que se esperaba que se tenga un beneficio en cadena al reducir el efecto de las calificaciones de las ACR en el sector privado y en las políticas de inversión, en la medida en que las políticas eliminen la aceptabilidad como garantía del banco central (por ejemplo, en políticas regulatorias de liquidez). Al mismo tiempo, se esperaba que los bancos centrales comunicaran sus operaciones de mercado de tal manera que evite la incertidumbre innecesaria del mercado y del uso de evaluaciones internas para determinar la elegibilidad.

**Principio 3. b.** Promover la supervisión prudencial de los bancos comerciales, de inversión y corporativos.

En este principio se estipuló que los bancos comerciales, de inversión y corporativos también debían tener la capacidad de realizar sus propias evaluaciones de solvencia crediticia, así como de otros riesgos relacionados con los instrumentos a los que están expuestos y deben satisfacer a los supervisores con esa capacidad.

En consecuencia el *FSB* estableció que, con el fin de proporcionar disciplina de mercado, los bancos debían divulgar públicamente información sobre su enfoque de evaluación crediticia y la proporción de su cartera (o de clases de activos particulares) para

las que no han realizado un crédito interno de evaluación. Esto podría ser necesario, por ejemplo, a través del Pilar 3 del Acuerdo de Basilea II<sup>15</sup> como marco de referencia.

La necesidad de establecer este principio se basó principalmente en que los bancos que utilizaban el método estandarizado de Basilea II tenían como requisito un capital mínimo basado en las calificaciones crediticias de las ACR (*FSB*, 2010). Por esta razón se determinó que mientras algunos bancos continúen teniendo requisitos de capital basados en las calificaciones de ACR, los procesos de supervisión debían dar lugar a la comprensión de los usos apropiados y las limitaciones de las calificaciones de las ACR.

En este aspecto Jacomé (2013) reconoce que estos enfoques requerirían un estudio más a fondo de las formas en que podrían cambiar los incentivos de los bancos. Por ejemplo, los supervisores necesitarían supervisar cuidadosamente el modelo crediticio interno para protegerse contra los incentivos para que los bancos hagan calificaciones internas más altas que las calificaciones externas.

**Principio 3. c.** Impulsar una mayor divulgación de información completa y oportuna por parte de los emisores de valores.

Se determinó la necesidad de realizar un mayor fomento en las distintas normativas nacionales para que los emisores de valores divulguen información completa y oportuna que permita a los inversores hacer sus propios juicios de inversión independientes y riesgo crediticio evaluaciones de esos valores. En el caso de valores que cotizan en bolsa, esto debía ser una revelación pública.

La premisa inicial para el establecimiento de este principio fue que en algunos casos, los inversores tenían menos acceso a la información del emisor que tenían las ACR, lo que aumentaba su dependencia hacia las calificaciones de estos agentes. Por lo tanto, una mejor divulgación de los emisores a los inversores facilitaría el desarrollo de capacidades en bancos, gestores de inversiones e inversores institucionales para llevar a cabo su propia

---

<sup>15</sup> **Transparencia: reporte y publicación:** Se establecieron recomendaciones en cuanto a la necesidad de que las entidades faciliten información clara sobre su perfil de riesgo, así como sobre las actividades y controles utilizados para mitigar los riesgos asumidos. Es una guía sobre la información que los bancos deben publicar con el fin de dar mayor transparencia a la estructura y suficiencia del capital, y la exposición al riesgo de la institución. Los datos usados en esos informes han de ser ciertos, es decir, que una vez la información es pública, los datos deben ser justificables y consistentes.

evaluación de la solvencia de los productos financieros en los que invierten y, por lo tanto, mejoraría su capacidad para evitar la dependencia mecánica de las calificaciones de las ACR.

Se determinó que el *deadline* para la implementación de estos principios sería el año 2015, sin embargo ante la falta de las respuestas y avances esperados, en noviembre de 2012, el *FSB* publicó una “Hoja de Ruta” con cronogramas para acelerar la implementación de los principios de la resolución sobre ACR, en el siguiente apartado se exponen las determinaciones de este documento.

### **2.3 Publicación de la “Hoja de ruta” y revisión de sus resultados**

La Hoja de Ruta fue publicada en dos etapas. La primera etapa comprendió un inventario de las referencias existentes a las calificaciones de las ACR en leyes y reglamentos de las autoridades y de reformas para reducir estas referencias.

Este documento estableció algunas prácticas que podrían ayudar a las autoridades nacionales para perfeccionar sus planes de acción y varias recomendaciones para abordar algunos de los desafíos que obstaculizan el progreso hacia la implementación de los principios (*FSB*, 2012).

En concreto la Hoja de Ruta dispuso que:

1. Las autoridades nacionales debían considerar la posibilidad de perfeccionar sus planes de acción a medida que se obtuvieran las lecciones de la experiencia adquirida e incorporar las prácticas establecidas, según corresponda. Al perfeccionar e implementar sus planes, las autoridades debían considerar la adopción de un enfoque nacional más coordinado e integral (a través de agencias y sectores). Al mismo tiempo, debían alentar a los participantes del mercado a promover y adoptar de manera proactiva enfoques alternativos que reflejen a su sector y diferencias regionales y coherentes con los principios del *FSB*.

2. Las autoridades nacionales debían entablar diálogo con los participantes del mercado sobre el fortalecimiento procesos internos de evaluación crediticia y desarrollo de medidas alternativas de solvencia. El *FSB* ayudaría en este proceso con la organización de talleres para participantes del mercado y autoridades nacionales, incluidos los de los Grupos de Consulta Regional del *FSB*, para compartir experiencias.

3. Las autoridades nacionales debían protegerse contra la tentación de adoptar un pequeño número de medidas alternativas (por ejemplo, medidas basadas en el mercado como

*CDS*) de evaluación de solvencia crediticia en lugar de las calificaciones de las ACR, lo que podría resultar también en prociclicidad sustituida y comportamiento rebaño.

4. Las autoridades nacionales debían alentar a los participantes del mercado a revisar las disposiciones dentro de sus contratos privados, como disparadores de calificaciones, que representarían una dependencia mecánica de las calificaciones de las ACR. Para lograr esto, las autoridades nacionales podrían trabajar con asociaciones industriales para desarrollar orientaciones hacia mejores prácticas.

En el año 2014, se publicó lo que consideró la segunda etapa de esta hoja de ruta, que consistió en una revisión por pares que examinó los planes de acción de las autoridades nacionales para cambiar las leyes y regulaciones para reducir las referencias a las calificaciones de la ACR y los pasos tomados o que se estaban tomando para promover e incentivar las propias capacidades de evaluación crediticia de los participantes del mercado, incluyendo fomentar o exigir la divulgación de los procesos de evaluación crediticia.

Los objetivos de las revisiones fueron fomentar implementación coherente entre países y sectores para evaluar (cuando sea posible) la medida en que las normas y políticas han tenido los resultados previstos, e identificar brechas y debilidades en las áreas revisadas para hacer recomendaciones en su seguimiento (incluso a través del desarrollo de nuevos estándares) por miembros del *FSB*.

Las conclusiones fueron que los avances de las autoridades nacionales en el desarrollo de propuestas para estándares alternativos de solvencia había sido lento e incompleto, con la excepción del plan de Estados Unidos y el de la Unión Europea. Consecuentemente, en el informe se estimaba que la mayoría de los participantes del mercado probablemente perderían la fecha de implementación de finales de 2015. El *FSB* concluye este apartado del examen interino provisional recalando que los esfuerzos de las autoridades nacionales para implementar la hoja de ruta debían acelerarse.

En el caso de Estados Unidos, las reformas se consolidaron a través de la implementación de la sección 939A de la ley Dodd-Frank Wall Street, Ley de Reforma y Protección al Consumidor de 2010 (DFA), que requirió la eliminación de referencias a las calificaciones crediticias que tienen el potencial de desencadenar una dependencia única o mecánica en sus orientación regulatoria y de supervisión basada en un principio general para reducir la dependencia excesiva calificaciones crediticias (*FSB*, 2014: 15).

En la Unión Europea, las reformas se implementaron a través del artículo 5a y 5b del Reglamento ACR (CRA III). En efecto, el Alto Representante de la Comisión Europea aseguró que “sin perjuicio de su derecho de iniciativa, la Comisión Europea seguirá revisando si las referencias a las calificaciones crediticias en El Derecho de la Unión desencadena o tiene el potencial de desencadenar una dependencia única o mecánica de las calificaciones crediticias (...), Con el fin de eliminar todas las referencias a las calificaciones crediticias en el Derecho de la Unión para fines del 1 de enero de 2020, siempre que las alternativas adecuadas a la evaluación del riesgo de crédito hayan sido identificadas e implementadas.” (Parlamento Europeo y del Consejo, 2013).

En lo que respecta al resto de las jurisdicciones, una gran mayoría indicó que no se tomarían medidas concretas hasta que los emisores de normas internacionales proporcionen orientación sobre estándares alternativos de solvencia, y algunas otras plantearon que se comprometerían con participantes del mercado con el fin de fomentar una mayor discusión sobre alternativas y realizar talleres para intercambiar opiniones sobre posibles alternativas.

En respuesta a estas declaraciones, Estados Unidos adoptó y propuso estándares alternativos de solvencia, como el uso de la Organización para la Cooperación Económica y Desarrollo (OCDE) para la elaboración de calificaciones de riesgo país como base para nuevos requisitos de capital para las instituciones financieras (*SEC*, 2013).

Se recalcó en la elaboración de este documento, que los Principios del *FSB* no implicaban que los participantes del mercado debían confiar mecánicamente en otra fuente que no sean las agencias de calificación crediticia, para proporcionar calificaciones de crédito. Esto podría conducir a la prociclicidad de la misma manera que el uso de calificaciones de ACR. En efecto, la hoja de ruta reconoció que la reducción de la dependencia mecánica de las calificaciones de la ACR a través de estándares, leyes y las regulaciones sólo podrían tener el resultado deseado si los participantes del mercado reforzarán su propia capacidad de evaluación crediticia.

## Reflexiones finales del capítulo

A lo largo de este capítulo se pudo apreciar que la iniciativa del *FSB*, como organismo internacional encargado de la promoción y mantención de la estabilidad financiera global, para establecer los primeros pasos hacia la formación de un régimen internacional sobre ACR no dio los frutos esperados en el tiempo que fue estipulado, esto es, hasta el año 2015.

Se pudo observar dos posturas distintas en los ámbitos de negociación dentro de las cumbres plenarias del *FSB*, la de la Unión Europea (que nucleaba en aquel entonces a cinco de las potencias financieras internacionales) que se inclinaba hacia una inclusión de disposiciones más abarcativas y exhaustivas para iniciar el proceso de formación del régimen; y la de Estados Unidos, que cristaliza intenciones de establecer disposiciones más laxas que dejaran de lado temas cruciales para el funcionamiento de la dinámica financiera global.

La postura estadounidense predominó en el ámbito de toma de decisiones y finalmente, se elaboró una primera resolución que contenía los “principios” básicos a ser implementados por las distintas jurisdicciones como primer paso para allanar el camino hacia el establecimiento de un posterior régimen internacional sobre ACR.

Sin embargo, la revisión de resultados por pares del *FSB* de 2014, evidenció una falta generalizada de voluntad gubernamental a la hora de implementar los principios de la resolución; y por lo tanto, la pérdida del *deadline* que se fijó para el año 2015.

En el siguiente capítulo, se analizarán las respuestas gubernamentales puntuales de Estados Unidos y de la Unión Europea, en pos de avanzar con el análisis del rol de las potencias financieras y de Estados Unidos como hegemón en este proceso.

## Capítulo 3

### **Respuestas y repercusiones en las potencias financieras internacionales**

El estudio y análisis de las respuestas gubernamentales a los principios del *FSB* resultan necesarios para poder examinar la repercusión que tuvo esta resolución en calidad de una de las primeras iniciativas internacionales para establecer un régimen internacional sobre ACR. Consecuentemente, se considera pertinente evaluar, dentro de lo posible, el impacto que tuvo el accionar de algunos de los miembros del *FSB*, con el objetivo de dar respuesta a los interrogantes respecto a las repercusiones que tuvo esta iniciativa en las potencias del sistema financiero internacional.

Al respecto, cabe retomar la aproximación teórica con la cual parte este análisis. El institucionalismo liberal expresa que para la formación o transformación de un régimen internacional, no hace falta que los costos sean asumidos por la coerción tradicional, es decir que un régimen internacional puede darse como un resultado positivo para los participantes del mismo. Por otro lado, hace falta un hegemón que cubra con los costos simbólicos y políticos de la creación del régimen internacional, sin embargo se entiende que el régimen podría subsistir si desaparece el hegemón, siempre y cuando sea visualizado como una instancia que genere más consecuencias positivas que negativas para los actores que intervienen.

Tanto Keohane y Nye (1977), como Kegley (1995), afirman que en el nuevo contexto mundial tomarían relevancia las discusiones gubernamentales sobre la distribución de ganancias y por ende, sobre la pérdida de autonomía provocada por el auge de la interdependencia económica. El cambio de régimen, o la gestación de uno nuevo sería entonces un proceso de adaptación gradual a nuevos volúmenes y nuevas formas de actividad económica transnacional, abriéndose así la posibilidad a que algunos gobiernos no resistan la tentación de interrumpir o romper los regímenes debido al alto costo que ellos significarían para su crecimiento económico.

Por ello, resulta fundamental realizar un análisis particularmente centrado en las respuestas de las potencias que lideraron este proceso. Teniendo en cuenta, además, que en el

caso de Estados Unidos, es este el país de origen de las tres principales ACR, y como se pudo apreciar en el primer capítulo, es donde se establecieron sus formas de funcionamiento, que luego se replicaron en el resto del sistema internacional. En consecuencia, examinar su rol en este proceso se torna imprescindible.

### **3.1 Estados Unidos: hegemonía del Sistema Financiero Internacional**

En los años posteriores a la crisis del 2008, se abrió un gran debate en distintas disciplinas respecto al declive de la hegemonía estadounidense.

Retomando el enfoque teórico del institucionalismo liberal, es pertinente destacar el trabajo de Joseph Nye (2011) en el cual afirma que resulta evidente la imposibilidad de determinar si un actor tiene poder solo en función de los recursos que posee, es preciso definir “poder para qué”. Se debe especificar quiénes están involucrados en una relación de poder, así como también qué áreas de cuestiones son consideradas.

Siguiendo este enfoque, Borda (2013) y Nacht (2014) coinciden en que al realizar un análisis que no esté solo concentrado en la posesión de recursos, y que contemple los diferentes aspectos que mediatizan su utilización y su traducción efectiva o no en poder real, queda evidente que Estados Unidos aún puede ser considerado líder y hegemonía del sistema financiero internacional.

En este subapartado se analizará la concepción estadounidense de las agencias calificadoras de riesgo y el rol que adoptaron en su legislación. Resulta pertinente tener en cuenta que las tres primeras ACR y las que detentan más peso a nivel internacional hasta el día de hoy son de origen estadounidense. En efecto, este factor es muy importante a la hora de analizar el avance, empoderamiento y la forma en la que dichas ACRs afectaron el rol de Estados Unidos en la creación de un régimen internacional en calidad de hegemonía financiero internacional. Por último, se expondrán las respuestas estadounidenses a la resolución de principios sobre ACR del *FSB* analizando la relación causal entre la postura que adoptó en las negociaciones para la elaboración de esta resolución, y el mismo accionar gubernamental.

#### **3.1.1 Las ACR en la legislación estadounidense**

En una publicación en el *Wall Street Journal* en el año 1976, Michael Geczi expresó que hay tres características que definen a una agencia calificadora de riesgo (caracterización que al día de hoy sigue siendo utilizada por muchos académicos). Estas características son: a)

la accesibilidad pública y difusión generalizada de sus calificaciones; b) la evaluación del riesgo crediticio del emisor basada en modelos de algún tipo; c) el pago de una tasa por parte del emisor o los participantes del mercado a la Agencia.

Por otro lado, la ley estadounidense Bolsa de Valores (15 U.S.C.S. § 78c)<sup>16</sup> define a las Agencias Calificadoras de Riesgo como cualquier persona:

- a) comprometida en el negocio de la emisión de calificaciones crediticias en internet o en algún otro medio fácilmente accesible, gratis o por una tasa que sea razonable, pero no incluye empresas de informes crediticios comerciales.
- b) que emplee un modelo cuantitativo y/o cualitativo para determinar las calificaciones crediticias.
- c) que reciba tasas de los emisores, inversores u otro participante del mercado.

Las expresiones “agencia calificadora de riesgo” y “agencia de calificación” se difundieron en los círculos bancarios y académicos recién a partir de mediados de la década de 1930. Coincidió con el auge del *New Deal* y el nacimiento del Estado administrativo moderno, y reflejaba la opinión contemporánea de que las ACR se habían convertido en reguladoras de facto (Keßels, 2018).

Las calificaciones se volvieron más importantes para las decisiones de los inversores, a través de la elaboración de reglas estadounidenses que hacían referencia a las calificaciones. En el año 1931, la Oficina del Controlador de la Moneda de los Estados Unidos<sup>17</sup> (en adelante *OCC*, por sus siglas en inglés) promulgó la primera regla que incorporó a las calificaciones crediticias. Fue emitida en un momento en el que el mercado de bonos estadounidense se encontraba con una tendencia bajista, esta norma indicaba que los bancos debían valorar sus carteras de la siguiente manera: estaban obligados a informar los bonos del gobierno y municipales de Estados Unidos, así como otros valores nacionales y extranjeros con las cuatro calificaciones más altas AAA, AA, A y BBB a su valor nominal; y de forma contraria,

---

<sup>16</sup>Comúnmente llamada Ley de 1934, rige la negociación secundaria de valores (acciones, bonos y obligaciones) en Estados Unidos. Esta ley y los estatutos relacionados forman la base de la regulación de los mercados financieros y sus participantes en Estados Unidos. La Ley de 1934 también estableció la Comisión de Bolsa y Valores, la agencia principalmente responsable de la aplicación de la ley federal de valores de Estados Unidos.

<sup>17</sup> Es parte del Departamento del Tesoro de Estados Unidos. Su misión es regular y supervisar todos los bancos nacionales y cooperativas de ahorro federales, así como las sucursales federales de bancos extranjeros, con el fin de asegurar que su funcionamiento sea seguro y cumpla con la ley.

los valores nacionales y extranjeros calificados como BB e inferiores a valor de mercado (*The American Economic Review*, 1939).

En el año 1936, la OCC lanzó una segunda norma que refería a las calificaciones crediticias: estableció que los bancos de Estados Unidos podrían mantener solo los títulos calificados en las cuatro mejores categorías de calificaciones, los bonos del gobierno estadounidense y municipales estaban fuera del ámbito de esta regla. Esta regla tuvo el propósito de evitar tenencias de bonos con grados especulativos o con riesgo de default. Sin embargo, como resultado del lobby bancario, la OCC se rehusó a utilizar el término “especulación” (*American Economic Review*, 1939). Luego de la Segunda Guerra Mundial, Estados Unidos avanzó más en las regulaciones sobre calificaciones: la SEC impuso recortes de capital más altos a los valores de grado especulativo de los operadores de bolsa y facilitó los requisitos de divulgación para los bonos de grado de inversión en los años 1976 y 1982 (*FED*, 1994).

La referencia a Standard & Poor ‘s, Moody’s y Fitch como agencias de calificación crediticia contribuyó a otorgar a las calificaciones de estas agencias una impronta cuasi regulatoria y facilitó la dependencia generalizada por parte de agencias gubernamentales como la SEC y por parte de los inversionistas. Morton (1939) resumió esta visión de la siguiente manera:

*“La Ley Bancaria de 1935 transfirió la responsabilidad de decidir sobre las clases de valores que se comprarían a las agencias gubernamentales, que a su vez la han delegado a instituciones privadas: Fitch, Moody’s, Poor’s y Standard Statistics.”*

Con la llegada de la globalización financiera en la década de los 80, obtener un crédito se volvió algo crucial para los emisores de deuda que querían acceder al mercado de capitales, quienes no tenían una evaluación interna del riesgo crediticio comparable a las que utilizaban los bancos. Esto condujo al incremento de regulaciones basadas en calificaciones de crédito en todo el mundo e impulsó este mercado. En los Estados Unidos, las referencias de títulos a las *Nationally recognized statistical rating organizations (NRSRO)* se multiplicaron por diez entre 1980 y los 2000, la dependencia de las calificaciones de crédito se amplió todavía más tras la firma del Tratado de Basilea II en el año 2004 y su implementación en los siguientes años (Tapia, 2002).

En el Tratado de Basilea II se estableció que bajo el llamado “enfoque estándar” el cálculo de los requerimientos mínimos de capital que estaba condicionado a las calificaciones asignadas a las entidades sobre las que un banco tenía reclamos. Cuanto mayor era la calificación, menor sería el requisito de capital<sup>18</sup>.

Respecto a la responsabilidad civil de las ACR en la legislación estadounidense, Waibel & Norbert Gaillard (2017) afirman que las ACR disfrutaron de una “cuasi inmunidad” mientras asignaron sus calificaciones en interés de los inversores, de esta manera los tribunales las consideraban un discurso en virtud de la “*First Amendment*”<sup>19</sup>. Es importante destacar que esta línea de casos de la Primera Enmienda limitó durante un periodo de tiempo considerable, la capacidad de la *SEC* para regular las ACR.

Sin embargo, una vez que las ACR cambiaron su modelo de negocio y comenzaron a cobrar a los emisores por las calificaciones, asignando así cada vez más sus calificaciones en interés de los emisores (es decir, los bancos de inversión de emitían productos financieros estructurados en lugar de los inversores), sus calificaciones e informes se convirtieron en un discurso comercial.

Es en la década del 2000, que las ACR comenzaron a emitir cada vez más calificaciones sesgadas e infladas, y se volvieron más vulnerables a las demandas y a la aplicación de la normativa. En el siguiente apartado se expondrán las indagaciones realizadas respecto a esta problemática.

### **3.1.2 Inicios de un pérdida de inmunidad de las ACR en el sistema judicial estadounidense**

Uno de los hitos más importantes en el avance de esta materia fue en el año 2013, cuando el Departamento de Justicia de los Estados Unidos demandó a Standard & Poor 's por más de 5 billones de dólares por fraude que afectó a las instituciones financieras aseguradas por el Gobierno federal. S&P y el Departamento de Justicia de los Estados Unidos llegaron a

---

<sup>18</sup> Por ejemplo, los bancos podrían aplicar una ponderación de riesgo del 20% a los activos frente a emisores corporativos calificados entre AAA y AA-. La ponderación de riesgo requerida se elevó al 50 por ciento para la deuda corporativa calificada en A+ y A-, y así sucesivamente.

<sup>19</sup> Durante la mayor parte del período posterior a la Segunda Guerra Mundial, los tribunales estadounidenses fueron unánimes en la concepción de las calificaciones como “libertad de expresión” considerándolo discurso protegido en virtud de la Primera Enmienda de su Constitución Nacional.

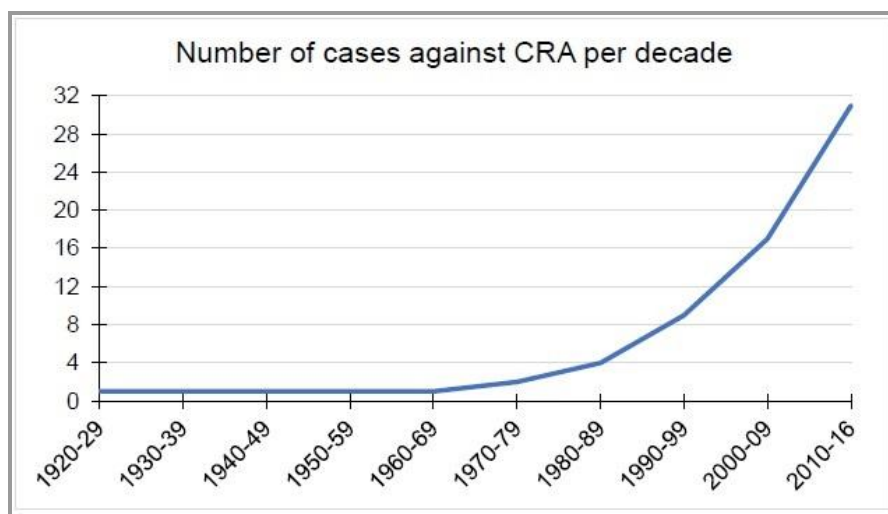
un acuerdo del caso en febrero del 2015 por un valor de 1375 billones de dólares, una suma sin precedentes para demandas contra ACR (United States District Court Central District of California Southern Division, 2011).

El análisis comparativo de la responsabilidad de las ACR sugiere que en la mayoría de las jurisdicciones es difícil identificar tales normas. Según Uwe Blaurock (2007), debido a la naturaleza de las evaluaciones de riesgo realizadas por las agencias de calificación, el producto final, una predicción del futuro, es difícil de probar como “correcto” o “incorrecto”. Este es el primer problema con la determinación de la responsabilidad, pero no excluye la posibilidad de responsabilizar a una agencia de calificación, ya que puede ser posible identificar errores ilícitos en, por ejemplo, el análisis, las fuentes de datos o las metodologías empleadas por la agencia. La primera distinción clave que debe establecerse es entre la responsabilidad basada en un producto ilícito (difícil de mostrar como algo que no sea una opinión subjetiva) y la responsabilidad basada en medios ilícitos de obtener el producto (más fácil de mostrar errores objetivamente identificables). Sin embargo, demostrar que los medios empleados por una agencia de calificación eran ilícitos puede ser muy problemático debido a la falta de acceso a la evidencia y/o naturaleza altamente controvertida de los algoritmos y otros medios de análisis utilizados, además, esos medios a menudo no son transparentemente divulgados.

Tras la crisis financiera global de 2008, los litigantes privados, los fondos públicos de pensiones y el gobierno federal de varios Estados de los Estados Unidos, entablaron más de 60 demandas en tribunales estatales y federales contra las tres principales ACR por calificaciones emitidas antes de la crisis financiera. A raíz de la crisis financiera mundial, una gran parte de los inversores privados demandó a las ACR por tergiversación en el derecho consuetudinario. Hasta la fecha, ningún tribunal de los Estados Unidos ha responsabilizado a una ACR ante los inversores por daños y perjuicios por tergiversación o según la ley de valores, sin embargo sí hubo varios acuerdos importantes (Bellil, 2019).

## GRÁFICO N° 2: Número de casos contra las ACR por década.

Fuente: *University of Cambridge* (año 2017)



Pese a este avance significativo en la solución de estos litigios, durante el año 2010 y 2011 se presentaron diversas manifestaciones en la prensa tanto de sectores académicos, como de agrupaciones activistas sociales en contra de “falta de acción” del gobierno. Distintos economistas acusaron de negligencia y la falta de compromiso al gobierno estadounidense por su actuación en foros multilaterales, como fue el caso del *FSB*, al frenar el avance de esta problemática (BBC, 2011).

En una entrevista de la BBC (2011), el economista Henry Cohen atribuyó esta falta de iniciativa al conflicto de intereses políticos que implican los litigios con las tres ACR más grandes:

*“Para emitir bonos al mercado hay que salir con una buena calificación de riesgo, una entidad que maneja el dinero de otros, como un fondo de pensiones, tiene la obligación de comprar bonos AAA. Si Moody’ s, S & P y Fitch bajaran la calificación de Estados Unidos, muy probablemente los fondos de pensiones dejarían de comprar los bonos del tesoro estadounidense porque ya no tendrían esa calificación triple A. Imagínense lo que eso causaría”.*

A pesar de que los casos y acuerdos recientes respaldan la opinión de que Fitch, Moody's y S&P fracasaron como guardianes de los mercados financieros, el nuevo “régimen” de responsabilidad que comenzó a surgir en los años posteriores a la crisis del 2008 continúa

siendo relativamente indulgente. Además los emisores de deuda aún dependen de las calificaciones crediticias y es complicado encontrar sustitutos simples y sólidos de las calificaciones crediticias. Esto sugiere que la ley y la regulación puedan ser incapaces de frenar algunas prácticas de mercado profundamente arraigadas incluso cuando dichas prácticas han tenido consecuencias calamitosas para todo el sistema financiero internacional en su totalidad.

Se consideró pertinente incluir el avance de la problemática de la responsabilidad civil legal en el análisis ya que fue uno de los tópicos más controvertidos en las instancias de negociación de las cumbres plenarias del *FSB*. En este sentido, Estados Unidos tuvo la victoria en la votación pertinente, logrando que esta materia no sea incluida en la resolución de principios sobre ACR (Guindos, 2021). En el siguiente apartado se analizarán las respuestas gubernamentales estadounidenses en base a los principios establecidos por el *FSB*.

### **3.1.3 Implementación de los principios del *FSB***

El *FSB* (2010) toma el plan de implementación de Estados Unidos como uno de los más eficaces junto al de la Unión Europea. Aún así, la implementación de los principios de la resolución del *FSB* no ha llegado a completarse hasta el día de hoy. Los avances más significativos se dieron en el marco de la promulgación de la ley Dodd-Frank, sin embargo, no se logró catalizar un avance real en la capacidad de evaluación crediticia propia de los bancos, inversores institucionales y otros participantes del mercado.

En cuanto al tratamiento de la actividad de la Reserva Federal, si bien Estados Unidos logró que en la resolución de Principios del *FSB* se introduzcan distintas salvedades a su control en cuanto a la utilización de calificaciones de las ACR, el congreso rechazó los distintos intentos de normativa gubernamental al respecto (Conti-Brown, 2021).

Un primer conjunto de las disposiciones de la ley Dodd-Frank, se centra en las metodologías de la calificación crediticia. Requiere que las agencias con estatus avalado por la *SEC* (el estatus *NRSRO*) desarrollen una estructura de control interno, utilicen datos y modelos cualitativos y cuantitativos, apliquen de manera consistente metodologías en todas las calificaciones, y que se aseguren de que las ACR evalúen las probabilidades de *default*<sup>20</sup>.

---

<sup>20</sup>Dodd-Frank Act, Section 932(a)(3). Internal Controls over Processes for Determining Credit Ratings. 93 Section 932(r). Credit Ratings Methodologies. 94 Section 938. Universal Ratings Symbols. 95 Section 932(q). Transparency of Ratings Performance. 96 Section 932(p)(1). Regulation of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations. Establishment of the Office of Credit Ratings.

La Sección 939 G de la ley Dodd-Frank anuló la Regla 436 G de la *SEC*, que había eximido a las calificaciones crediticias de *NRSRO* de ser consideradas parte de una declaración de registro preparada y certificada por un experto. Como resultado, un emisor de Valores Respaldados por Activos (*ABS*, por sus siglas en inglés) debía obtener y presentar el consentimiento de la *NRSRO* para incluir una calificación crediticia de este estatus en una declaración de registro. Este consentimiento, a su vez, exponía a la ACR con estatus *NRSRO* a la responsabilidad como experto en virtud de la Sección 11 de la ley de Valores por errores u omisiones materiales relacionados con su calificación.

En segunda instancia, como contramedida a la “Carta de no acción” que la *SEC* había emitido, eximiendo a los emisores de *ABS* de cualquier requisito de divulgar calificaciones en una declaración de registro una, la Sección 933 de Dodd-Frank otorga a los inversionistas un derecho privado de acción bajo las leyes federales de valores para declaraciones hechas por agencias de calificación crediticia de la misma manera y en la misma medida que declaraciones hechas por firmas de contabilidad pública registradas o analistas de valores.

Con las disposiciones expresadas, Estados Unidos tomó acción sobre la regulación puntual de las ACR, materia sobre la cual había discrepado fuertemente en la Cumbre de Basilea del *FSB*. Este hecho cristalizó que hubo mayor predisposición en el Congreso estadounidense, que en los representantes oficiales en mencionada cumbre, el secretario de Tesoro y el presidente de la Reserva Federal y de la *SEC* (Conti-Brown, 2021).

A esto, se sumó el establecimiento de la Oficina de Calificaciones Crediticias por parte del Congreso de los Estados Unidos, a la cual se le otorgó amplia discreción en la elaboración de reglas y la supervisión para garantizar que las calificaciones no estén “*indebidamente influenciadas por conflictos de intereses*”. Las disposiciones adicionales tienen como fin que los empleados de las agencias con estatus *NRSRO* corrompan los procesos de calificación.

Cabe recalcar en este punto, que antes de las disposiciones de la ley Dodd-Frank, las ACR no tenían ninguna obligación legal o reglamentaria de combatir los conflictos de intereses. Además, el Congreso anuló la Regla 436 y enmendó la Ley de Bolsa de Valores de 1934 para responsabilizar a las ACR por sus declaraciones de la misma manera que a las firmas de contadores públicos según la ley de valores.

La *SEC* emitió varias enmiendas para implementar la Sección 939A de la Ley Dodd-Frank. Por ejemplo, modificó los Formularios N-1A, N-2 y N-3, lo cual implicó dejar de exigir el uso de calificaciones crediticias de NRSRO por parte de los fondos que opten por utilizar categorizaciones de calidad crediticia en la tabla, el cuadro o el gráfico requeridos de las tenencias de la cartera. En consecuencia, los fondos que cumplan estos estándares, podrían usar categorizaciones alternativas que no se basen en calificaciones crediticias de NRSRO. También se requeriría describir cómo se determinó la calidad crediticia de las tenencias, y una descripción de cómo se identificaron y seleccionaron.

Estas modificaciones redujeron la dependencia mecánica de las calificaciones de la ACR, según afirmó en el año 2014 el *FSB*. Sin embargo, aunque alientan a los inversores a desarrollar sus propias capacidades para la evaluación del riesgo crediticio y la debida diligencia, las dos enmiendas de la *SEC* no les impiden utilizar calificaciones crediticias. La eliminación de las referencias regulatorias a las calificaciones crediticias en 2010 puso fin a una larga tradición entre los legisladores y reguladores estadounidenses.

Es importante destacar que la *SEC* mantuvo la designación de *NRSRO* y todavía supervisa la actividad de las diez ACR que califican en este estatus. Además, algunos de los mayores inversores privados mantuvieron la confianza en las calificaciones crediticias para sus propias normas internas.

Por último, el Congreso eliminó todas las referencias a las calificaciones crediticias de las regulaciones federales y requirió que las agencias federales establecieran nuevos estándares uniformes de solvencia<sup>21</sup>.

A pesar de haber sido uno de los planes más completos de los miembros del *FSB*, no hubo la predisposición gubernamental suficiente para hacer que este proceso de formación del régimen sobre ACR avance. Algunos autores atribuyen este estancamiento en el avance de la problemática a las discrepancias en materia de regulación financiera entre la Reserva Federal y el Tesoro Estadounidense, a las que se suman las dificultades para puesta en común del sistema bipartidista a ya más de 10 años del estallido de la crisis del 2008 (Conti-Brown, 2021).

---

<sup>21</sup> U.S. Code § 78u-4 - Private securities litigation.

## 3.2 Unión Europea

Se consideró pertinente el análisis de la respuesta que tuvo la Unión Europea ante la Resolución de principios del *FSB* no sólo por el peso que tiene en el sistema financiero internacional, sino también porque al momento de la elaboración de dicha resolución, cinco de los 20 países miembros del G20 eran miembros de la UE. Además, el *FSB* colocó a la Unión Europea junto a Estados Unidos como ejemplos de respuestas gubernamentales a la Resolución de Principios en la revisión de resultados publicada en el año 2014.

Para el tiempo en el que comenzaron las negociaciones respecto al establecimiento de una primera resolución del *FSB* sobre agencias calificadoras de riesgo, la Unión Europea ya tenía vigente una regulación interna mediante la cual buscaba avanzar en materia de regulación sobre las ACR. El Parlamento Europeo y del Consejo aprobó la Regulación (EC) No 1060/2009 sobre agencias calificadoras de riesgo el 7 de diciembre de 2009.

La Unión Europea fue uno de los bloques más golpeados por las consecuencias de la crisis financiera global del 2008. Este acontecimiento sacó a la luz la vulnerabilidad del bloque en materia financiera ante los propios procedimientos y dinámicas imperantes del sistema (Vanoli 2010).

Los mayores centros económicos dentro de la Unión (Alemania, Francia y Reino Unido) impulsaron las iniciativas para establecer rigurosas reformas internas en materia de calificación de riesgo para dejar de depender excesivamente de las calificaciones de Fitch, S & P y Moody's (Levin y Coburn, 2011).

La Regulación (EC) No 1060/2009 resultaba más abarcativa y mucho más ambiciosa que la resolución de principios del *FSB*. Es por eso que en las distintas cumbres plenarias del *FSB*, la Unión Europea impulsó un avance más acelerado en cuanto a los principios bases para la posterior regulación del régimen sobre ACR (Levin, 2011).

No fue hasta la publicación de la Hoja de Ruta del *FSB* que el Parlamento Europeo y Consejo aprobó la Regulación (EU) No 462/2013, el 21 de mayo de 2013, entrando en vigor al vigésimo día siguiente al de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea. Esta regulación tiene carácter de enmienda a la Regulación (EC) No 1060/2009.

En el apartado siguiente se relevan los aspectos centrales de la enmienda a la Regulación sobre ACR del año 2013 en base a la publicación de la Hoja de Ruta del *FSB*.

### **3.2.1 Regulación (EU) No 462/2013: enmienda en base a la publicación de la Hoja de Ruta del *FSB***

En la Regulación (EU) No 462/2013, se estipuló que se debía revisar, en una primera etapa, si cualquier referencia a calificaciones crediticias en el Derecho de la Unión desencadenaba o tenía el potencial de desencadenar una dependencia única o mecánica de dichas calificaciones crediticias y, en segunda instancia, todas las referencias a calificaciones crediticias para fines regulatorios con miras a eliminarlas.

El Reglamento (CE) No 1060/2009 ya ofrecía un primer conjunto de medidas para abordar la independencia y la integridad de las agencias de calificación crediticia y sus actividades. Los objetivos de garantizar la independencia de las ACR y de identificar, gestionar y, en la medida de lo posible evitar los conflictos de intereses que pudiesen surgir ya eran la base de varias disposiciones de dicho reglamento (Portes, 2020).

Sin embargo, en pos de obtener resultados más significativos, la enmienda del año 2013, buscó agregar disposiciones más determinantes y vinculadas a la Hoja de Ruta publicada por el *FSB*, las cuales se desarrollarán a continuación.

Respecto a la reducción de normas, leyes y reglamentos nacionales que impliquen dependencia hacia las calificaciones de las ACR, se estipuló que la Autoridad Europea de Supervisión (*EBA*, por sus siglas en inglés), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (*EIOPA*, por sus siglas en inglés) y la la Autoridad Europea de Valores y Mercados (*ESMA*, por sus siglas en inglés) revisarían y eliminarían, todas las referencias a las calificaciones crediticias de las ACR en las directrices y recomendaciones existentes. De la misma manera, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (*ESRB*, por sus siglas en inglés) no se referiría de ahí en más a las calificaciones crediticias en sus advertencias y recomendaciones cuando dichas referencias puedan generar una dependencia única o mecánica de las calificaciones crediticias (Parlamento Europeo y del Consejo, 2013).

Por otro lado, con la Regulación (EU) No 462/2013, la Unión Europea avanzó significativamente en la problemática del conflicto de interés de las ACR. En efecto, se determinó que las ACR establecerían, mantendrían, harían cumplir y documentarían una estructura de control interno que regule la implementación de políticas y procedimientos para prevenir y mitigar posibles conflictos de interés y para garantizar la independencia de las calificaciones crediticias, los analistas de calificación y los equipos de calificación con

respecto a los accionistas, administrativos y órganos de dirección y actividades comerciales y de marketing. Las agencias de calificación crediticia debían, además, establecer procedimientos operativos estándar (SOPs, por sus siglas en inglés) con respecto al gobierno corporativo, la organización y la gestión de conflictos de intereses (Dixon, 2017).

De la misma manera, se estableció que los emisores debían nombrar al menos dos agencias de calificación crediticia para la calificación crediticia de la misma emisión o entidad, y en esta designación debía haber al menos una agencia de calificación crediticia con no más de 10% de la cuota de mercado total. A efectos de estas disposiciones, la cuota de mercado total se mediría con referencia al volumen de negocios anual generado por las actividades de calificación crediticia y los servicios auxiliares.

Se considera pertinente destacar que, esta regulación incluyó el aspecto que más controversias ocasionó en las mesas de negociación para el establecimiento de la primera resolución del *FSB* sobre ACR, la problemática sobre la responsabilidad civil.

Como se pudo observar en el segundo capítulo de esta tesina, por iniciativa estadounidense, la temática sobre la responsabilidad civil de las ACR fue dejada de lado en la redacción de la Resolución de Principios sobre ACR del *FSB*. Esto desató una ola de manifestaciones similares a las que se presentaron en Estados Unidos por parte de sectores académicos, pero en el caso europeo, la gran mayoría fueron manifestaciones sociales en las calles (Costa de Magalhães, Detry, Madsen, Blaas, Muguruza, Kolias, Hristova y Savin, 2015)..

Muguruza (2015), sostiene que fue en consecuencia a estos hechos, que el Parlamento Europeo y del Consejo, decidió avanzar de manera unilateral en este tópico e incluir en la enmienda del año 2013, algunas disposiciones que den inicio a un régimen de responsabilidad civil para las ACR. De esta manera, mediante la Regulación estableció que cuando una ACR haya cometido, intencionalmente o con negligencia grave, cualquiera de las infracciones enumeradas en el anexo III<sup>22</sup> de la regulación, un inversor o emisor podría reclamar a esa agencia de calificación crediticia una indemnización por los daños que le hayan causado a esa infracción.

Para efectuar el reclamo, se dispuso que sería responsabilidad del inversor o emisor presentar información precisa y detallada que indique que la agencia de calificación crediticia

---

<sup>22</sup> <https://www.legislation.gov.uk/eur/2009/1060/annex/III>

hubiera cometido una infracción de la Regulación (EU) No 462/2013 y que dicha infracción haya tenido un impacto en la calificación crediticia emitida. Esta información presentada sería evaluada por el órgano jurisdiccional nacional competente.

Se determinó, sin embargo, que las cuestiones relativas a la responsabilidad civil de una agencia de calificación crediticia que no estén cubiertas por la Regulación (EU) No 462/2013, se regirían por la legislación nacional aplicable según lo determinen las normas pertinentes de Derecho internacional privado.

## Reflexiones finales del capítulo

Con el análisis de las respuestas gubernamentales de Estados Unidos y de la Unión Europea, se pudo observar que si bien fueron las más significativas de acuerdo a la revisión de resultados del *FSB*, en ambos casos, el accionar gubernamental se quedó estancado en esta primera etapa de la formación de un régimen internacional sobre ACR.

En el caso estadounidense, se pudo apreciar un gran avance respecto a la eliminación de normas nacionales que fomentaban y fortalecían la dependencia del sistema financiero nacional a la calificación de las más grandes ACR. Más aún, pese al haber discrepado en las instancias de negociación con la inclusión de normas puntuales sobre el funcionamiento per sé de las ACR, las disposiciones de la ley Dodd Frank suponen un gran avance en lo que respecta a este marco normativo.

Sin embargo, en lo que respecta a disposiciones sobre la utilización de las calificaciones de ACR por parte de la Reserva Federal, Estados Unidos no realizó avance alguno tras ser rechazadas las disposiciones por el Congreso nacional.

En cuanto a materia de responsabilidad civil legal, pudo observarse que el cambio de modelo de negocio de las ACR a “el emisor paga”, les quitó la cuasi inmunidad legal de la cual gozaban por ser consideradas sus publicaciones como “libertad de opinión” protegidas por la Primera Enmienda de la Constitución Nacional. Aún así, si bien hubo distintos acuerdos que hicieron que las ACR demandadas paguen sumas sustanciales de dinero, no se observó predisposición en el accionar gubernamental para que estos litigios dejen de regirse en un gran vacío legal.

Por otro lado en el caso europeo, se pudo evidenciar un gran avance en base a todos los principios sobre ACR del *FSB*, cabe recalcar que el Parlamento Europeo y del Consejo ya había aprobado una Regulación sobre ACR, previa al inicio de las negociaciones en el *FSB*.

Las disposiciones que se agregaron en la Regulación (EU) No 462/2013 coinciden con la postura que obtuvo la Alta Representante de la Comisión Europea en las distintas cumbres plenarias del *FSB*. Se pudo observar, de esta manera, que la regulación aprobada el año 2013 por el Parlamento Europeo y del Consejo, es ampliamente más ambiciosa que la propia resolución y hoja de ruta del *FSB*.

Respecto al tópico de la responsabilidad civil legal de las ACR, la Unión Europea da un gran salto hacia adelante, al incluir disposiciones al respecto en la regulación del año 2013 sobre ACR. Sin embargo, al haber sido el grueso de las demandas legales en contra de las tres ACR más grandes, y de origen estadounidense, estas disposiciones europeas, no lograron catalizar un cambio significativo en la materia.

## Conclusiones

Para lograr alcanzar el objetivo general de esta investigación, este trabajo inició con el análisis del surgimiento, crecimiento y empoderamiento de las agencias calificadoras de riesgo con el fin de poder comprender cómo es que estos actores del sistema financiero llegaron a tener un rol tan preponderante en el origen de una crisis de tal magnitud como fue la crisis financiera internacional del 2008. Por consiguiente resultó necesario llegar a entender y comprender cuáles fueron los factores que hicieron que los Estados no pudieran evitarlo, ni consiguientemente lograr un avance significativo en materia de regulación internacional sobre estos actores.

Tal como se observó en el transcurso del trabajo, el crecimiento acelerado de las ACR que se dio a partir de la década de 1980, sólo pudo darse en un mundo que, acorde con Laffaye (2008), se encontraba en un galopante proceso de globalización financiera para el cual no estaba preparado. El sistema financiero internacional se encontró con el surgimiento de una incipiente ola de nuevos procesos en los cuales estos actores tomaron un rol prominente. De la misma manera, las relaciones de estos actores con los actores tradicionales del sistema internacional se tornaron cruciales.

Estos nuevos procesos, en los que se vieron sumergidos los Estados, llevaron a los gobiernos a tomar decisiones con las cuales fueron cediendo competencias cada vez más abarcativas a las ACR. Sin lugar a dudas, la difusión de poder hacia estos actores privados fue afectando fuerte y silenciosamente al orden tradicional del sistema financiero internacional.

El análisis tanto de las resoluciones del *FSB*, como de los distintos documentos gubernamentales relevados para esta investigación dio cuenta de que la inclusión de las agencias de calificación crediticia en las distintas legislaciones nacionales fue dotándolas de una primacía de facto en la mayoría de los procedimientos y actividades financieras. Gran parte de los autores estudiados coinciden en que las calificaciones son un instrumento de gobernanza global y que el uso extensivo de calificaciones crediticias por parte de los reguladores es parte de una tendencia más amplia de "gobernanza por indicadores".

Particularmente, la incorporación del denominado estatus *NRSRO*, que se daba a las ACR aprobadas por la *SEC* para proporcionar información confiable en los procesos regulatorios, fue un factor determinante en la formación de un oligopolio fuertemente cerrado que además recibía cada vez más y más competencias otorgadas por las legislaciones nacionales mencionadas. Este estatus que se originó en Estados Unidos, y fue replicado en distintos países, por muchos años incluyó solamente a las agencias de calificación crediticia más grandes (S&P, Moody's y Fitch)

Otro factor importante en este proceso fue la cuasi inmunidad de la cual las ACR gozaron por muchos años. Al alegar que las publicaciones de sus calificaciones estaban protegidas por la “libre expresión”, cualquier posibilidad de demanda por negligencia o responsabilidad civil se tornaba en nula. Esta situación logró avanzar muy poco cuando se comenzó a considerar las publicaciones de estas agencias como “discurso comercial”, consecuentemente ligadas a la legislación correspondiente. Sin embargo, como se ha podido observar, este cambio no marcó una diferencia trascendental, ya que ninguna de las demandas llegó a un fallo.

A estos tres factores, se le suma el cambio del modelo de negocio “el inversor paga” a “el emisor paga”. Esta nueva lógica de negocio desencadenó una infinidad de conflictos de intereses entre las ACR y los emisores de deuda, quienes realizaban los pagos para obtener las calificaciones de las agencias.

Retomando el análisis en torno a la formación y los cambios en los regímenes internacionales, cabe destacar nuevamente que Keohane y Nye toman la acepción de Kenneth Waltz respecto a los conceptos de estructura y proceso. Siguiendo estos desarrollos teóricos, se puede afirmar que los regímenes internacionales son factores intermedios entre la estructura, en este caso la del sistema financiero internacional y más específicamente en el *issue area* de la calificación crediticia, y los procesos de negociación que llevan a cabo los actores dentro de esta estructura. Vale recalcar, sobre este punto, que la estructura va a afectar definitivamente la naturaleza del régimen, es decir, la flexibilidad o la rigidez de los principios normativos.

El año 2010 en Basilea, la primera cumbre plenaria del *FSB* para el tratamiento de la formación de un régimen internacional sobre ACR inició con propuestas centradas en el análisis que tuvo como base a los informes de la *SEC* y del *PSI* sobre el rol de estas agencias

en el desencadenamiento de la crisis financiera del 2008. Sin embargo ante la reticencia estadounidense de realizar una primera resolución tan ambiciosa y abarcativa, se resolvió elaborar una primera resolución de “principios” para la eliminación de la excesiva confianza y dependencia en ACR.

El objetivo de esta resolución fue lograr unificar y estandarizar los criterios gubernamentales que regulan y controlan el accionar de las agencias de calificación crediticia, se la consideró como una instancia previa y necesaria para la posterior elaboración de un régimen internacional sobre ACR. Sin embargo, tras las revisiones de los resultados el año 2014, esto es a cinco años de aquella resolución, se pudo observar que las únicas respuestas gubernamentales concretas fueron las de Estados Unidos y la Unión Europea.

La Unión Europea, en efecto, contó con una vasta regulación sobre ACR incluso un año previo a la aprobación de la resolución de principios del *FSB*. Sin embargo, al no haber habido avances significativos en la instancia de un régimen internacional, la Unión Europea ha sido incapaz de desvincularse de la dependencia financiera de las grandes ACR, dependencia que se alimenta aún hoy de las dinámicas propias del sistema financiero internacional.

En el caso de Estados Unidos, se pudo observar que el nuevo régimen de responsabilidad que surgió en los años posteriores a la crisis del 2008 sigue siendo relativamente indulgente y los emisores de deuda aún dependen de las calificaciones crediticias, las cuales siguen siendo manejadas en más del 90% por las tres grandes del mercado: S&P, Moody's y Fitch.

Pese a todos los cambios estructurales que significó la entrada en vigor de la sección 939 G de la ley Dodd-Frank, debido a la naturaleza propia de las operaciones financieras resultó sumamente difícil encontrar sustitutos sólidos y confiables para la emisión de calificaciones crediticias.

Resulta evidente que las nuevas leyes y regulaciones no han sido suficientes para frenar algunas prácticas de mercado profundamente arraigadas incluso cuando dichas prácticas han tenido consecuencias calamitosas para todo el sistema financiero internacional en su totalidad.

Hay que destacar una vez más, también que la *SEC* mantuvo la designación de *NRSRO* y continuó supervisando la actividad de las diez *ACR* que califican en este estatus; además, algunos de los mayores inversores privados mantuvieron la confianza en las calificaciones crediticias para sus propias normas internas.

Resulta evidente que en el proceso de negociación para la formación de este nuevo régimen internacional, la voluntad de Estados Unidos como hegemon del sistema financiero internacional, no fue lo suficientemente fuerte. Más aún en el nuevo entramado de relaciones de poder, en el cual ya no rigen sólo la voluntad de los estados, sino que las características de la estructura tornan más y más rígidas las condiciones para que se lleve adelante dicho proceso.

De esta manera, se llega a observar que la iniciativa del *FSB* para el establecimiento de un régimen internacional sobre agencias calificadoras de riesgo no ha podido tener los resultados esperados, es un proyecto de formación que ha quedado estancado en la primera etapa. Los procesos de negociación que se han llevado a cabo a nivel del *FSB* tanto como a nivel doméstico en cada uno de sus miembros, han sido fuertemente condicionados por una estructura sumamente rígida que se ha ido consolidando a lo largo de los años sin regulación alguna. Consecuentemente, los principios normativos necesarios para la formación de un régimen internacional, no han podido alcanzar la rigidez necesaria.

Reducir la dependencia excesiva de las calificaciones crediticias es una tarea sumamente compleja por la dificultad de encontrar sustitutos sólidos. Es pertinente entonces retomar el planteo de Charles Kegley (1995) quien se cuestiona si es posible el orden en un mundo donde conviven viejas relaciones dentro del tablero tradicional y nuevas situaciones fruto de la interdependencia. Resulta necesario hacer un balance de la realidad internacional donde se detecten los peligros tanto del tablero tradicional como los que emergen de los juegos de la interdependencia, cuya combinación dificulta la construcción del orden mundial. Por esta razón, se concluye que cualquier idea acerca de un equilibrio de poder pensado en términos tradicionales, es inservible en el escenario global contemporáneo.

En este proceso, se torna evidente la difusión de poder que ha sufrido el sistema financiero internacional y muestra fácticamente cómo las grandes potencias de hoy son significativamente menos capaces de utilizar los tradicionales recursos de poder para lograr sus propósitos, en este caso, la consolidación de un régimen internacional.

Las nuevas preocupaciones que enfrentan los Estados y sus posibles soluciones requieren un gran nivel de cooperación y acción colectiva; tal es el caso de la regulación de las agencias calificadoras de riesgo, actores no estatales que detentan un poder significativo en el sistema financiero internacional.

## Referencias Bibliográficas

- Acemoglu, D. et al. (2009). *The Credit Rating Crisis, in NBER Macroeconomics Annual*. Publicado en National Bureau of Economic Research, Vol. 24.
- Allami, C. y Cibils, A. (5 de julio de 2010). *Crisis financiera y regulación: propuestas heterodoxas*. Publicado en Política y Cultura N°34, México.
- American Economic Association. (1939). *American Economic Review*. Vol. 29, No 2.
- Atkinson, T. (1967). *Bond Quality: The setting of the problem*. Publicado en National Bureau of Economic Research. <http://www.nber.org/books/atki67-1>
- Banco Central Europeo. (2003). *The transformation of the European financial system*. Publicado en Frankfurt, Alemania. Disponible en <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/transformationeuropeanfinancialsystemen.pdf>
- Bellil, F. (2019). *Pour une responsabilité civile européenne élargie des agences de notation de crédit*. Publicado en Les annales de Droit. Disponible en <https://journals.openedition.org/add/1422>
- Bergier, C. (2018). *Le contrôle international des agences de notation financières*. Publicado en Droit. Université Côte d'Azur. Français. FFN : 2018AZUR0014ff. Disponible en <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01863563/document>
- Blaurock, U. (2007). *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies*, Publicado en 11 ELECTRONIC JOURNAL OF COMPARATIVE LAW..
- Borda, S. (2013). *Estados Unidos o el último Estado hegemónico. El poder en la era del ascenso y la consolidación del resto del mundo*. Publicado en Nueva Sociedad N°246, México.
- Borea, P. (18 de enero de 2011). *Gobernanza internacional de la postcrisis y nueva regulación económica financiera global*. Publicado en Pab. Polit. Bogotá, Colombia, Vol. 16, No. 1, 243-267.

- Botero, A., Mesa, C. y Javier, R. (31 de diciembre de 2009). *Lecciones de la crisis financiera internacional: el debate sobre la regulación financiera global*. Publicado en el Repositorio institucional de la Universidad de Medellín.
- Callejo Gallego, J. (2002). *Observación, entrevista y grupo de discusión: el silencio de tres prácticas de investigación*. Publicado en el Departamento de metodología y Cambio Social. Universidad Nacional de Educación a distancia.
- Cantor, R. y Packer, F. (1994). *The Credit Rating Industry*. Publicado en Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review.
- Chari, V., Christiano, L. y Kehoe, P. (octubre de 2008). *Facts and Myths about the Financial Crisis 2008*. Publicado en Research Department of Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Coffee, J. (2006). *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Publicado en The Accounting Review, Vol. 83, No 1.
- Costa de Magalhães, D., Detry, C., Madsen, I., Blaas, M., Muguruza, B., Koliass, Z., Hristova, D., Savin, A. (2015). *La surveillance, par l'UE, des agences de notation de crédit est bien en place, mais elle n'est pas encore totalement efficace*. Publicado por Cour des comptes Européenne 12, Luxemburgo. Disponible en [https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR15\\_22/SR\\_ESMA\\_FR.pdf](https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR15_22/SR_ESMA_FR.pdf)
- D'Ancona, C. (1996). *Metodología cuantitativa: estrategias y técnicas de investigación social*. Publicado en Madrid, Síntesis.
- FED. (1994). *Federal Reserve bank of New York Quarterly Review*. Disponible en [https://www.newyorkfed.org/research/quarterly\\_review/75th.html](https://www.newyorkfed.org/research/quarterly_review/75th.html)
- French-Davis, R. y Ocampo, J. (2005). *Globalización de la volatilidad financiera: los desafíos de las economías emergentes*. Publicado por la CEPAL en Crisis financieras en países “exitosos”, Santiago de Chile. Disponible en [https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/1667/1/S3324F437\\_es.pdf](https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/1667/1/S3324F437_es.pdf)
- Fondo Monetario Internacional. (2004). *Italy: Detailed Assessment of Compliance with the Basel Core Principles for Effective Banking Supervision*. Publicado en IMF

- Country Report No. 04/133. Disponible en <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2004/cr04133.pdf>
- Financial Stability Board. (2010). *Principles for Reducing Reliance on ACR Ratings*. Disponible en <https://www.fsb.org/about/organisation-and-governance/>
  - Financial Stability Board. (2010). *Plenary meets in Basel, Switzerland*. Disponible en <https://www.fsb.org/2010/01/financial-stability-board-meets-on-the-financial-reform-agenda/>
  - Financial Stability Board. (2010). *Plenary meets in Paris, France*. Disponible en <https://www.fsb.org/2010/09/financial-stability-board-meets-on-the-financial-reform-agenda-2/>
  - Financial Stability Board. (2010). *Plenary meets in Seoul, South Korea*. Disponible en <https://www.fsb.org/2010/10/financial-stability-board-meets-in-seoul/>
  - Financial Stability Board (2012). *Roadmap and workshop for reducing reliance on CRA ratings. Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*. Disponible en <https://www.fsb.org/about/organisation-and-governance/>
  - Financial Stability Board. (2014). *Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*. Disponible en <https://www.fsb.org/about/organisation-and-governance/>
  - G20. (2010). *Seoul Summit document*. Disponible en <https://www.g20.org/page/6?s=Seul+summit>
  - Gaillard, N. (2013). *A century of sovereign ratings*. Publicado en The economic history review, University of Bristol.
  - García, C., Cárdenas, G., Molina, C. (2011). *Análisis de la intermediación financiera en el escenario de las crisis de los siglos XX y XXI*. Publicado por la Universidad La Gran Colombia, Quindío, Colombia.
  - Geczi, M. (octubre de 1976). *The Rating Game*. Publicado en Wall Street Journal.
  - Guindos, L. (2020). *Les tests de résistance macroprudentiels dans un environnement incertain*. Publicado en Revue de la stabilité financière N° 24. Disponible en

[https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/820099\\_rsf\\_2020\\_web\\_v2.pdf](https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/820099_rsf_2020_web_v2.pdf)

- Hoffman, S. (1970). *International Organization and the International System*. Publicado en *International Organization*, Vol. 24, No. 23.
- IOSCO. (2011). *Principios para las infraestructuras del mercado financiero*. Publicado por Bank for International Settlements, Basilea, Suiza. Disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD350-Spanish.pdf>
- Jácome, L. (2013). *Política macroprudencial: en qué consiste y cómo ponerla en práctica*. Publicado en el Boletín del CEMLA abril-junio 2013. Disponible en [https://www.cemla.org/PDF/boletin/PUB\\_BOL\\_LIX02-03.pdf](https://www.cemla.org/PDF/boletin/PUB_BOL_LIX02-03.pdf)
- Juárez, G., Daza, A., Gonzáles, J. (2015). *La crisis financiera global de 2008 y algunos de sus efectos sobre México*. Publicado por la Universidad Autónoma Metropolitana, México. Disponible en [http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0186-10422015000600128](http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0186-10422015000600128)
- Keßels, N. (2018). *The Internationalization of American Market Regulation: Why an American Financial Empire Prevailed throughout the 2008 Global Financial Crisis*. Publicado en Graduate School of North American Studies, Departamento de Ciencia política. Disponible en <https://d-nb.info/1156603382/34>
- Kegley, C. (1995). *Controversies in International Relations Theory: Realism and the Neoliberal Challenge*. Publicado en Nueva York: St. Martin's Press.
- Keohane, R. y Nye, J. (1977). *Power and interdependence: world politics in transition*.
- Krasner, S. (1989). *Conflicto estructural, el tercer mundo contra el liberalismo global*. Grupo editorial Latinoamericano, Buenos Aires.
- Krugman, P. (2009). *De vuelta a la economía de la Gran Depresión y la crisis del 2008*. Publicado en el Centro Documental de la Universidad Autónoma Chapingo, México.

- Kruck, A. (2011). *Private ratings, public regulations: Credit Rating Agencies and Global Financial Governance*.
- Laffaye, S. (diciembre de 2008). *La crisis financiera: origen y perspectivas*. Publicado en Revista de Comunidad Económica Internacional N°13.
- Leal, A., Aranguiz, M. y Gallegos, J. (2017). *Análisis de riesgo crediticio, propuesta del modelo de Credit Scoring*. Publicado en Revista Facultad de Ciencias Económicas de la universidad de Nueva Granada. Disponible en <https://www.redalyc.org/journal/909/90953767010/html/>
- Levin, C. y Coburn, T. (2011). *WALL STREET AND THE FINANCIAL CRISIS: Anatomy of a Financial Collapse*. Publicado por Majority and Minority Staff Report Subcomité permanente de investigaciones del Senado de los Estados Unidos. Disponible en [https://www.hsgac.senate.gov/imo/media/doc/PSI%20REPORT%20-%20Wall%20Street%20&%20the%20Financial%20Crisis-Anatomy%20of%20a%20Financial%20Collapse%20\(FINAL%205-10-11\).pdf](https://www.hsgac.senate.gov/imo/media/doc/PSI%20REPORT%20-%20Wall%20Street%20&%20the%20Financial%20Crisis-Anatomy%20of%20a%20Financial%20Collapse%20(FINAL%205-10-11).pdf)
- Macey, J. y Miller, G. (Diciembre de 1991). *Origin of the Blue Sky Laws*. Publicado en Texas Law Review, Vol. 70, No 2.
- Medialdea, B. (noviembre de 2012). *La financiarización de la economía: hacia una caracterización*. Publicado en Sociedad de Economía mundial España.
- Mishkin, F. (2010). *Monnaie, banque et marché financier*. Publicado por Pearson Education Inc. Disponible en [https://books.google.com.ar/books?id=JD-zQj6PqN8C&pg=PA368&lpg=PA368&dq=agences+de+notation+des+risques+du+sommet+de+b%C3%A2le&source=bl&ots=3Co5I14aRS&sig=ACfU3U1h\\_rZwC95MkqY5Is3\\_B9sLMrPAbw&hl=es-419&sa=X&ved=2ahUKEwivmuS839rzAhX3rJUCHf-9BKcQ6AF6BAgLEAM#v=onepage&q=agences%20de%20notation%20des%20risques%20du%20sommet%20de%20b%C3%A2le&f=false](https://books.google.com.ar/books?id=JD-zQj6PqN8C&pg=PA368&lpg=PA368&dq=agences+de+notation+des+risques+du+sommet+de+b%C3%A2le&source=bl&ots=3Co5I14aRS&sig=ACfU3U1h_rZwC95MkqY5Is3_B9sLMrPAbw&hl=es-419&sa=X&ved=2ahUKEwivmuS839rzAhX3rJUCHf-9BKcQ6AF6BAgLEAM#v=onepage&q=agences%20de%20notation%20des%20risques%20du%20sommet%20de%20b%C3%A2le&f=false)
- Morales, J. y Tuesta, P. (1998). *Calificaciones de crédito y Riesgo país*. Departamento de Análisis del Sector Externo de la Gerencia de Estudios Económicos.
- Morton, G. (1939). *The American Economic Review*.

- Nacht, P. (2014). *¿Crisis Financiera o Crisis de Hegemonía? Un análisis geoeconómico de las relaciones internacionales desde lo coyuntural hacia lo estructural*. Publicado en Proyecto Culturas Juveniles Urbanas Publicación de la Universidad Nacional de San Luís.
- Nye, J. (1991). *La naturaleza cambiante del poder*. Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.
- Nye, J. (2011). *The future of power*. Publicado en Public Affairs, Nueva York
- OCDE. (2016). *Principios de gobierno corporativo de la OCDE y del G20*. Éditions OCDE, París. Disponible en <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>
- ONUDI. (2019). *Guide d'évaluation et d'expression des incertitudes de mesure*. Publicado por el Comité communautaire de métrologie de la CEDEAO. Disponible en [https://tii.unido.org/sites/default/files/publications/Guide%20d%27%C3%A9talonnage%20en%20Evaluation%20et%20expression%20des%20incertitudes%20de%20mesure\\_pdf.pdf](https://tii.unido.org/sites/default/files/publications/Guide%20d%27%C3%A9talonnage%20en%20Evaluation%20et%20expression%20des%20incertitudes%20de%20mesure_pdf.pdf)
- Parlamento Europeo y del Consejo. (2009). *Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on credit rating agencies*. Publicado en Official Journal of the European union. Disponible en <https://www.legislation.gov.uk/eur/2009/1060/annex/III#>
- Parlamento Europeo y del Consejo. (2013). *Regulation (EU) No 462/2013 of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013 amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies Text with EEA relevance*. Publicado en Official Journal of the European Union. Disponible en <http://data.europa.eu/eli/reg/2013/462/oj>
- Rojas Gómez, E. (2008). *La calificación del riesgo soberano*. Publicado en TEC Empresarial Vol. 2 Ed. 2.
- Rosenblatt, J. y Scully, M. (9 de marzo de 2016). *Moody's Settles Calpers Ratings Lawsuit for \$130 Million*. Publicado en Bloomberg. <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-03-09/calpers-says-moody-s-to-pay-130-million-to-settle-ratings-case>.

- SEC (2008). *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*.  
<https://www.sec.gov/files/craexamination070808.pdf>
- SEC (2009). *The SEC's Role Regarding and Oversight of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSROs)*. Publicado en el Reporte No 458.  
<https://www.sec.gov/files/report458.pdf>
- SEC (diciembre de 2016). *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Organizations*. Disponible en:  
<https://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/2016-annual-report-on-nrsros.pdf>
- SEC (diciembre de 2019). *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Organizations*. Capítulo 2012. Disponible en  
<https://www.sec.gov/ocr/reportspubs/annual-reports/2016-annual-report-on-nrsros.pdf>
- Shwartz, A. (2009). *Origins of the Financial Crisis of 2008*. Publicado en Cato Journal, Vol. 29, No. 1.
- Stancanelli, N. (2011). *La crisis económica internacional y el papel del G-20*. Publicado en el Centro de Economía Internacional del Ministerio de Relaciones Exteriores, Comercio Internacional y Culto de la República Argentina. Disponible en  
<http://www.cei.gob.ar/userfiles/La%20crisis%20economica%20internacional%20y%20el%20papel%20del%20g-20.pdf>
- US Senate. (2010). *Hearing on Wall Street and the Financial Crisis: The Role of Credit Rating Agencies*. Publicado en PSI Exhibits.  
[https://www.hsgac.senate.gov/imo/media/doc/PSI%20REPORT%20-%20Wall%20Street%20&%20the%20Financial%20Crisis-Anatomy%20of%20a%20Financial%20Collapse%20\(FINAL%205-10-11\).pdf](https://www.hsgac.senate.gov/imo/media/doc/PSI%20REPORT%20-%20Wall%20Street%20&%20the%20Financial%20Crisis-Anatomy%20of%20a%20Financial%20Collapse%20(FINAL%205-10-11).pdf)
- Vanoli, A. (2010). *La crisis de las hipotecas Subprime. El rol de la IOSCO*. Publicado en Iniciativa para la transparencia financiera.
- Waibel, M. y Gaillard, N. (2017). *The Icarus Syndrome: How Credit Rating Agencies Lost their Quasi-Immunity*. Publicado en Legal Studies Research Paper Series of the University of Cambriedge.

- Zumello, C. (2011). *Les agences de notation : le « lubrifiant » du système financier*. Publicado en *L'intermédiation en question*, Presses Sorbonne Nouvelle. Disponible en <https://books.openedition.org/psn/6765?lang=es>