

# Estudio Jurídico de la Ética Profesional en el Mercado de Valores\*

Carmen Rojo Álvarez-Manzaneda\*\*

## Resumen:

Mediante el presente estudio se procede a analizar a la disciplina jurídica de ética profesional que rige en el Mercado de Valores a efectos de poder determinar no ya sólo cuáles son los deberes profesionales que son susceptibles de producir y las controversias que pueden albergar, sino también para poder advertir si pueden, en fin, ser utilizados o no más allá del marco disciplinario administrativo que lo acoge. Esto es, si el propio cliente inversor puede ver en ellas un mecanismo jurídico de protección directo, y no como simple fin último que justifique su existencia, en el sentido de dotarle de capacidad actora para ejercitar una acción civil de responsabilidad en el caso de producirse un incumplimiento de las mismas ocasionado por una completa falta de ejecución de lo que es debido o por la ejecución de la prestación de forma defectuosa, y que como consecuencia de ello, se le provocasen unos daños y perjuicios.

## Palabras clave:

Mercado de Valores - Normas de conducta - Intermediarios financieros - Sociedades cotizadas - Agencias de calificación crediticia - Analistas - Responsabilidades

## Sumario:

1. Introducción
2. Las normas de ética profesional en el Mercado de Valores: Las normas de conducta
3. Ámbitos de aplicación y exigencias disciplinarias previstas por las normas de conducta:
  - 3.1 Los intermediarios financieros
  - 3.2 Los emisores de valores
  - 3.3 Las sociedades cotizadas o bursátiles
  - 3.4 Resto de personas o entidades que realicen actividades en el Mercado de Valores
4. Principios éticos *versus* preceptos de obligatoria aplicación: vías para la reclamación de responsabilidades
5. La necesidad de una mención a especial a las Agencias de Calificación Crediticia: las normas de ética profesional como vía para la reclamación de responsabilidades
  - 5.1 Ámbitos de aplicación y exigencias disciplinarias previstas por las normas de conducta:
    - 5.1. a Ámbito internacional
    - 5.1. b Ámbito europeo
    - 5.1. c Ámbito nacional

\* El original del presente artículo se encuentra publicado en la Revista de Derecho Bancario y Bursátil, Ed. Thomson Reuters Lex Nova, Valladolid (España) nº. 129, 2013, pp. 103 a 155.

\*\* La autora es Profesora Contratada Doctora en el Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad de Granada (España) donde imparte cursos de grado, de perfeccionamiento, postgrado y master. Está acreditada por la Agencia Nacional de Evaluación y Calidad española al cuerpo docente de Profesores Titulares de Universidad. Detenta una actividad investigadora de relevancia en su especialidad que la han llevado a formar parte de importantes proyectos de investigación, a publicar en las revistas y editoriales de mayor prestigio en España, así como a presentarlos en foros y congresos nacionales e internacionales.

## 1. Introducción

Dada la existencia dispersa y atomizada que asumen los inversores frente a la concentración de los canales de distribución, así como el cualificado conocimiento, la complejidad de las prestaciones y la asunción de riesgos que implican las operaciones del mercado, aquellos pasan a situarse en una posición de neta inferioridad en la relación jurídica que mantienen con los operadores del mercado para la ejecución de su opción inversora o desinversora que demanda, pues, de una adecuada tutela, en tanto que son quienes en definitiva permiten el funcionamiento del Mercado de Valores, dado que sin su impulso de adquisición no se podría producir la canalización del ahorro hacia la inversión productiva, función económica esencial del sistema financiero en general y del Mercado de Valores en particular.

Así pues, y a efectos de corregir esta asimetría inicial, y de tal forma, con el fin último de protección del inversor, desde el ámbito jurídico regulador del Mercado de Valores, y en el marco de las facultades que les son propias, se vienen a promulgar una serie de normas que imponen deberes a las personas y entidades que realicen de forma directa o indirecta actividades relacionadas con el Mercado de Valores, desde la exigencia de corrección y transparencia en sus conductas y con el fin así de dar primacía al aspecto deontológico como vía que permitiese generar un eficiente marco de confianza sobre el comportamiento de sus miembros.

Pero, ahora bien, toda esta disciplina jurídica de ética en el ejercicio de una actividad profesional, al tratarse de reglas disciplinarias, conlleva a que su incumplimiento venga establecido a través de sanciones en vía administrativa por los arts. 95 a 106 L.M.V., mediante de la actuación del órgano rector de tal sector del mercado financiero, esto es, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante C.N.M.V.).

Así las cosas, se plantea la necesidad de analizar si estas disposiciones de ordenación y disciplina podrían tener una incidencia más allá del marco disciplinario administrativo que las acoge. Esto es, si el propio cliente inversor con el que mantienen la relación jurídica para la ejecución de su opción inversora o desinversora puede ver en ellas un mecanismo jurídico de protección directo, y no

como simple fin último que justifique su existencia, en el sentido de dotarle de capacidad actora para ejercitar una acción civil de responsabilidad en el caso de producirse un incumplimiento de las mismas ocasionado por una completa falta de ejecución de lo que es debido o por la ejecución de la prestación de forma defectuosa, y que como consecuencia de ello, se le provocasen unos daños y perjuicios<sup>2</sup>.

En efecto, tal cuestión se establece con la intención de poder advertir si las responsabilidades ocasionadas por el incumplimiento de los operadores del mercado de sus deberes profesionales pueden ir más allá de la sanción administrativa y ser consideradas como infracciones de las obligaciones que nacen de la ley, de los contratos y cuasi contratos y de los actos y omisiones ilícitos o en que intervenga cualquier género de culpa o negligencia (art. 1089 C. Civil) que permitiesen ejercitar la acción civil de responsabilidad contractual o extracontractual. Esta circunstancia se debe dado que si bien, situados dentro de la tendencia a la unificación, no se ha otorgado relevancia a esta distinción por considerar que el ejercicio de ambas acciones tiene una finalidad común -esto es la resarcitoria de unos daños que se fijan por igual conforme a los arts. 1101 y 1106 C. Civil<sup>3</sup>- hay aspectos que las separan. Por dictar cuatro de los más importantes, la distinción entre los comportamientos dañosos (art. 1089 C. Civil), el diferente plazo de prescripción de las acciones (quince años en la responsabilidad contractual, art. 1964 C. Civil.; un año en la responsabilidad extracontractual, art. 1968 C. Civil.), el mayor rigorismo en la apreciación de la culpa en la extracontractual, incluso presumiéndose en el demandado, así como la facultad de repetición del empresario que paga el daño causado por sus representantes contemplado en el art. 1904 C. Civil y que no tiene que ver nada con los que se refieren a la responsabilidad contractual.

Así las cosas, se pone de manifiesto la necesidad de analizar a los deberes profesionales que rigen en el Mercado de Valores, a efectos de poder determinar no ya solo cuáles son las obligaciones que son susceptibles de producir y las controversias que pueden albergar, sino también para poder advertir si pueden, en fin, ser utilizadas o no como medio de protección del inversor. Es por ello por lo que a dilucidar tales cuestiones irán dirigidas las siguientes líneas.

2 Para que exista responsabilidad civil será necesario, en términos generales, que concurran una serie de requisitos. Estos son, un comportamiento, haberse producido un daño, la existencia de una relación o nexo causal entre el comportamiento y el daño, así como la presencia de un criterio que permita imputar dicha responsabilidad al demandado (pronunciándose con mayor profundidad sobre las citadas cuestiones *vid.* DIEZ-PICAZO, L. GULLÓN, A.: *Sistema de derecho civil*, V. II, Ed, Tecnos, Madrid, 2008, p. 598).

3 *Vid.* arts. 1106 C. Civil, aplicable a la responsabilidad extracontractual según las sentencias del T. S. de 22 de octubre de 1932, 2 de diciembre de 1946 y 23 de marzo de 1954.

## 2. Las normas de ética profesional en el Mercado de Valores: Las normas de conducta

Desde la aparición de determinados problemas en el Mercado de Valores, y muy especialmente desde el crac bursátil de 1929 en EE. UU., se inició un proceso que, enfatizado en los años 80 y dirigido a la previsión de reglas de comportamiento, conllevó a que progresivamente la consideración ética de la bolsa comenzase a experimentar un gran auge<sup>4</sup>, y así, dado que el buen funcionamiento del mercado depende en gran medida de la confianza que se inspire a los inversores, se vino a imponer en el marco de acción de la protección de los clientes y el mercado la necesidad de la exigencia de corrección y transparencia en la conducta de los que intervienen en los mercados<sup>5</sup>.

Así pues, con el fin de dar primacía al aspecto deontológico, ante la observancia de la moralización del mercado público como vía que permitiese generar un eficiente marco de confianza sobre el comportamiento de sus miembros para preservar la integridad y la reputación de los mercados, garantizar un correcto y armónico funcionamiento de los mismos y proteger a los clientes en la adopción de sus decisiones de inversión, se creó en nuestro ordenamiento jurídico una normativa jurídica de ética profesional que, constituida por las disposiciones contenidas en su mayoría en el Título VII de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, L.M.V.) y detentando como norma básica originaria la iniciada desde el derecho comunitario por

unos principios que, contenidos en el código de conducta europeo sobre transacciones de valores mobiliarios (Recomendación de la C. E. E., de 25 de Julio de 1977) y en las normas de conducta surgidas en las reuniones del Comité Técnico de la Organización Internacional de las Comisiones de Valores, reiterados por la Directiva 89/592/CEE, de 13 de Noviembre, sobre operaciones con información privilegiada, y extendido su ámbito de operatividad más allá del *incidir trading* por el art. 11 de la Directiva 93/22/CEE, de 10 de Mayo, relativa a los servicios de inversión, ponían de manifiesto la permeabilidad de la tradición anglosajona autorreguladora derivada del carácter privado de sus mercados de valores<sup>6</sup>.

Pero ahora bien, esta tradición anglosajona a la que nuestro sistema se acogió por influjo francés no fue la derivada de un ordenamiento británico que basado en fórmulas autorreguladoras dejaba a los operadores la regulación de la actividad de los intermediarios y del mercado desde el respeto de las reglas dictadas por la *Securities and Investment Board* (S. I. B.) y las establecidas por la *Financial Services Act* de 1986 y sus disposiciones de desarrollo. En efecto, tal influencia vino a estar fundamentada en un sistema estadounidense que partía de la primacía de la ley como fórmula más idónea para la regulación del mercado y que permitía ejercer una cierta autodisciplina por los operadores<sup>7</sup>. Así pues, se configuró en nuestro ordenamiento jurídico en aras de garantizar el correcto funcionamiento de un mercado ya desregulado, un equilibrio entre la reglamentación, esto es, la normativa estatal

4 Sobre el citado proceso *vid.* MELÉ CARNÉ, D.: "Aspectos éticos de los mercados de valores", en *Curso de Bolsa y Mercados Financieros*, Ed. Instituto español de analistas financieros, Ariel Economía, Barcelona, 1996, pp. 487 y 488; CACHÓN BLANCO, J. E.: "El principio jurídico de protección al inversor en valores mobiliarios" *R. D. B. B.*, nº. 55, 1994, pp. 636 y 637.

5 En este sentido *vid.* GIRÓN TENA, J.: "Sociedades y bolsa", AA. VV., *Coloquio de derecho bursátil*, Ed. Instituto de estudios bancarios y bursátiles, Facultad de ciencias políticas, económicas y comerciales, p. 88; ALONSO ESPINOSA, F. J.: "Intereses del inversor y derecho del Mercado de Valores", *R. D. M.*, nº. 208, 1993, p. 415; FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, A.: "La protección del inversor y la responsabilidad administrativa de los administradores y directivos por infracciones de la normativa del Mercado de Valores", *R. D. B. B.*, nº. 76, 1999, p. 76; ALBELLA AMIGO, S.: "La nueva legislación española y europea del Mercado de Valores: visión panorámica", En AA. VV., *El nuevo Mercado de Valores. Seminario sobre el nuevo derecho español y europeo del Mercado de Valores organizado por el Consejo General del Notariado los días 20 y 21 de febrero de 1995*. Ed. Colegios Notariales de España, Madrid, 1995, p. 37; KIRCHNER, P. SALINAS, C.: *La Reforma de la Ley del Mercado de Valores*, Ed. Biblioteca Jurídica Cuatrecasas, Tirant lo Blanch, Valencia, 1999, p. 320; RECINE, F.: "Artículo 21, comma 1, lett. c, d, e", En AA. VV., (a cura di RABITI BECLOGNI, C.) *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D. Leg. 24. Febbraio 1998 nº.58*, Ed. Giuffrè, 1998, Milano, pp. 179 y 180.

6 En este sentido *vid.* TAPIA HERMIDA, A. J. SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J.: "La adaptación del derecho español del Mercado de Valores al derecho comunitario" *R. D. B. B.*, nº. 28, 1987, p. 987; TAPIA HERMIDA, A. J.: "Las normas de actuación en los mercados de valores (primeras reflexiones sobre el R. D. 629/93)", *R. D. B. B.*, nº. 50, 1993, p. 320; CACHÓN BLANCO, J. E.: "El principio jurídico de protección al inversor en valores mobiliarios..." *op. cit.*, p. 637.

7 De este modo, y siguiendo para ello a SALINAS ADELANTADO, C.: "Desregulación y neoregulación en el Mercado de Valores", *R. D. M.*, nº. 224, pp. 743 a 747; RABITI, G. L.: "Il conflitto di interessi tra investitori e brokers-dealers nell'esperienza anglo-americana.", *Rivista delle società*, nº. 1, 1989, p. 461; MOTTI, C.: "La specializzazione degli intermediari finanziari: il modello britannico" *Riv. Dir. Della Banca e del Mercato Financiero*, 1988, pp. 209 y 210, queda de manifiesto que mientras que en el sistema británico se da preponderancia a los operadores aunque bajo la vigilancia estatal al funcionar mediante un esquema de pirámide invertida donde es la autorregulación la que ostenta un papel preferente al pretenderse que sean los *rule books* que se dan por los propios operadores y la capacidad de regulación propia conferida a la *Self Regulating Organisation* (S. R. O.) los que regulen la actividad de los intermediarios y del mercado, en el sistema estadounidense, se apoya el peso sobre una supervisión estatal, que controlada y vigilada por la *Securities Exchange Commission* (S. E. C.) y matizada con una cierta participación de los intermediarios y mercados tal como muestran las facultades otorgadas a la *National Association of Securities Dealers* (N. A. S. D.) generadora así de las *rules of fair practice*, al operar mediante una organización típica piramidal donde la Ley está en la cima del sistema y es la que contiene los principios básicos de forma, son las demás normas un desarrollo de sus contenidos, por lo que si la regla general es la regulación estatal, en la base existe algún ámbito para la autorregulación.

derivada de los poderes de vigilancia del mercado, y la libertad, es decir, la disciplina interna de los operadores financieros que facultaba la presencia de unas normas autorreguladoras que reforzaban la idea de profesionalidad en el sector.

Como consecuencia de lo anterior, quedan establecidas desde nuestro ordenamiento jurídico unas reglas esenciales para la eficiencia del Mercado de Valores que, en función de los sujetos afectados, la finalidad pretendida, y la técnica jurídica de tutela adoptada, permiten denominarse como normas de conducta.

En efecto, estas normas de conducta se caracterizan por ser objeto de aplicación en un ámbito marcado por la heterogeneidad subjetiva, al detentar como destinatarios a las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito, las instituciones de inversión colectiva<sup>8</sup>, los emisores, los analistas, y en general, cuantas personas o entidades realicen, de forma directa o indirecta, actividades relacionadas con los mercados de valores (art. 80 L.M.V.).

Pero también, dado que las normas de conducta se identifican por su ubicación en torno a un ámbito general de confianza pública sobre el debido comportamiento en el mercado con la finalidad de garantizar que el desarrollo de las prestaciones se efectuará en torno a los criterios de profesionalidad, moralidad y corrección, frente al ámbito concreto de protección otorgado a los clientes inversores a través de las normas de relación con la clientela, es decir, de la exigencia de determinadas obligaciones a las entidades prestadoras de los servicios de inversión en la relación contractual desde su marco de ordenación y disciplina a efectos de concretar en función de las especialidades del mercado exigencias ya

proyectadas desde la normativa general de los contratos, de protección del consumidor, o la materializada a la luz del principio de buena fe que ha de presidir todos los negocios jurídicos. En efecto, esta circunstancia se denota puesto que las normas de conducta no tienen por objeto actos concretos o negocios jurídicos individualmente considerados sino una actividad derivada de prestación de servicios de inversión en el Mercado de Valores<sup>9</sup>.

Así pues, las normas de conducta deberán de ser interpretados de forma finalista en función de los objetivos generales de la L.M.V., esto es, la eficiencia, la transparencia y la protección de los inversores, en aras a la necesidad de aplicar una técnica de regulación jurídica flexible a situaciones caracterizadas por la complejidad de los intereses en presencia y por lo delicado de la puesta en práctica<sup>10</sup>.

Y por último, sirve señalar que la técnica legislativa de tutela adoptada se configura a través de dos mecanismos. Estos son, en primer término, una normativa estatal derivada de los poderes de vigilancia del mercado, y en segundo lugar, una disciplina interna procedente de los intermediarios que facultan la presencia de normas autorreguladoras.

### 3. Ámbito de aplicación y exigencias disciplinarias previstas por las normas de conducta

En función de lo preceptuado en el art. 80. 1 L.M.V., las normas de conducta son objeto de aplicación a cuatro sujetos con un diverso alcance.

Así pues, resultan de aplicación a los intermediarios financieros, que se erigen como los destinatarios primordiales de estas normas, los emisores de

8 En la misma línea también desde la disciplina jurídica reguladora de las instituciones de inversión colectiva (*vid.* arts. 65 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 96 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre) se establece la vinculación de las sociedades gestoras, las entidades depositarias, aquellas instituciones de inversión colectiva que revistiesen la forma de sociedad y cuya gestión integral no esté encomendada a una gestora, así como quienes desempeñen cargos de administración y dirección en todas ellas, sus empleados, agentes y apoderados a la normativa jurídica de ética profesional prevista desde el Mercado de Valores. Ahora bien, a efectos de tenerse en cuenta las particularidades detentadas por la institución, el legislador prevé una serie de especificaciones a través de la exigencia de la separación del depositario (arts. 68 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 100 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), la regulación de las operaciones vinculadas (arts. 67 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y 99 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre), así como con el deber de tenerse que efectuar las transacciones en condiciones de mercado (art. 66 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre).

9 Analizando con mayor profundidad tal aspecto *vid.* ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C.: *La disciplina de la información prevista por la normativa del Mercado de Valores: un cauce para la seguridad jurídica del inversor ante la actual crisis económica*, Ed. Universidad de Granada, 2011, p. 43 a 47, *Id.*: "Mecanismos jurídicos de protección del cliente inversor frente a las entidades prestadoras de servicios de inversión", *R. D. B. B.*, nº. 114, 2009, p. 76 a 81.

10 *Vid.* por todos, TAPIA HERMIDA, A. J.: *Derecho del Mercado de Valores*, Ed. J. M. Bosch, Barcelona, 2000, p. 271 y 272.

11 Sobre el concepto de intermediario financiero en nuestro ordenamiento *vid.* ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho del mercado financiero*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 2000, pág. 129; ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C.: "Justificación sobre la aplicación a los fondos de inversión inmobiliaria del sistema de control y la normativa de carácter financiero establecida en el Mercado de Valores", *R. D. B. B.*, nº. 111, 2008, p. 144 a 147. En el sistema italiano *vid.* COSTI, R.: "Sulla intermediazione finanziaria non bancaria", *Riv. D. Comm.*, nº. 1, 1987, págs. 129 a 140; FERRO-LUZZI, P.: *Lezioni di diritto bancario*, Ed. Giappichelli, Torino, 1995, pág. 111 y 112; BANFI, A.: *Le banche e l'intermediazione mobiliare*, Ed. Il Mulino, Bologna, 1995, pág. 14 y 15; VICENZINI, M. TRECUIRINI, G. L.: *Profili di innovazione istituzionale nell'intermediazione finanziaria (il rapporto banca/assicurazione)*, Ed. Cedam, Milano, 1996, ppág. 1 y ss. En el sistema estadounidense *vid.* ALLEN, F. GALE, D.: "Financial markets, intermediaries, and intertemporal smoothing" *Journal of Political Economy*, nº. 3, págs. 522 a 546.

valores, las sociedades cotizadas, así como a los analistas y cuantas personas realicen de forma directa o indirecta actividades relacionadas con el Mercado de Valores desde la vinculación al cumplimiento de una serie de distintos deberes de comportamiento en aras de la concreta actividad prestada en el mercado.

### 3.1 Los intermediarios financieros

Como primera de las categorías de sujetos a las que se les viene a imponer la exigencia del cumplimiento de las normas de conducta del Mercado de Valores, nos encontramos con los intermediarios financieros en el sentido de aquellos que proceden al desarrollo de una actividad profesional dirigida a la mediación en la asignación del ahorro a la inversión<sup>11</sup>.

La razón de ser de tal delimitación se debe a efectos de proceder a reconocer frente al inversor, desde su perfil de cliente, la identidad del sujeto que resulta contemplado como deudor de las obligaciones establecidas en las normas de conducta, dada su condición de contraparte de la relación jurídica –por regla general de comisión mercantil– por la que proceden a prestar u ofrecen los servicios de inversión, o actividades auxiliares en el Mercado de Valores.

Esto es, nos referimos así a las empresas de servicios de inversión (art. 64 L.M.V.), las entidades de crédito de una forma conjunta en virtud del principio de homogeneidad operativa previsto en los arts. 65.1 de la L.M.V., y 1 del R. D. 217/2008, de 15 de Febrero<sup>12</sup>, así como, con un distinto alcance, y a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva<sup>13</sup>.

Estas normas de conducta reclamadas a los intermediarios financieros se configuran a través de dos mecanismos. En primer término, a través

de una normativa estatal derivada de los poderes de vigilancia del mercado que impone exigencias en torno al sistema de organización de los intermediarios financieros, y en segundo lugar, mediante una disciplina interna procedente de los intermediarios que facultan la presencia de normas autorreguladoras.

Ciertamente, en primer lugar, las normas de conducta están compuestas por normas legales que imponen deberes que afectan a las condiciones del ejercicio de la actividad y por las que se permite que ésta sea desarrollada de una forma continuada adecuándose a pautas de ética profesional.

En efecto, si bien los requisitos de profesionalidad, moralidad y corrección vienen a verificarse como condiciones previas del acceso a la actividad de los intermediarios que operan en el Mercado de Valores<sup>14</sup> pero no como condiciones para el ejercicio de la misma<sup>15</sup>, desde el marco normativo del Mercado de Valores, y a través de las normas de conducta, se proceden a imponer una serie de obligaciones con respecto a la organización de las entidades que prestan servicios de inversión con las que se permite que reglas de ética profesional sean exigencias de cumplimiento continuado en la prestación de la actividad, en tanto que la correcta actuación de las entidades que prestan los servicios de inversión es uno de los principales factores de garantía y estabilidad del mercado para los inversores y el conjunto de la comunidad financiera.

Ahora bien, la circunstancia de que la imposición de tales exigencias se articulen sobre el sistema de organización interna de los intermediarios y que no tengan por objeto actos concretos o negocios individualmente considerados, no puede llevarnos a la conclusión de que tales disposiciones resultan ajenas a la relación jurídica que se mantiene con el cliente inversor.

12 Procediendo a un análisis sobre el citado principio de homogeneidad operativa *vid.* ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C.: “El principio de homogeneidad operativa del Mercado de Valores y las entidades de crédito”, *R. D. B. B.*, nº. 118, 2010, págs. 41 a 77.

13 Serán de aplicación a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que estuvieran autorizadas para ello las normas previstas en la L.M.V., y en sus disposiciones de desarrollo, que regulen la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión, el asesoramiento en materia de inversión, la custodia y administración de las participaciones de los fondos de inversión y, en su caso, de las acciones de las sociedades de inversión, siéndoles en particular de aplicación, y teniéndose en cuenta las especialidades que se pudiesen establecer reglamentariamente, los artículos 70 ter, 70 quáter, 78, 78 bis, 79, 79 bis, 79 ter y 79 quáter de la L.M.V., así como en referencia al R. D. 217/2008, de 15 de febrero, el capítulo I del título II salvo la sección 2ª, de la que sólo resultará de aplicación el artículo 32, el capítulo I salvo el artículo 58; el capítulo III; el artículo 79 y el capítulo VI del título IV, así como los artículos del título preliminar y el artículo 5.1.g.

14 *Vid.* arts. 67. 2 f, h, i, y j de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores y 14. 1, e, f, g y h del R. D. 217/2008, de 15 de febrero.

15 Las exigencias contempladas expresamente como condiciones para el ejercicio de la actividad reclamadas desde el Mercado de Valores se basan en el régimen de modificación de los estatutos o del programa de actividades (arts. 68 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y 11 del R. D. 217/2008, de 15 de febrero), en el control de las participaciones significativas (art. 69 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores), así como en el sometimiento a una serie de limitaciones en la prestación de su actividad (art. 64 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores) y de obligaciones configuradas en torno al deber de mantener a lo largo de la vida unos requisitos de calidad (art. 70. ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores), el compromiso de solvencia sobre la tenencia de recursos propios y el mantenimiento de volúmenes de inversión a bajo riesgo (arts. 70 y 70 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y 15 del R. D. 217/2008, de 15 de febrero, y R. D. 216/2008, de 15 de febrero de recursos propios de las entidades financieras), así como la carga de naturaleza informativa (art. 70 ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores).

Esta circunstancia se debe a que, mediante la dirección del comportamiento de los intermediarios financieros, se permite observar una incidencia en la contraparte de la relación jurídica dado que con tal actuación se posibilita fortalecer la relación que se mantiene con aquél en la prestación del servicio, y ello puesto que al ser ésta una relación basada en la confianza<sup>16</sup>, se logra de tal forma alcanzar un sólido marco que transmita seguridad sobre el debido comportamiento del mercado necesario para mantener el buen funcionamiento y eficiencia del mismo.

Así pues es por lo que en primer lugar, y en base a lo preceptuado por el art. 70 ter L.M.V., las empresas de servicios de inversión y, las restantes entidades que presten servicios de inversión deberán definir y aplicar políticas y procedimientos adecuados para garantizar que la empresa, sus directivos, su personal y sus agentes cumplan las obligaciones que la normativa del Mercado de Valores les impone, debiendo a tal efecto de contar con:

- a) Una estructura adecuada y proporcionada conforme al carácter, escala y complejidad de sus actividades y con líneas de responsabilidad bien definidas, transparentes y coherentes.
- b) Una unidad que garantice el desarrollo de la función de cumplimiento normativo bajo el principio de independencia con respecto a aquellas áreas o unidades que desarrollen las actividades de prestación de servicios de inversión sobre las que gire el ejercicio de aquella función, así como procedimientos y controles para garantizar que el personal cumple las decisiones adoptadas y las funciones encomendadas.
- c) Sistemas de información que aseguren que su personal conoce las obligaciones, riesgos y responsabilidades derivadas de su actuación y la normativa aplicable a los servicios de inversión que presten.
- d) Medidas administrativas y de organización adecuadas para evitar que los posibles conflictos de interés regulados en el artículo 70 quáter L.M.V. perjudiquen a sus clientes, así como medidas de control de las operaciones que realicen, con carácter personal, los miembros de sus órganos de administración, empleados, agentes y demás personas

vinculadas a la empresa, cuando tales operaciones puedan entrañar conflictos de interés o vulnerar, en general, lo establecido en la L.M.V.

- e) Registros de todas las operaciones sobre valores e instrumentos financieros y servicios de inversión que presten de forma que se pueda comprobar que han cumplido todas las obligaciones que la presente Ley les impone en relación con sus clientes.
- f) Medidas adecuadas para proteger los instrumentos financieros o los fondos que les confían sus clientes y evitar su utilización indebida, así como mantener una separación efectiva entre los valores e instrumentos financieros de la empresa y los de cada cliente. En particular, no podrán utilizar por cuenta propia los instrumentos financieros o fondos de los clientes, salvo cuando éstos manifiesten su consentimiento expreso.
- g) Procedimientos administrativos y contables adecuados, mecanismos de control interno y técnicas eficaces de valoración de los riesgos para la entidad, así como un órgano de verificación que desempeñe la función de auditoría interna bajo el principio de independencia con respecto a aquellas áreas o unidades que desarrollen las actividades de prestación de servicios de inversión sobre las que gire el ejercicio de aquella función.
- h) Medidas adecuadas para garantizar, en caso de incidencias, la continuidad y regularidad en la prestación de sus servicios. Deberán contar, especialmente, con mecanismos de control y salvaguarda de sus sistemas informáticos y con planes de contingencia ante daños o catástrofes.

En segundo lugar, y con la pretensión de adoptar medidas que posibiliten prevenir, detectar y resolver oportunamente posibles conflictos de interés entre los clientes y la propia empresa o su grupo, incluidos sus directivos, empleados, agentes o personas vinculadas con ella, directa o indirectamente, por una relación de control, o entre los diferentes intereses de dos o más de sus clientes, el legislador viene a exigir a las entidades dar a conocer su política de gestión de conflictos de interés y revelar antes de actuar la naturaleza y origen del conflicto al cliente<sup>17</sup>.

16 Considerando a esta forma de intervención como una vía eficiente para fortalecer la relación de confianza que caracteriza al cliente con el intermediario *vid.* ANDERSON, A.: "Conflicts of interest: Efficiency, fairness and corporate structure", *Ucla Law Review*, 1978, pág. 739; ENRIQUES, L.: "Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica", *B. B. T. C.*, nº. 1, 1996, págs. 651 y 652.

17 *Vid.* art. 70. quater 1 y 2 L.M.V.

En tercer lugar, y con el propósito de procurar una ejecución óptima de las instrucciones recibidas por el intermediario financiero, desde el art. 79 L.M.V., se observa la imposición del deber de comportarse con transparencia en interés de los clientes<sup>18</sup>.

Asimismo, y en cuarto lugar pues, los intermediarios financieros también son objeto de otras exigencias en su conducta. Pero ahora bien, el recurso a la misma ya no resulta utilizado como deber a efectos de permitir el conocimiento y difusión de hechos. Efectivamente la eficiencia presupone la máxima y continua producción de informaciones. Pero el uso de la información también puede conllevar efectos negativos derivados de su utilización de forma abusiva, ilícita, con una exclusiva finalidad especulativa, y desprovista de consideraciones de tipo moral. Así pues, y con la finalidad para este momento de luchar contra el uso abusivo de las informaciones privilegiadas que repercuten en la transparencia y eficiencia del mercado y que impiden garantizar el principio de igualdad entre los inversores, desde la perspectiva de una tutela inmediata de éstos como parte débil de la relación, se procede a la exigencia de deberes informativos en sentido positivo o de acción y deberes negativos o de omisión.

Estos son, en sentido positivo, la obligación de salvaguardar la información privilegiada, de adoptar las medidas adecuadas para evitar que tal información pueda ser objeto de utilización abusiva o desleal, o para que, en su caso, se tomen de inmediato las necesarias para corregir las consecuencias que de ello se hubieran derivado.

Y en sentido negativo, las que imponen unas exigencias dirigidas a abstenerse de ejecutar actuaciones orientadas a la preparación o realización de cualquier tipo de operación en el mercado sobre los valores a los que la información se refiere, a comunicar dicha información a terceros, o asesorar sobre la base de una información previamente procesada (art. 81 L.M.V.).

En quinto término, los intermediarios financieros igualmente son objeto de una serie de obligaciones

no ya con el efecto de permitir el conocimiento y difusión de hechos, sino con la pretensión de asegurar la existencia de una separación informativa interna que permita el ejercicio autónomo de cada función y la prevención de conflictos de intereses. Así pues, es por lo que desde el art. 83 L.M.V., las entidades estarán obligadas establecer áreas separadas de actividad dentro de la entidad o del grupo al que pertenezcan, siempre que actúen simultáneamente en varias de ellas, instalar adecuadas barreras de información entre cada área separada y el resto de la organización y entre cada una de las áreas separadas, definir un sistema de decisión sobre inversiones que garantice que éstas se adopten autónomamente dentro del área separada, así como elaborar y mantener actualizada una lista de valores e instrumentos financieros sobre los que se dispone de información privilegiada y una relación de personas y fechas en que hayan tenido acceso a tal información<sup>19</sup>.

En sexto término, y con el objetivo de impedir prácticas que falseen la libre formación de los precios así como con la pretensión de evitar que el uso de este cauce pueda ser utilizado para difundir de una forma dolosa o culposa información que no sea veraz es por lo que desde el art. 83 ter C.L.M.V., se viene a prohibir la difusión de información a través de los medios de comunicación, incluido internet, o a través de cualquier otro medio que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, cuando la persona que las divulgó supiera o hubiera debido saber que la información era falsa o engañosa.

En séptimo lugar, y con la finalidad de asistir a la labor de supervisión e inspección encomendada a la C.N.M.V., desde el art. 83 quater L.M.V., se viene a establecer que las entidades que efectúen operaciones con instrumentos financieros deberán avisar a la C.N.M.V., con la mayor celeridad posible, cuando consideren que existan indicios razonables para sospechar que una operación utiliza información privilegiada o constituye una práctica que falsea la libre formación de precios<sup>20</sup>.

18 En función de lo determinado por el art. 79 L.M.V., no se considerará que las empresas que presten servicios de inversión actúan con diligencia y transparencia y en interés de sus clientes, si en relación con la provisión de un servicio de inversión o auxiliar pagan o perciben algún honorario o comisión, o aportan o reciben algún beneficio no monetario que no se ajuste a lo establecido en las disposiciones que desarrollen esta Ley.

19 Pronunciándose sobre el citado tema desde nuestro ordenamiento jurídico *vid.* SALA I ANDRÉS, A. M.: "La regulación de las murallas chinas: una técnica de prevención de conflictos de interés en el Mercado de Valores español", *R. D. B. B.*, nº. 81, 2001, pp. 49 a 83; desde el sistema estadounidense y británico *vid.* HERZEL, L. COLLING, P.: "The chinese wall revisited", *Corporate Law Review*, 1983, p. 126; POSER, T.: "Chinese walls in the U.S.A and the U.K." *Review of Securities and Commodities Regulation*, nº. 21, 1988, p. 208; MCVEA, H.: *Financial conglomerates and the chinese walls*, Ed. Clarendon Press, Oxford, 1993; JONES, C.: "How to Avoid Insider Dealing", En AA.VV., *The Act Guide to Ethical Conflicts in Finance*, Ed. Blackwell, Ixford, 1994, p. 496; CHESINI, G.: *Il sistema finanziario del Regno Unito. Evoluzione della regolamentazione*. Ed. Università degli studi di Verona. Istituto di studi industriali, bancari e del terziario "G. Panati", Padova, 1994, pp. 226 y 227; desde el sistema alemán *vid.* KOLLER, L.: "33 Wphg: Verbot von Insidergeschäften", en AA. VV., *Wertpapierhandelsgesetz*, Ed. Otto Schmidt, Colonia, 1995, p. 489; y desde la disciplina italiana *vid.* ANNUNZIATA, F.: "Intermediazione mobiliare e agire disinteressato: i profili organizzativi interni" *B. B. T. C.*, nº. 1, 1995, pp. 644, 645, 647 y 652.

20 Las entidades que comuniquen operaciones sospechosas estarán obligadas a guardar silencio sobre dicha comunicación y dispondrán para su realización del uso de la carta, correo electrónico, fax o teléfono. Ahora bien, en este último caso, se requerirá dar

Pero, además de lo anterior -y de tal forma en segundo lugar- también la técnica jurídica de tutela adoptada por las normas de conducta se configura desde la exigencia de normas disciplinarias internas elaboradas por las entidades que prestasen los servicios de inversión.

Esta circunstancia se refleja en el requerimiento a los intermediarios de un código general de conducta (art. 78. 1. b L.M.V.) por el que se deberán de cumplir normas que concreten los preceptos contenidos en el Capítulo 1 del Título VII de la L.M.V., dictadas por el Gobierno o, con habilitación expresa de éste, el Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la C.N.M.V., -tal y como es el caso de las normas previstas en la Orden de 7 de octubre de 1999, de desarrollo del código general de conducta, pero solo para las entidades gestoras de carteras y sus clientes- y que con anterioridad a la derogación del Real Decreto 629/1993, de 3 de Mayo, por la disposición derogatoria única del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, eran contempladas en su anexo 1º.

De este modo, los intermediarios tendrán que atender en el desarrollo del mandato conferido a los principios de buena fe e imparcialidad, diligencia y cuidado en calidad de profesional, tenencia de medios y capacidades para atender a la realización de la actividad, otorgamiento de información en relación con la clientela, paridad de trato de los intereses de los diferentes clientes, y deber de abstención en el caso de que la realización del contrato pudiese generar una vulneración de las disposiciones legales.

Asimismo, y junto a aquellas, se sitúan los reglamentos internos de conducta (art. 78. 1. c L.M.V.) que serán para los intermediarios de obligatoria aplicación en aras de regular las actuaciones de sus consejeros, directivos, empleados y apoderados a efectos de garantizar el cumplimiento de las normas de conducta que pudiesen establecer el Ministerio de Economía, o con su autorización la C.N.M.V., (art. 78.2 L.M.V.), y que se elaboren medidas concretas tendentes a garantizar el cumplimiento de lo dispuesto en el Título VII L.M.V., y en sus normas de desarrollo, y de tal forma pues que se contemplen unas cautelas referentes a las operaciones que éstos efectuasen por cuenta propia, dirigidas a que se realizasen con

la mediación de la entidad para la que trabajan y para que no generasen conflictos de intereses ni empleasen la información obtenida por la entidad.

### 3.2 Las emisoras de valores

Como segunda de las categorías de sujetos a las que se les viene a obligar de forma expresa al cumplimiento de las normas de conducta contenidas en su mayoría en el título VII de la L.M.V., nos encontramos con los emisores, los cuales resultan definidos en base al art. 4 del R. D. 1310/2005, de 4 de noviembre, como aquellos que emiten o se proponen emitir cualquier valor.

De esta forma, se pone de manifiesto el amplio y heterogéneo sentido que afecta a estos sujetos obligados al poder abarcar tanto a emisores públicos -tales como el Estado, las CC. AA., los organismos dependientes de ambos o el Banco de España- como a emisores privados, y donde si bien los principales adoptan la forma jurídica de sociedades anónimas, de régimen común o especial, también juegan un importante papel unas cajas de ahorro especialmente activas en el ámbito del mercado hipotecario y unos fondos de inversión en calidad de emisores específicos de participaciones.

Efectivamente, si uno de los principios clave que inspiran la legislación del Mercado de Valores es la protección del inversor, este principio reporta que éste debe de disponer de la información suficiente para fundamentar su decisión de inversión y en tanto que los emisores realizan operaciones que implican una solicitud al ahorro público a través de los valores o instrumentos que han producido, desde el derecho del Mercado de Valores, se hace necesario imponer unas obligaciones a efectos de establecer unas cautelas jurídicas en el proceso de distribución inicial de los valores que hagan que las informaciones, los datos, y las promesas de beneficios elaboradas sobre proyectos económicos futuros suministrados por los emisores sean verosímiles.

Así pues, se viene a poner de manifiesto el tránsito que se produce desde el derecho subjetivo de información de todo accionista hacia el deber público informativo que desde el derecho del Mercado de Valores se impone a todo emisor<sup>21</sup> a

confirmación por escrito a solicitud de la CNMV. Además también se exige que la comunicación contenga la siguiente información:

- a) La descripción de las operaciones, incluido el tipo de orden, y el método de negociación utilizado.
- b) Las razones que lleven a sospechar que la operación se realiza utilizando información privilegiada o que constituye una práctica que falsea la libre formación de los precios.
- c) Los medios de identificación de las personas por cuenta de las que se hubieran realizado las operaciones y, en su caso, de aquellas otras implicadas en las operaciones.
- d) Si la persona sujeta a la obligación de notificar actúa por cuenta propia o por cuenta de terceros.
- e) Cualquier otra información pertinente relativa a las operaciones sospechosas.

21 Si bien este principio de información, es entendido de forma común por la doctrina como el instrumento esencial para la protección del inversor (en este sentido *vid.* GIRÓN TENA, J.: *Sociedades y bolsa...op. cit.*, pág. 89; BERCOVITZ RODRIGUEZ CANO, A.: "La protección jurídica del inversor en valores mobiliarios", En *Estudios jurídicos sobre protección de los consumidores*, Ed. Tecnos, Madrid, 1987, pág.

efectos de tutelar jurídicamente al público inversor concebido como colectivo en general, en tanto que, cuando una institución puede afectar a miles de personas, su correcto y normal funcionamiento importa no ya sólo a los particulares implicados, sino también al orden público económico puesto que cualquier irregularidad que se produzca no puede menos que afectarles.

Pero ahora bien, si todo lo anterior justifica que los emisores sean objeto de aplicación de la normativa reguladora del mercado primario de valores, cuando se le impone al emisor una disciplina de comportamiento a través de las normas de conducta se le vienen a requerir más por su ubicación en el marco de la generalidad de los sujetos que forman parte del amplio ámbito funcional de aplicación que prevé el art. 80 L.M.V., es decir de “*cuantas personas realicen actividades desarrolladas en el Mercado de Valores*” que, desde su consideración individual, esto es, como aquellos que emiten o se proponen emitir cualquier valor. La razón de ser de tal apreciación se denota dado que si bien en algunas disposiciones legales previstas en el marco de acción de las normas de conducta se empieza haciendo referencia desde el art. 80 L.M.V. a “*los emisores*” en general, la alusión posterior que realiza el legislador en el desarrollo normativo de las exigencias de conducta al hecho o decisión de influencia en la cotización de los valores hace que nos tengamos que remitir finalmente al ámbito específico de las sociedades cotizadas.

Además de lo anterior, también hay que tener en cuenta que tal disciplina impuesta al emisor como técnica legislativa adoptada para la realización de la tarea esencial de la protección de los clientes, se configura a través de una serie de mecanismos en torno a los cuales, y derivados del poder de vigilancia del mercado, se establece un sistema de control público desempeñado por la C.N.M.V..

Estos mecanismos articulados a través de las normas de conducta son, en primer término, una normativa que establece la imposición de unos deberes dirigidos a la puesta en conocimiento de determinados hechos o revelaciones, en segundo lugar, una disciplina que considerando al tipo de información denominada como “*privilegiada*” como el centro del sistema, faculta la presencia de deberes de acción y de omisión, y en tercer lugar, una pauta que orientada a evitar prácticas que falseen la libre formación de los precios, atiende a prohibir la difusión de información falsa o engañosa.

De esta forma se pone de manifiesto, en primer término, que desde las normas de conducta se imponen a los emisores unas reglas de comportamiento dirigidas a establecer deberes en sentido positivo o de acción, a efectos de permitir el conocimiento de hechos o datos relevantes que afectan al inversor y al mercado y que se constituyen en un recurso esencial para proteger a los clientes en la adopción de sus decisiones de inversión.

Efectivamente, es por ello por lo que se le viene a imponer a los emisores desde los arts. 85 y 89 L.M.V., la obligación de poner en conocimiento hechos o informaciones a iniciativa de la C.N.M.V. Ahora bien, este requerimiento al que se le vincula además un mecanismo de control ejercitado mediante la exigencia de una categoría de responsabilidad administrativa ante su falta de cumplimiento<sup>22</sup> resulta utilizado de una forma distinta en ambos preceptos legales, tanto en lo relativo al contenido que viene a detentar la información de carácter complementario, como en lo referente a su forma de divulgación.

Esto se debe puesto que, en primer término se advierte que el ejercicio de las funciones de carácter informativo que son atribuidas a la C.N.M.V., desde el art. 85 L.M.V.<sup>23</sup>, vienen otorgadas como

308; FARRANDO MIGUEL, I.: “El concepto de valor negociable y la aplicación en España de la cultura de la transparencia”, AA. Vv., (Coord. IGLESIAS PRADA, J. L.) *Estudios jurídicos en homenaje al Pf. Aurelio Menéndez*, Ed. Civitas, Madrid, 1996, T. 1, ppágs. 1206 a 1208; FUENTES LÓPEZ, M.: *La comisión nacional del Mercado de Valores*, Ed. Lex Nova, Valladolid, 1994, pág. 179; GARCÍA-PITA Y LASTRES, J. L.: “La difusión de información por las sociedades bancarias cotizadas”, *R. D. B. B.*, nº. 58, 1995, pág. 305) tradicionalmente había centrado su aplicación sobre las normativas reguladoras del mercado secundario a diferencia del mercado norteamericano que se centraba en el primario hasta que con la Directiva de 17 de abril de 1989, tal y como indican TAPIA HERMIDA, A. J. SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, J.: “La adaptación del derecho español del Mercado de Valores al derecho comunitario” *R. D. B. B.*, nº. 44, 1991, pág. 984; CACHÓN BLANCO, J. E.: El principio jurídico de protección al inversor...*op. cit.*, p. 640 y RECALDE CASTELLS, A.: “Los valores negociables ¿concepto delimitador del derecho del Mercado de Valores?”, *R. D. B. B.*, nº. 74, 1999, pág. 101, la política de transparencia informativa comunitaria se retrotrajo desde el mercado secundario de valores hacia el mercado primario, de igual modo que lo efectuó nuestra L.M.V., junto con el derogado R. D. 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta, y el R. D. de 4 de noviembre de 2005.

22 *Vid.* art.100 b L.M.V.

23 En aras de que las funciones de supervisión e inspección puedan ser realizadas óptimamente, la CNMV, dispondrá en función de lo establecido en el art. 85 L.M.V., del derecho a:

- a) Acceder a cualquier documento bajo cualquier forma y recibir una copia del mismo.
- b) Requerir información de cualquier persona y, si es necesario, citar y tomar declaración a una persona para obtener información.
- c) Realizar inspecciones con presencia física en cualquier oficina o dependencia de las entidades y empresas.
- d) Requerir los registros telefónicos y de tráfico de datos de que dispongan.
- e) Requerir el cese de toda práctica que sea contraria a las disposiciones establecidas en esta Ley y sus normas de desarrollo.
- f) Solicitar el embargo o la congelación de activos.
- g) Exigir la prohibición temporal para ejercer actividad profesional.
- h) Recabar de los auditores de las empresas de servicios de inversión y de las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales cualquier información que hayan obtenido en el ejercicio de su función.

instrumento de actuación en el desarrollo de sus facultades de supervisión e inspección y que por lo tanto, los deberes informativos exigidos serán los necesarios para que el citado órgano rector pueda realizar su labor de cierre del sistema esencial para la eficiencia de las normas<sup>24</sup>, mientras que desde el art. 89 L.M.V., la realización de tales actuaciones se justifican en la pretensión de hacer efectivo el principio de protección del inversor que demanda de una adecuada tutela, y que origina que las exigencias informativas reclamadas sean aquellas que procedan a poner en conocimiento inmediato situaciones que puedan afectar a la negociación de los valores.

Pero además, y en segundo lugar, lo anterior también se debe a que si bien las informaciones que haya recibido la C.N.M.V., en el ejercicio de sus funciones relacionadas con la supervisión e inspección no podrán ser divulgadas<sup>25</sup> a no ser que la propia C.N.M.V., requiera a los emisores a que la hagan pública, y que de no hacerlo, lo realice ella misma (art. 85 L.M.V.), desde el art. 89

L.M.V., se viene a contemplar que la exigencia de difusión de la información se tendrá que producir invariablemente y de un modo directo frente al público inversor.

Asimismo, los emisores también son objeto de otras exigencias en su conducta. Pero ahora bien, el recurso a la misma ya no resulta utilizado como deber a efectos de permitir el conocimiento y difusión de hechos.

Efectivamente la eficiencia presupone la máxima y continua producción de informaciones, seguida de su conversión en valoraciones y previsiones y su posterior difusión. Pero el uso de la información también puede conllevar efectos negativos derivados de su utilización de forma abusiva, ilícita, con una exclusiva finalidad especulativa, y desprovista de consideraciones de tipo moral, en cuanto despreocupada en consecuencia del respecto de las mínimas reglas de conducta a las que han de someterse los que intervienen en el Mercado de Valores.

- 
- i) Adoptar cualquier tipo de medida para asegurarse que las empresas de servicios de inversión y los mercados secundarios oficiales sigan cumpliendo los requisitos legales.
  - j) Acordar la suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que las personas físicas o jurídicas puedan hacer en el Mercado de Valores.
  - k) Acordar la suspensión o exclusión de la negociación de un instrumento financiero ya sea en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación.
  - l) Remitir asuntos para su procesamiento penal.
  - m) Autorizar a auditores o expertos a llevar a cabo verificaciones o investigaciones, de acuerdo con lo previsto en la letra c) del apartado 4 del artículo 91 L.M.V.
  - n) En el ejercicio de la función de comprobación de la información periódica a que se refiere el artículo 35.4 de la L.M.V., la C.N.M.V. podrá recabar de los auditores de cuentas de los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea, mediante requerimiento escrito, cuantas informaciones o documentos sean necesarios, de conformidad con lo establecido en la Ley 19/1988, de 11 de julio, de Auditoría de Cuentas.
- 24 Entendiendo por tales las leyes y disposiciones administrativas de carácter general que contengan preceptos específicamente referidos a las entidades comprendidas en el art. 84.1 y 2 L.M.V., o a la actividad relacionada con el Mercado de Valores y que sean de obligatoria aplicación (art. 95. 3 L.M.V.).
- 25 Este deber de secreto profesional regulado en el art. 90. 4. L.M.V., contempla las siguientes excepciones:
- a) Cuando el interesado consienta expresamente la difusión, publicación o comunicación de los datos.
  - b) La publicación de datos agregados a fines estadísticos, o las comunicaciones en forma sumaria o agregada de manera que las entidades individuales no puedan ser identificadas ni siquiera indirectamente.
  - c) Las informaciones requeridas por las autoridades judiciales competentes o por el Ministerio Fiscal en un proceso penal, o en un juicio civil.
  - d) Las informaciones que, en el marco de los recursos administrativos o jurisdiccionales entablados sobre resoluciones administrativas dictadas en materia de ordenación y disciplina de los mercados de valores, sean requeridas por las autoridades administrativas o judiciales competentes.
  - e) Las informaciones que la C.N.M.V., tenga que facilitar para el cumplimiento de sus respectivas funciones a las Comunidades Autónomas con competencias en materia de Bolsas de Valores; al Banco de España; a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones; a las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales con el objeto de garantizar el funcionamiento regular de los mismos; a los fondos de garantía de inversores; a los interventores o síndicos de una empresa de servicios de inversión o de una entidad de su grupo, designados en los correspondientes procedimientos administrativos o judiciales, y a los auditores de cuentas de las empresas de servicios de inversión y de sus grupos.
  - f) Las informaciones que la C.N.M.V., tenga que facilitar a las autoridades responsables de la lucha contra el blanqueo de capitales en aplicación de la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, así como las comunicaciones que, de modo excepcional, puedan realizarse en virtud de lo dispuesto en los artículos 93 y 94 de la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria, previa autorización indelegable del Ministro de Economía y Hacienda. A estos efectos, deberán tenerse en cuenta los acuerdos de colaboración formalizados por la C.N.M.V., con autoridades supervisoras de otros países.
  - g) Las informaciones requeridas por una Comisión Parlamentaria de Investigación, en los términos establecidos por su legislación específica.
  - h) Las informaciones que la C.N.M.V., decida facilitar a un sistema o cámara de compensación y liquidación de un mercado español, cuando considere que son necesarias para garantizar el correcto funcionamiento de dichos sistemas ante cualquier incumplimiento, o posible incumplimiento, que se produzca en el mercado.
  - i) Las informaciones que la C.N.M.V., tenga que facilitar, para el cumplimiento de sus funciones, a los organismos o autoridades de otros países en los que recaiga la función pública de supervisión, siempre que exista reciprocidad, y que los organismos y autoridades estén sometidos a secreto profesional en condiciones que, como mínimo, sean equiparables a las establecidas por las leyes españolas.
  - j) Las informaciones que por razones de supervisión prudencial o sanción, la C.N.M.V., tenga que dar a conocer al Ministerio de Economía y Hacienda o a las autoridades de las Comunidades Autónomas con competencias en materia de mercados de valores.

Así pues, con la finalidad de luchar contra el uso abusivo de las informaciones privilegiadas que repercuten en la transparencia y eficiencia del mercado y que impiden garantizar el principio de igualdad entre los inversores, desde la perspectiva de una tutela inmediata de éstos como parte débil de la relación, se procede al recurso de la exigencia de obligaciones de naturaleza informativa como una útil herramienta que realiza, ahora, funciones de represión de los abusos del mercado y ello mediante la exigencia de deberes informativos en sentido positivo o de acción, al dirigirse a la salvaguarda de las informaciones privilegiadas, y deberes negativos o de omisión, orientados a la abstención en la realización de conductas informativas u operativas en el Mercado de Valores utilizando información confidencial.

Así pues, es por lo que desde los arts. 81 y 83 bis 2. L.M.V., se vienen a establecer una serie de exigencias en la conducta, tanto de acción como de omisión, que tienen su eje en el concepto de información privilegiada<sup>26</sup>. Esta circunstancia se debe por cuanto que la delimitación del círculo de sujetos obligados es subsidiaria de la propia definición de información privilegiada, en tanto que es la mera disposición de ésta la que obliga a unas conductas, y por lo tanto, es la que atiende a reportar a los emisores en cuanto a la tenencia de la misma, su deber de vinculación con tales deberes.

Finalmente, y en tercer lugar pues, los emisores igualmente son objeto de otras exigencias en su conducta como instrumento que permita evitar prácticas que falseen la libre formación de los precios en el mercado.

De esta forma, es por lo que desde el art. 83. 1. c ter L.M.V., se viene a establecer como exigencia en la conducta de los emisores, desde su consideración como sujetos ubicados en el ámbito general relativo a los que actúan o se relacionan en el Mercado de Valores, del deber negativo o de omisión de abstenerse de difundir información a través de los medios de comunicación, incluido internet, o a través de cualquier otro medio, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, cuando quien los divulga supiera o hubiera debido saber que la información era falsa o engañosa.

### 3.3 Las sociedades cotizadas o bursátiles

Como tercera de las categorías de sujetos a las que se les viene a obligar al cumplimiento de las normas de conducta contenidas en su mayoría en el título VII de la L.M.V., nos encontramos con las sociedades cotizadas que son aquellas sociedades emisoras cuyos valores han sido admitidos a negociación en un mercado secundario oficial de valores (art. 495 del R. D. Legislativo 1/2010, de 2 de Julio).

Así, las sociedades cotizadas se presentan como un subtipo de las sociedades anónimas abiertas dotadas de un estatuto jurídico característico<sup>27</sup>. La razón de ser de tal circunstancia se debe a que están permanentemente sometidos a la normativa societaria y además a la mobiliaria.

Pero ahora bien, es necesario advertir que cuando a las sociedades cotizadas se le impone

26 En función de lo establecido por el art. 81.1 L.M.V., (vid. HERNÁNDEZ SAINZ, E.: *El abuso de información privilegiada en los mercados de valores*, Thomson-Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2007, págs. 6 y ss; ENTRENA RUIZ, D.: *El empleo de información privilegiada en el Mercado de Valores: Un estudio de su régimen administrativo sancionador*, Thomson-Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2006, págs. 11 y ss; MONROY ANTÓN, A. J.: El bien jurídico protegido en el delito de abuso de información privilegiada...*op. cit.*, p. 78; RODRIGUEZ MOURULLO, G.: "La criminalización del uso de información privilegiada entre el sí y el no", *A. R. A. J. L.*, nº. 37, 2007, pág. 603; MINGUELL ELEIZALDE, B.: "Información privilegiada", en AA. Vv., *Instituciones del mercado financiero. EL Mercado de Valores, organización, control y sujetos intervinientes*, T. VI, Ed. La Ley, Madrid, 1999, págs. 3969 y ss; TAPIA HERMIDA, A. J.: *Derecho del Mercado de Valores*, Ed. Cálamo, Barcelona, 2003, págs. 3321 y ss; PRAT RODRIGO, M.: *EL uso ilegal de información privilegiada en las ofertas públicas de adquisición de acciones*, Ed. Deusto, Bilbao, 1990, págs. 36 a 42; MARTÍNEZ FLORES, A.: "Sobre los destinatarios de la prohibición de usar información privilegiada (artículo 81.2 de la Ley del Mercado de Valores)", en AA. Vv., *Derecho de sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, T. III, Ed. MacGraw Hill, Madrid, 2002, págs. 2811 y ss; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y TAPIA HERMIDA, A. J.: "El abuso de información privilegiada (insider trading) y operaciones de iniciados", *R. D. B. B.*, nº. 28, 1987, págs. 790 y ss; ZURITA, J.: "The Spanish System of Insider Trading Regulation", en *European Insider Dealing Law and Practice*, Hops y Wymmersch edits., Londres-Boston, 1991, ID.: "El régimen español sobre insider trading y la propuesta de directiva comunitaria", en AA. Vv., *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, 1991, págs. 1254 y ss; TAPIA HERMIDA, A.: "La prohibición de revelar información privilegiada: su delimitación y alcance para los miembros del órgano de administración o de control elegidos por los trabajadores", *R. D. B. B.*, nº. 109, 2008, págs. 31 a 131.) se entiende por información privilegiada "toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta Ley, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación".

27 Sobre las sociedades cotizadas vid. AA. Vv., (Dir. RODRIGUEZ ARTIGAS, F.), *Derecho de sociedades anónimas cotizadas*, Ed. Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2005; CANDELARIO MACÍAS, M. I.: *Tutela de la minoría en la sociedad cotizada en bolsa: examen de los derechos políticos-administrativos*, Ed. Atelier, Barcelona, 2007, 431 págs.; AA. Vv., (Coord. VIVES, F., PÉREZ-ARDA, J.), *La sociedad cotizada*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 2006, 1032 págs.; MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA y GARCÍA DUEÑAS, A.: *El aumento del capital de la sociedad cotizada*, Ed. Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006, 198 págs.; ALBELLA AMIGO, S.: *Régimen jurídico español de la sociedad cotizada*, Ed. Comares, Granada, 2006, 260 págs.

una disciplina de comportamiento a través de las normas de conducta, se le vienen a requerir más desde su consideración individual, que por su ubicación en el marco de la generalidad de los sujetos que forman parte del amplio ámbito funcional de aplicación que prevé el art. 80 L.M.V., es decir de “*cuantas personas realicen actividades desarrolladas en el Mercado de Valores*”.

La razón de ser de tal apreciación se denota dado que si bien cuando el art. 80 L.M.V., enumera a los sujetos obligados a las normas de conducta no las menciona expresamente, la alusión posterior que realiza el legislador en el desarrollo normativo de las concretas exigencias disciplinarias al hecho o decisión de influencia en la cotización de los valores hace que nos tengamos que remitir finalmente al ámbito específico de las sociedades cotizadas.

De esta forma, las sociedades cotizadas quedan vinculadas en el marco normativo del Mercado de Valores a un conjunto de deberes disciplinarios que fundamentalmente permiten ser calificados como de transparencia.

La razón de ser de tal circunstancia se debe dado que las sociedades cotizadas comprometen diariamente el ahorro de miles de pequeños y medianos inversores en la negociación de los valores que emiten y están admitidos en un mercado regulado obteniendo con ello un cauce privilegiado de financiación con cargo a sus recursos propios (acciones) o ajenos (obligaciones), por lo que es justo que ofrezcan al Mercado de Valores una mayor transparencia.

En efecto, de esta forma también a las sociedades cotizadas les resulta de aplicación un conjunto de normas que procedentes del Mercado de Valores quedan identificadas por su ubicación en torno a un ámbito general de confianza pública sobre el debido comportamiento en el mercado con la finalidad de garantizar que el desarrollo de las prestaciones se efectuará en torno a los criterios de profesionalidad, moralidad y corrección.

En este caso, la técnica legislativa que se adopta viene a configurarse a través de dos mecanismos. Estos son, en primer término, una normativa estatal derivada de los poderes de vigilancia del mercado, y en segundo lugar, una disciplina interna que faculta la presencia de normas autorreguladoras<sup>28</sup>. En efecto, como consecuencia en primer término de tal circunstancia, a las sociedades cotizadas les resulta de aplicación unas normas de conducta

compuestas por normas legales que les imponen los siguientes deberes:

1º. Cuando se dispusiera de información privilegiada, entendiéndose por tal toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de la L.M.V., o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación, se tendrá en función de lo preceptuado en los arts. 81 L.M.V., 1 del R.D. 1333/2005, de 11 de noviembre así como en la Circular 4/2009, de 4 de noviembre de la C.N.M.V., la obligación de salvaguardarla adoptando las medidas adecuadas para evitar que tal información pueda ser objeto de utilización abusiva o desleal. Pero además, ante la tenencia de tal información también se requerirá la prohibición de abstenerse de ejecutar por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente, las siguientes conductas:

- Preparar o realizar cualquier tipo de operación sobre los valores negociables o sobre instrumentos financieros, o sobre cualquier otro valor, instrumento financiero o contrato de cualquier tipo, negociado o no en un mercado secundario, que tenga como subyacente a los valores negociables o instrumentos financieros a los que la información se refiera.
- Comunicar dicha información a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo.
- Recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores negociables o instrumentos financieros o que haga que otro los adquiera o ceda basándose en dicha información.

2º. Hacer público y difundir inmediatamente al mercado toda información relevante (art. 82 L.M.V.).

3º. Durante las fases de estudio o negociación de cualquier tipo de operación jurídica o financiera que pueda influir de manera apreciable en la cotización de los valores o instrumentos financieros afectados, tienen en función de lo establecido en el art. 83 bis 1 L.M.V., la obligación de:

- Limitar el conocimiento de la información estrictamente a aquellas personas, internas o externas a la organización, a las que sea imprescindible.

<sup>28</sup> Así pues, se advierte en nuestro ordenamiento jurídico en aras de garantizar el correcto funcionamiento de un mercado, un equilibrio entre la regulación, esto es, la normativa estatal derivada de los poderes de vigilancia del mercado, y la libertad, es decir, la disciplina interna de los operadores financieros que faculta la presencia de unas normas autorreguladoras que traten de reforzar la idea de profesionalidad en el sector.

En este sentido y en función de lo establecido en el art. 7 del R. D. 1333/2005, de 11 de noviembre, se viene a indicar que quedarán excluidos del deber de información al público, los actos de estudio, preparación o negociación previos a la adopción de decisiones que tengan la consideración de relevantes pudiendo en particular acogerse a tal circunstancia los supuestos siguientes:

- Negociaciones en curso, o circunstancias relacionadas con aquéllas, cuando el resultado o el desarrollo normal de esas negociaciones pueda verse afectado por la difusión pública de la información. En concreto, en el caso de que la viabilidad financiera del emisor esté en peligro grave e inminente, aunque no sea aplicable la legislación concursal, la difusión al mercado se podría retrasar durante un plazo limitado, si tal difusión pudiera poner en grave peligro el interés de los accionistas existentes y potenciales debilitando la conclusión de negociaciones específicas concebidas para garantizar la recuperación financiera a largo plazo del emisor.
- Decisiones adoptadas o contratos celebrados por el órgano de administración de un emisor que necesiten la aprobación de otro órgano del emisor para hacerse efectivos, cuando la organización de ese emisor exija la separación entre dichos órganos, siempre que la difusión pública de la información anterior a esa aprobación, junto con el anuncio simultáneo de que dicha aprobación está pendiente, pusiera en peligro la correcta evaluación de la información por parte del mercado.

Además, para asegurar la confidencialidad de esa información la sociedad tendrá que controlar el acceso a ésta y, en particular, deberán adoptar las medidas necesarias para negar el acceso a esa información a personas que no sean los que deban tenerla en el ejercicio de sus funciones, garantizar que las personas que tengan acceso a esa información conozcan las obligaciones legales que implica y sean conscientes de las sanciones relacionadas con el uso inadecuado o impropio de dicha información, así como difundir inmediatamente la información en el caso de que la sociedad no pudiera garantizar la confidencialidad de la información relevante pertinente.

- Llevar, para cada operación, un registro documental en el que consten los nombres de las personas a que se refiere el apartado anterior y la fecha en que cada una de ellas ha conocido la información<sup>29</sup>.
- Advertir expresamente a las personas incluidas en el registro del carácter de la información y de su deber de confidencialidad y de la prohibición de su uso así como de las infracciones y sanciones derivadas de su utilización inadecuada. Asimismo, también deberá de informar a los interesados acerca de su inclusión en el registro y de los demás extremos previstos en la Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal.
- Establecer medidas de seguridad para la custodia, archivo, acceso, reproducción y distribución de la información.
- Vigilar la evolución en el mercado de los valores por ellos emitidos y las noticias que los difusores profesionales de información económica y los medios de divulgación emitan y les pudieran afectar.
- En el supuesto de que se produzca una evolución anormal de los volúmenes contratados o de los precios negociados y existan indicios racionales de que tal evolución se está produciendo como consecuencia de una difusión prematura, parcial o distorsionada de la operación, difundir de inmediato, un hecho relevante que informe, de forma clara y precisa, del estado en que se encuentra la operación en curso o que contenga un avance de la información a suministrar, todo ello sin perjuicio de lo establecido en el art. 82.4 L.M.V.

4º. Someter la realización de operaciones sobre sus propias acciones a medidas que eviten que las decisiones de inversión o desinversión puedan verse afectadas por el conocimiento de información privilegiada (art. 83 bis 2 L.M.V.).

5º. Someter a los miembros de su órgano de administración y a los directivos a medidas que impidan el uso de información privilegiada sobre los valores emitidos por la propia sociedad u otras de su grupo (art. 83 bis 3 L.M.V.).

6º. Sus administradores y directivos<sup>30</sup>, así como las personas que tengan un vínculo estrecho con

<sup>29</sup> En función de lo establecido en el art.8 del R. D. 1333/2005, de 11 de noviembre, en dichos registros se deberá mencionar como mínimo la identidad de toda persona que tenga acceso a la información privilegiada, el motivo por el que figuran en la lista, así como las fechas de creación y actualización de la lista. Asimismo, dicho registro habrá de ser actualizado inmediatamente cuando se produzca un cambio en los motivos por los que una persona consta en dicho registro, cuando sea necesario añadir una nueva persona a ese registro, así como en el caso en el que una persona que conste en el registro deje de tener acceso a la información privilegiada. Además la sociedad habrá de conservar los datos inscritos en el registro documental al menos durante cinco años después de haber sido inscritos o actualizados por última vez. Igualmente, deberá poner el registro a disposición de la CNMV, cuando ésta lo solicite.

<sup>30</sup> A los efectos de lo dispuesto en el art.9 del R. D. 1333/2005, de 11 de noviembre, se entenderá por directivo cualquier responsable de alto nivel que tenga habitualmente acceso a la información privilegiada relacionada, directa o indirectamente, con la sociedad y que, además, tenga competencia para adoptar las decisiones de gestión que afecten al desarrollo futuro y a las perspectivas empresariales de la misma.

éstos<sup>31</sup>, habrán de comunicar a la C.N.M.V., todas las operaciones realizadas sobre las acciones de las sociedades cotizadas (arts. 83 bis 4 L.M.V., 9 del R. D. 1333/2005, de 11 de noviembre, y Circular 2/2007, de 19 de diciembre). La notificación a la que se refieren estos preceptos habrá de efectuarse en los cinco días hábiles siguientes a aquél en el que tiene lugar la transacción. Además, dicha notificación deberá incluir el nombre de la persona que ejerza un cargo directivo en la sociedad o, cuando proceda, el nombre de la persona que tenga un vínculo estrecho con ella, el motivo de la obligación de notificación, el nombre de la sociedad, la descripción del valor financiero, la naturaleza de la operación, la fecha y el mercado en el que se haga la operación, así como el precio y volumen de la misma.

7º. Abstenerse de la preparación o realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios (arts. 83 ter L.M.V., 2 y 3 del R. D. 1333/2005, de 11 de noviembre). En base al art. 83 ter L.M.V., se concreta esta obligación considerando como prácticas prohibidas:

1º. Las operaciones u órdenes que proporcionen o puedan proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a la oferta, la demanda o el precio de los valores negociables o instrumentos financieros, o que aseguren por medio de una o varias personas, el precio de uno o varios instrumentos financieros en un nivel anormal o artificial, a menos que la persona que hubiese efectuado las operaciones o emitido las órdenes demuestre la legitimidad de sus razones y que éstas se ajustan a las prácticas de mercado aceptadas en el mercado regulado de que se trate.

2º. Las operaciones u órdenes que empleen dispositivos ficticios o cualquier otra forma de engaño o maquinación.

3º. La difusión de información a través de los medios de comunicación, incluido Internet, o a través de cualquier otro medio, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la

propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, cuando la persona que las divulgó supiera o hubiera debido saber que la información era falsa o engañosa.

Pero además de todo lo anterior, y de tal forma en segundo lugar, también aquella técnica jurídica de tutela adoptada por las normas de conducta se configura desde la exigencia a las sociedades cotizadas, de normas disciplinarias internas elaboradas por la propia sociedad.

Esta circunstancia se refleja en el requerimiento establecido desde el art. 80.2 L.M.V., de tener que elaborar un reglamento interno de conducta que tendrán que remitir a la C.N.M.V., y en el que deberán de incorporar las previsiones contenidas en los arts. 82 y 83 bis L.M.V., así como en sus disposiciones de desarrollo, y todo ello junto a la exigencia de tener que remitir un compromiso por escrito que garantice la actualización de dichos reglamentos internos de conducta y que su contenido es conocido, comprendido y aceptado por todas las personas pertenecientes a la organización a los que resulte de aplicación<sup>32</sup>.

#### **3.4 Resto de personas o entidades que realicen actividades en el Mercado de Valores**

Como cuarta de las categorías de sujetos a las que se les viene a obligar al cumplimiento de las normas de conducta nos encontramos con "*los analistas y en general cuantas personas o entidades realicen de forma directa o indirecta actividades relacionadas con los mercados de valores*" (art. 80.1 L.M.V.).

De esta forma pues, quedan afectas a las normas de conducta contenidas en el título VII, capítulo II de la L.M.V., las entidades que desarrollan una intermediación informativa en el Mercado de Valores recabándola de los emisores sobre sus propias características y las de los valores que emiten y plasmándola en forma de recomendaciones operativas, propias de los asesores de inversiones y analistas financieros<sup>33</sup>, o de evaluaciones de la solvencia de los emisores

31 A los efectos de lo dispuesto en el art. 9 del R. D. 1333/2005, de 11 de noviembre se entenderá por persona que tiene un vínculo estrecho con los administradores o directivos, el cónyuge del administrador o directivo o cualquier persona unida a éste por una relación de afectividad análoga a la conyugal, conforme a la legislación nacional, así como los hijos que tenga a su cargo y aquellos otros parientes que convivan con él o estén a su cargo, como mínimo, desde un año antes de la fecha de realización de la operación. Además, también se considerarán como tales cualquier persona jurídica o cualquier negocio jurídico fiduciario en el que los administradores o directivos o las personas anteriormente señaladas sean directivos o administradores; o que esté directa o indirectamente controlado por alguno de los anteriores; o que se haya creado para su beneficio; o cuyos intereses económicos sean en gran medida equivalentes a los de los anteriores.

32 Desde el art. 80. 2 L.M.V., se viene además a indicar que en aquellos casos en que se detectase que el contenido del reglamento interno de conducta no se ajustase a lo dispuesto anteriormente o no es adecuado a la naturaleza o al conjunto de actividades desarrollado, la C. N. M. V., podrá requerirle para que incorpore al reglamento cuantas modificaciones o adiciones juzgue necesarias.

33 Si bien, tal y como advierte BELANGO GARÍN, B.: "Los analistas de valores. Entre la intervención pública y la autorregulación", *R. D. B. B.*, nº. 99, 2005, p. 160, los analistas se caracterizan por ser profesionales que no forman parte de un colectivo homogéneo sino que por el contrario su actividad se desenvuelve bajo circunstancias diversas, el Informe de la Comunidad Europea titulado "*Financial Analyst: Best practices in an integrated European financial market*", de 4 de septiembre de 2003, elaborado en aras del estudio y sistematización

para hacer frente a las obligaciones derivadas de los valores que emiten. Estas últimas evaluaciones son las propias de las Agencias de Calificación Crediticia o "rating" (en adelante, identificadas como A.C.C.).

Como consecuencia de lo anterior, a tales personas y entidades les son objeto de exigencia:

1º. Obligaciones en relación con la información privilegiada que detentan como consecuencia del acceso a la información confidencial que pueden ser objeto de detentar (art. 81 L.M.V.).

2º. Mandatos en referencia a asegurar la existencia de una separación informativa interna que impida el flujo de información privilegiada entre las distintas áreas de la actividad, de forma que se garantice que cada una de ésta tome de manera autónoma sus decisiones y que se eviten conflictos de interés (art. 83. 1 L.M.V.).

Así pues, estarán obligadas a establecer áreas separadas de actividad dentro de la entidad o del grupo al que pertenezcan, siempre que actúen simultáneamente en varias de ellas, instalar adecuadas barreras de información entre cada área separada y el resto de la organización y entre cada una de las áreas separadas, definir un sistema de decisión sobre inversiones que garantice que éstas se adopten autónomamente dentro del área separada, así como elaborar y mantener actualizada una lista de valores e instrumentos financieros sobre los que se dispone de información privilegiada y una relación de personas y fechas en que hayan tenido acceso a tal información.

3º. Deberes dirigidos a requerir un comportamiento leal e imparcial cuando publiquen o difundan informes o recomendaciones sobre sociedades emisoras de valores o instrumentos financieros cotizados (art. 83.2 L.M.V.)<sup>34</sup>

4º. Exigencias dispuestas a prohibir la preparación o realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios de los valores en el mercado (art. 83 ter L.M.V.).

Así pues, con la pretensión de impedir que el uso de este cauce pueda ser utilizado para difundir de una forma dolosa o culposa información que no sea veraz, es por lo que se viene a prohibir la difusión de información a través de los medios de comunicación, incluido internet, o a través de cualquier otro medio, que proporcione o pueda proporcionar indicios falsos o engañosos en cuanto a los instrumentos financieros, incluida la propagación de rumores y noticias falsas o engañosas, cuando la persona que las divulgó supiera o hubiera debido saber que la información era falsa o engañosa.

#### 4. Principios éticos versus preceptos de obligatoria aplicación: vías para la reclamación de responsabilidades

Pero ahora bien todo lo anterior, se plantea la controversia sobre hasta qué punto estas exigencias de conducta son meramente el reflejo de una serie de principios éticos orientadores de la actuación de los operadores del Mercado de Valores cuyo incumplimiento no generaría responsabilidades, o si por el contrario se tratan de preceptos de obligatoria aplicación a los que se le vienen a reportar conjuntamente de un adecuado sistema de responsabilidad de tal forma que permitan distinguir con claridad frente al público inversor de la existencia de un medio eficaz tanto de naturaleza reintegradora en el supuesto de daños ocasionados a sujetos determinados, como de carácter preventivo a efectos de disuadir la vulneración de los límites de tolerancia establecidos por la norma.

Así las cosas, la primera consecuencia que se permite contemplar derivada de la infracción

de los analistas financieros, ha permitido sistematizar a los principales tipos de analistas, Siguiendo tales pautas estos permiten clasificarse en:

- *Sell-side equity analyst*: Es un analista que cubre uno o más sectores económicos y que es empleado de intermediarios financieros tales como agencias y sociedades de valores. Sus recomendaciones son a menudo distribuidas entre los clientes o incluso pueden ser difundidas entre el público. Representan el 30% del mercado, *vid.* FISH, J. E: SALE, H. A.: "The securities analysts as agent: the regulation of analysts", *Iowa Law Review*, n.º. 88, 2003, p. 1041.

- *But-side equity analyst*: Es un analista empleado por un inversor institucional. A diferencia del anterior sus recomendaciones no suelen publicarse o divulgarse fuera de la empresa. Suelen estar directamente involucrados en la gestión de los fondos. Aproximadamente el 60% de los analistas que trabajan hoy en el mercado están incluidas en esta categoría FISH, J. E: SALE, H. A.: The securities analysts as agent...*op. cit.*, p. 1041.

- *Independent analysts*: Son los que proporcionan análisis sin poseer ningún tipo de relación con las empresas que cubren. Muchos de estos analistas proveen sus informes bajo suscripción o bajo otro tipo de honorario. Aunque ésta es la clasificación generalmente aceptada, CHOI, S. J. FISH, J. E.: "How to fix Wall Street: a voucher Financing proposal for securities intermediaries", *Yale Law Journal*, n.º. 113, 2003, p. 284, parten por el contrario de entender por *sell side analysts* a aquellos que proporcionan directamente informes sobre valores a los inversores, incluyendo entre ellos a los analistas independientes.

34 Si bien para el caso concreto de las A. C. C., éstas no pueden calificarse en sentido propio como asesores de inversiones (*vid.* TAPIA HERMIDA, A. J.: "Naturaleza y funciones de las agencias de calificación crediticia", *Perspectivas del sistema financiero*, n.º. 103, 2011, p. 22) ello no obsta a que puedan prestar servicios accesorios de asesoramiento de inversiones y de que puedan extralimitar, en ciertos casos, sus opiniones para incluir recomendaciones, implícitas o explícitas de inversión.

de las normas de conducta es el nacimiento de responsabilidades de naturaleza administrativa.

En efecto, en función de las facultades coercitivas detentadas por las autoridades supervisoras de las entidades financieras en aras del interés público que justifica la intervención y operando como cierre del sistema esencial para la eficiencia de las normas, desde el capítulo II correspondiente al Título VIII de la L.M.V., se viene a concretar el régimen sancionatorio que resultará de aplicación en caso de que se produjese su incumplimiento a través de una serie de menciones en las que se concretan la vulneración de las normas de conducta establecidas en el Título VII de esta Ley<sup>35</sup>.

Pero ahora bien, nada dicen estas disposiciones sancionatorias de una forma expresa en relación con la infracción de las normas disciplinarias contempladas tanto en el código general de conducta, como en el reglamento interno de conducta.

Así las cosas, se podría argumentar que tales disposiciones al no poder ser denominadas como normas de ordenación y disciplina al no acoger directamente la noción contemplada por el art. 95.2 L.M.V., que las define como *“las leyes y disposiciones administrativas de carácter general que contengan preceptos específicamente referidos a las entidades comprendidas en el art. 84.1 de esta Ley o a la actividad relacionada con el Mercado de Valores de las personas o entidades a que se refiere el nº. 2 del mismo y que sean de obligada observancia de las mismas”*, no podría tampoco considerarse que con su incumplimiento se incurriese en una responsabilidad administrativa sancionable con arreglo a lo dispuesto en el Capítulo II del Título VIII de la L.M.V.

Pero ahora bien, dado que desde la L.M.V., se exige que en tales normas disciplinarias se tendrá que proceder a concretar los preceptos contemplados en el Título VII L.M.V. y en sus disposiciones de desarrollo, en cuanto su contenido sea una concreción de lo previsto en tales normas, si que podrán considerarse como norma de ordenación y disciplina del Mercado de Valores, y por

consiguiente, si que se posibilitará de tal forma dar lugar a la imposición de las correspondientes sanciones administrativas a través del precepto contemplado en el art. 100 t L.M.V., en el que se procede a tipificar la vulneración de las normas de conducta en un sentido general.

No obstante lo anterior, también la vulneración de las normas de conducta puede ir más allá de la sanción administrativa y no ya sólo por las que resulten de aplicación con arreglo a la legislación laboral.

En efecto, esta circunstancia se debe al poder venir a significar la utilización de la información privilegiada una infracción -de forma independiente a la administrativa- de preceptos penales contemplados en los arts. 285 y 286 del Código Penal<sup>36</sup> al significar un verdadero hurto ya que el beneficio logrado por quienes han utilizado este tipo de información ha sido a costa de quienes no han tenido acceso a la misma a la cual tenían derecho por ser de público interés para los inversores. Pero además, puesto que también, se estiman de aplicación mecanismos civiles.

Efectivamente, en el caso de que la infracción estuviese vinculada al uso de información privilegiada, se permitiría ejercitar a la contraparte una acción dirigida a la indemnización de los daños y perjuicios causados al amparo del art. 1902 C.C.

Esta circunstancia se debe, dado que cuando el sujeto utiliza una información privilegiada se produce un resultado dañoso equivalente a la diferencia existente entre el precio de mercado de los valores y el que efectivamente correspondería a éstos en el mismo si la información no pública se hubiera incorporado ya a las cotizaciones, por lo que se origina una relación de causalidad observada por la teoría de la equivalencia de las condiciones en la fórmula *condicio sine qua non*, y mediante la teoría de la condición ajustada a las leyes de la experiencia, ocasionándose así objetivamente una imputación del resultado dañoso a dicha conducta<sup>37</sup>.

35 En este sentido *vid.* sobre la vulneración del deber de llevar una ordenación adecuada el art. 99.1 e, e bis, y I L.M.V., en relación con la sanción por el deber de prevenir y dejar constancia de cualquier tipo de interés el art. 99. 1 z L.M.V., en referencia a las infracciones en materia de información privilegiada los arts. 99. 1 o, o bis y 100. 1 r y x L.M.V., en alusión a la violación de las obligaciones contempladas en el art. 83 ter L.M.V., los arts. 99.1 j y 100. 1 w L.M.V. y en general reconociendo una sanción para la infracción de las normas de conducta establecidas en el Título VII de esta Ley, o en las disposiciones dictadas en su desarrollo, cuando no constituyan infracción muy grave, el art. 100. 1 t L.M.V.

36 Con respecto al tratamiento que sobre la utilización de la información privilegiada a efectos sancionatorios efectúa la L.M.V., el Código Penal establece una serie de diferencias. Estas son:

- La imposición de un límite cuantitativo, lo que hará que haya conductas que no sean sancionables penalmente y sin embargo si lo sean por parte de la C. N. M. V. En este sentido *vid.* BAJO FERNÁNDEZ, M.: *Compendio de derecho penal, parte especial*, Ed. Centro de estudios Ramón Areces, Madrid, 1998, p. 601.

- La penalización agravada de la habitualidad de la conducta, tal y como expone MONROY ANTÓN, A. J.: El bien jurídico protegido en el delito de información privilegiada” *R. D. B. B.*, nº. 98, 2005, p. 43.

37 Insinuando este mecanismo con anterioridad a la L.M.V., se pronunciaron SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. TAPIA HERMIDA, A. J.: “El abuso de información privilegiada (insider trading) y operaciones de iniciados”, *R. D. B. B.*, nº. 27, 1987, p. 781, y posteriormente corroborándolo

Pero además, puesto que si bien las normas de conducta no se podrán configurar como una normativa contractual, sí que denotan una incidencia en las relaciones individuales entre el intermediario y el cliente de forma indirecta que posibilita de tal modo establecerlas como un mecanismo jurídico de protección en favor del cliente inversor, en tanto que le permite reclamar el resarcimiento por los daños ocasionados por una completa falta de ejecución de lo que es debido, o ante su realización de una forma defectuosa, a través del ejercicio de una acción civil de responsabilidad contractual.

En efecto, desde el sector del Mercado de Valores partimos de unas normas de conducta, configuradas como normativa dotada de una naturaleza puramente disciplinaria dirigida a la ordenación profesional de los operadores del mercado, y de una técnica en la dotación de potestad normativa a la C.N.M.V., que establecida en el art. 15. y 95. 3 L.M.V., procede a la elaboración de unas circulares que resultan consideradas como fuente secundaria y subordinada a la ley.

Así pues, tales disposiciones son reglas de actuación de los operadores del mercado que no pueden escapar de lo puramente disciplinario, y por tanto en su calidad de normas de ordenación y disciplina de la actividad profesional, no podrán incidir directamente en las relaciones contractuales con los clientes. Sólo se acepta la posibilidad del efecto contractual de estas normas acudiendo a la normativa general de los contratos. Esto se debe puesto que si el principio de la autonomía contractual de nuestro derecho privado, sólo viene limitado por la ley, moral y el orden público, cuando se permitiese encuadrar el incumplimiento de la entidad en preceptos legales, se podría otorgar un efecto jurídico privado de esas disposiciones en los contratos, y se denotaría que el incumplimiento de aquellas puede ir más allá de la sanción administrativa al incidir de forma indirecta en el ámbito de las relaciones contractuales.

De este modo, se permite estimar, atendiendo a la limitación del principio de libertad contractual contemplado en el art. 1.255 C. Civil., tal y como ya alguna jurisprudencia menor ha puesto de manifiesto<sup>38</sup>, que la normativa de ordenación del Mercado de Valores puede incidir de forma indirecta en los supuestos contractuales.

Esto se debe a que el incumplimiento de estas normas dirigidas a garantizar el desarrollo de la intermediación misma mediante la imposición de obligaciones puntuales derivadas de valores y principios éticos ampliamente reconocidos devienen en vinculantes mediante el recurso a una buena fe contractual que ha de presidir la ejecución de todos los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 C. Civil, y 57 C.Co.) y que si bien carece de una formulación positiva concreta, la jurisprudencia específica que opera como límite al ejercicio de los derechos subjetivos y que se considera infringida, cuando se procede a crear una apariencia jurídica para contradecirla después en perjuicio de quien puso una confianza en ella<sup>39</sup> y que entendemos que se encuentra vigorizada para este caso, por la exigencia y necesidad de acatamiento de las normas previstas por las propias disposiciones de ordenación y disciplina operante en el Mercado de Valores, vulnerando de este modo con dicha conducta las normas éticas que deben informar el ejercicio del derecho, y determinado así, que su práctica se torne inadmisibles, con la consiguiente posibilidad de poderla impugnar por antijurídica.

Pero además, lo anterior también se produce puesto que la carencia de tales disposiciones podría incidir en el consentimiento de los contratantes. En efecto, si bien la transparencia no es un requisito esencial del contrato, su carencia sí que sería capaz de producir declaraciones viciadas de voluntad, por lo que se podría originar de tal forma la falta del primero de los requisitos esenciales del contrato contemplados en el art. 1.261 C. Civil.

### **5. La necesidad de una mención a especial a las Agencias de Calificación Crediticia: las normas de ética profesional como vía para la reclamación de responsabilidades**

Ahora bien, si se habla de normas que regulan el comportamiento de las entidades que prestan sus funciones en el Mercado de Valores, se hace necesario proceder a un análisis más riguroso sobre su afectación a las A.C.C.

En efecto, esta circunstancia se debe a dos cuestiones previas:

1º. Porque las A.C.C., son intermediarios reputacionales o de confianza, dado que los

se manifestó MARTÍNEZ FLÓREZ, A.: "En torno a la responsabilidad frente a los inversores de quien utiliza información privilegiada en los mercados de valores", *R. D. M.*, nº. 217, 1995, pp. 972, 975, 979 y 980.

38 De este modo, la S. A. P., de Sevilla de 5 de mayo de 1997, se pronunció otorgando eficacia jurídica privada a la normativa de ordenación del Mercado de Valores en la misma línea que para el sector bancario ya se había pronunciado la S. T. S., de 28 de febrero de 1991, la S. A. P., de Asturias de 19 de abril de 1996 y la S. A. P., de Asturias de 29 de noviembre de 1996.

39 En este sentido *vid.* las Sentencias del T. S., de 29.1.1965; 31.3.1982; 21.9.1987; 23.2.1988; 11.5.1988; 27.3.1991; 22.10.1992; 2.2.1996 y 9.10.1998.

efectos de su actividad se producen por la confianza que despliegan sobre los inversores.

Ciertamente, son tres los factores esenciales que deben ser tenidos en cuenta en el momento en el que el inversor debe adoptar la decisión de invertir, desinvertir o mantener un determinado valor en cartera. Estos son, la rentabilidad, como capacidad de producir rendimientos, la liquidez, como aptitud para desinvertir los recursos invertidos en dichos valores, y el riesgo, como probabilidad de que el emisor de los valores no pueda cumplir total o parcialmente las obligaciones asumidas ante los inversores que los han adquirido.

Pero ahora bien, dado que todas las decisiones de contenido económico están determinadas, en gran medida, por la evaluación del riesgo en tanto que cualquier transacción, sea de la naturaleza que sea, implica asumir un cierto nivel de riesgo, entendido como la probabilidad de que las cosas tomen un curso diferente al esperado, y posiblemente que resulten en unos beneficios menores a los estimados, o incluso en pérdidas<sup>40</sup>, es en este último factor donde incide directamente la actividad de calificación realizada por las A.C.C., en aras de satisfacer la necesidad de una valoración del riesgo de un modo profesional e independiente basada en la información disponible sobre los diferentes elementos de la transacción –fundamentalmente sintetizados en los relativos a los bienes o activos objeto del negocio y a quien elegimos como contraparte– y su interpretación.

Así pues, este suministro de la información sencilla, condensada y de fácil comparación dado por las A.C.C. sobre el riesgo de la operación adopta un papel importante en los mercados al ayudar al inversor a incorporar a su proceso decisorio una información voluminosa, diversa y muy compleja sobre una inversión en particular<sup>41</sup> y al venirle a reportar un valor añadido.

En efecto, este activo valioso se produce dado que a través del suministro de tal información se le viene a dispensar confianza al inversor al permitirle comprobar que las expectativas

sobre las cosas y las personas implicadas en la transacción puedan ser realistas y acertadas, y así pues, cuanto más confiamos en que las cosas y las personas involucradas en el negocio son como esperamos, más impulsados nos sentimos a celebrar la operación prevista y a exponernos a las consecuencias que de ello deriven<sup>42</sup>.

Esta confianza adquirida por los inversores sobre la base del valor añadido implícito en la información que suministran las A.C.C., despliega sus efectos hasta tal punto que permite que sean consideradas como auténticos intermediarios reputacionales o de confianza<sup>43</sup>.

Igualmente, es como consecuencia de tal generación de confianza, por lo que las A.C.C., han experimentado desde la originaria provisión de información a los inversores una evolución en sus funciones que ha permitido ir redefiniendo los rasgos distintivos de su perfil. En efecto, esta circunstancia se pone de manifiesto dado que las A.C.C.:

- a) Contribuyen a la eficiencia de los mercados.  
En este sentido, la calificación de riesgos cumple una función significativa para la eficiencia de los mercados de valores, tanto en sentido genérico, dado que permite que tales mercados cumplan adecuadamente su labor de transvase del ahorro a la inversión productiva, como en sentido específico, en tanto que posibilita que los mercados sean capaces de traducir en términos de cotización toda la información disponible en el mercado sobre los emisores de valores e instrumentos financieros, sobre estos últimos y sobre las circunstancias del mercado<sup>44</sup>.
- b) Reducen la asimetría informativa y el coste de financiación de los emisores en el mercado.  
En efecto, por razón de su credibilidad, las calificaciones de riesgos contribuyen a reducir la asimetría informativa que existe entre los emisores de valores que apelan al ahorro del público inversor, conociendo la información esencial para evaluar su propia solvencia, y los inversores que adquieren aquellos valores, ignorando en muchas ocasiones datos

40 En este sentido *vid.* ALBA FERNÁNDEZ, M. RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T.: "Las agencias de rating como terceros de confianza: responsabilidad civil extracontractual y protección de la seguridad del tráfico", *R. D. B. B.*, nº. 120, 2010, p.144, así como BENJAMIN, J.: *Financial Law*, Oxford University Press, Londres, 2007, p. 13, al venir a considerar en relación con la toma de decisiones en los mercados financieros que la "materia prima" objeto de negociación es, de hecho, el riesgo de crédito.

41 En este sentido *vid.* el *Informe sobre las Actividades de las Agencias de Rating Crediticio* elaborado por el Comité Técnico de OICV/IOSCO en septiembre de 2003, p. 15.

42 En este sentido *vid.* HILL, C. A., O'HARA, E. A.: "A Cognitive Theory of Trust", 84 *Wash. U. L. Rev.* nº. 1717, 2006, p. 1724.

43 Considerando a las A. C. C., como intermediarios reputacionales o de confianza *vid.* ALBA FERNÁNDEZ, M. RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T.: Las agencias de rating... *op. cit.*, pp. 146 a 149, y considerándolos como intermediarios informativos *vid.* TAPIA HERMIDA, A. J.: "La regulación internacional de la calificación de riesgos y de las agencias de calificación en los mercados de capitales", *R. D. B. B.*, nº. 100, 2005, p. 13.

44 A ambos sentidos de eficiencia se refiere TAPIA HERMIDA, A. J.: *Derecho del Mercado de Valores*, Ed. Cálamo, Barcelona, 2003, pp. 18 y 19; *Id.*: La regulación internacional de la calificación de riesgos... *op. cit.*, p. 14.

- esenciales para evaluar aquella solvencia y, en consecuencia, el riesgo de crédito que están asumiendo<sup>45</sup>.
- c) Proporcionan un instrumento de mitigación de eventuales responsabilidades dado que la elección de emisiones calificadas por A.C.C., dignas de confianza con el grado de inversión, inmuniza, de algún modo, de la eventual responsabilidad por las decisiones de inversión adoptadas al destilar en sencillos símbolos fácilmente reconocibles las pautas de la diligencia esperada<sup>46</sup>.
- d) Se les atribuye un valor de certificación de la inversión por parte de ciertos inversores. En efecto, los inversores en valores de renta fija suelen utilizar las calificaciones como criterio de contraste de sus propios análisis, mientras que los inversores en valores de renta variable, emplean las calificaciones para evaluar el riesgo de insolvencia de un emisor a la vista de una multiplicidad de factores concurrentes.
- Pero además, los inversores institucionales se sirven de las calificaciones porque los gestores de sociedades o fondos de inversión, fondos de pensiones o compañías de seguros suelen utilizarlas para ratificar o rechazar las opiniones de sus propios analistas, además de la ventaja que dichas calificaciones les reporta para determinar el cumplimiento de sus propias restricciones o políticas internas de inversión o de las exigencias regulatorias<sup>47</sup>.
- e) Se les atribuye un valor regulatorio bien en relación con la utilización de las calificaciones de riesgos para determinar la solvencia de las entidades de crédito (que es alternativo y más preciso que las tradicionales ponderaciones porcentuales de riesgo)<sup>48</sup>, o bien vinculado a otras instituciones financieras en aras del cumplimiento de las normas de inversión por parte de los inversores institucionales o las corrientes de flujos financieros de los fondos de titulización<sup>49</sup>.

45 En este sentido *vid.* TAPIA HERMIDA, A. J.: La regulación internacional de la calificación de riesgos...*op. cit.*, p. 14 y 15. Además, es por tal circunstancia por lo que el *Código de Fundamentos de Conducta para las Agencias de Rating Crediticio* elaborado por el Comité Técnico de OICV/IOSCO en diciembre de 2004 en su p. 3 insiste en que "las agencias de rating crediticio deben esforzarse en emitir opiniones que ayuden a reducir la asimetría de información que existe entre los prestatarios y emisores de obligaciones y valores análogos y los prestamistas y adquirentes de obligaciones y valores análogos".

46 Advirtiendo tales efectos *vid.* ALBA FERNÁNDEZ, M. RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T.: Las agencias de rating...*op. cit.*, p. 155 a 157; TAPIA HERMIDA, A. J.: La regulación internacional de la calificación de riesgos...*op. cit.*, p. 32; COFFEE J.: *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2006, p. 287 y 288.

47 Poniendo de manifiesto tales consideraciones *vid.* ALBA FERNÁNDEZ, M. RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T.: Las agencias de rating...*op. cit.*, p. 155 a 157; TAPIA HERMIDA, A. J.: La regulación internacional de la calificación de riesgos...*op. cit.*, p. 32.

48 En el derogado art. 26 del Real Decreto 1343/1992 de 6 de noviembre por el que se desarrollaba la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras se venía a indicar la realización de una "ponderación de los elementos de riesgo" a efectos del cálculo del coeficiente de solvencia de las entidades de crédito que iba desde el 0 por 100 para los riesgos frente a la Administración del Estado y el Banco de España hasta el 100 por 100 para los activos reales y los capitales de riesgo de toda clase, cualquiera que sea su emisor.

Pero frente a este sistema genérico y apriorístico de valoración de la solvencia de las entidades de crédito, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, en su acuerdo de junio de 2004 sobre convergencia internacional de medidas y normas de capital (conocido como Basilea II, *vid.* SOLEY SANS, J. Y RAHNEMA A.: *Basilea II. Una nueva forma de relación Banca-Empresa*. Ed. McGraw-Hill, Madrid, 2004, p. 7 y ss; MACHADO CABEZAS, A.: "Basilea II: la revolución para las entidades financieras", *Estrategia Financiera*, nº. 208, 2004, p. 3 y ss; GASOL MAGRIÑÁ, J.: *La industria bancaria en el marco de Basilea II*. Ed. Asociación Catalana de Contabilidad y Dirección, 2006, Barcelona. P. 1 y ss; MARTINEZ VILCHES, R.: "Basilea II y la contabilidad de gestión bancaria", *Partida doble*, nº. 192, 2007, p. 1 y ss; CARAZO HITOS, L.: "Basilea Reoadded", *Estrategia Financiera*, nº. 229, 2006, p. 2 y ss.), propuso dos métodos de supervisión de la solvencia –el denominado método estándar y el método basado en calificaciones internas IRF (respeto de las titulaciones)- que exigen, total o parcialmente, la presencia de entidades externas e independientes calificadoras de riesgo (las denominadas Instituciones Externas de Evaluación del Crédito "External Credit Assessment Institutions", ECAIs) para hacer una evaluación más precisa de los riesgos que afectan a aquellas entidades. Este nuevo método de Basilea II, se transpuso al derecho comunitario mediante la Directiva de Adecuación de Capital de las entidades de crédito y las empresas de inversión aprobada por el Parlamento Europeo el 28 de septiembre de 2005.

Así pues, actualmente desde el art. 18 del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, se viene a reconocer que el valor de las exposiciones ponderadas por el riesgo se calcularán de acuerdo al método estándar contemplado en la sección 1ª del capítulo III de la citada norma, o bien, si así lo autoriza el Banco de España, de acuerdo al método basado en calificaciones internas contemplado en la sección 2ª del mismo capítulo.

Ahora bien, la actual crisis financiera iniciada en 2008 está discutiendo la efectividad de Basilea II y su regulación a partir de requisitos de capital como herramienta eficaz para garantizar la solvencia del sector financiero. Por el contrario, la definición del capital regulatorio ha contribuido en algunos aspectos a profundizar los efectos y duración de la crisis, obligando a las entidades financieras a restringir aún más el crédito, afectando más sí cabe a la actividad empresarial, el empleo y el consumo. Además, la escasez de liquidez ha protagonizado los problemas de los últimos años, haciendo preciso elevar a primer nivel de importancia su control y gestión. Por último, los esquemas de medición de riesgos de crédito previstos por el Acuerdo no han sido suficientes para cubrir adecuadamente las operaciones de titulización.

Debido a los elementos anteriores, la situación exige una profunda revisión no sólo del Acuerdo de Capitales y su demostrado comportamiento procíclico, sino también del esquema de recapitalización de emergencia y de los procedimientos de resolución de insolvencia, más sí cabe a la vista de las diferentes respuestas que tanto la Unión Europea como diversos países han dado hasta ahora. Por todo ello, se inicia un proceso de cambios enmarcados en los documentos y recientes acuerdos que ya configuran Basilea III (*vid.* GUTIÉRREZ LÓPEZ, C.: "Regulación bancaria europea, crisis financiera y el nuevo acuerdo de Basilea III", *Estrategia Financiera*, Nº 280, 2011, p. 12 y ss). Su implantación progresiva, que en algunos aspectos no llegará hasta 2018, supone, en resumen, un incremento de las exigencias de capital ya existentes, tanto en cuantía como en calidad, así como una mayor cobertura de las actividades de negociación, titulaciones, exposiciones a vehículos de financiación fuera de balance y exposiciones al riesgo de crédito de contraparte mediante derivados. Adicionalmente, se introducen niveles de fondos propios que permitan anticiparse a períodos de estrés característicos de escenarios como el que acaba de producirse, y se incorporan coeficientes de cobertura de liquidez.

49 *Vid.* ALBA FERNÁNDEZ, M. RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T.: Las agencias de rating...*op. cit.*, p. 155 a 157; TAPIA HERMIDA, A. J.: La regulación internacional de la calificación de riesgos...*op. cit.*, p. 32.

- f) Las calificaciones de riesgo sirven de respaldo en el marco de contratos privados de préstamo, apertura de crédito, financiación, etc., realizados por las entidades de crédito<sup>50</sup>.
- g) En un contexto de alta sofisticación financiera y complejidad técnica, los *ratings* sirven como variable determinante en el proceso de inversión de sofisticados productos estructurados, dado que los inversores confían en ellos para fijar el rendimiento mínimo que aceptarán en una inversión dada.

2º. Dado el protagonismo que las A.C.C., han ido adquiriendo en los últimos años ante el cuestionamiento de las variables clave de su activo reputacional, esto es, de su independencia, neutralidad, transparencia y calidad técnica, así como de su participación tanto en las crisis financieras localizadas, previas al verano de 2007, como en la crisis financiera global que vivimos desde entonces.

En efecto, en primer término llama la atención la concurrencia de situaciones susceptibles de generar conflictos de interés en la actuación de las A.C.C., a consecuencia, en muchas ocasiones, del hecho de que son los propios emisores de deuda los que pagan por las calificaciones. Del mismo modo, se llama la atención sobre la circunstancia de que se generan otras situaciones de dependencia que afectan a la imparcialidad de la evaluación. Se comprueba cómo no es infrecuente que las A.C.C., presten servicios accesorios a los emisores de deuda —servicios de consultoría o estudios previos a una emisión de deuda—, con lo que su dependencia económica respecto de éstos se hace mayor, lo que puede afectar a su imparcialidad. De igual forma, se advierte cómo la posición de

oligopolio que disfrutaban las A.C.C., en el ámbito de los mercados financieros limita las posibilidades de competencia efectiva en el sector y las coloca en una situación que les permite presionar para que se acepten sus tarifas, así como para imponer la prestación de servicios accesorios<sup>51</sup>. Además, también se cuestionan los métodos seguidos por las agencias para preservar la información confidencial a la que tienen acceso<sup>52</sup>.

El segundo de los puntos críticos, se centra en el escenario de las crisis financieras previas al verano de 2007, donde encontramos un ejemplo paradigmático en el que las A.C.C., incurrieron en actuaciones negligentes<sup>53</sup>.

Finalmente, en el escenario de la crisis financiera global que se inició en el verano de año 2007, también encontramos indicios de claras negligencias en las calificaciones crediticias emitidas por las A.C.C., que produjeron daños tangibles a los mercados financieros en general y a los inversores en particular y que han venido a poner en evidencia los claroscuros concurrentes en la actuación de estas entidades<sup>54</sup>.

Por estos motivos, y para que en tal contexto se pueda recuperar la seguridad necesaria para que la información suministrada por las A.C.C., despliegue sus efectos, y así justifique la confianza que en ellas han depositado los reguladores al convertirlas en instrumento de sus políticas reguladoras, se plantea como ineludible contemplar cuáles son las normas de ética profesional que se les vienen a exigir, en aras de poder determinar si son o no objeto de obligado cumplimiento, y por ello, si a través de las mismas se posibilita determinar la posición de responsabilidad de las A.C.C. que

50 En este sentido *vid.* TAPIA HERMIDA, A. J.: La regulación internacional de la calificación de riesgos...*op. cit.*, p. 32.

51 Sobre tales actuaciones *vid.* TAPIA HERMIDA, A. J.: "Crisis, regulación y supervisión de los mercados financieros reflexiones urgentes sobre el papel de los intermediarios que prestan servicios de inversión, las instituciones de inversión colectiva y las agencias de calificación crediticia", *R. D. M. V.*, nº 5, 2009, p. 55 y ss; MORALEJO MENÉNDEZ, I.: "La incorporación de las calificaciones de créditos a la regulación de los mercados financieros. Las NRSOS", *R. D. B. B.*, nº 119, 2010, p. 81 y 82; YBAÑEZ, J. GARCÍA-FUERTES, G.: "La nueva regulación europea de las agencias de rating", *R. D. M. V.*, nº 5, 2009, p. 4 y ss; ALBA FERNÁNDEZ, M. RODRIGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T.: Las agencias de rating...*op. cit.*, p. 152 y 153; COFFEE JR., J. C.: *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2006, p. 284 y ss.

52 *Vid.* SECURITIES AND EXCHANGE COMISION: "Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, *Special Study*, January 24, 2003", p. 16 y ss.

53 En efecto, con la crisis del sudeste asiático en 1998 empezaron a oírse las críticas a la actuación de estas entidades por organismos internacionales con ocasión de su actuación en la calificación de los riesgos financieros. Posteriormente, los mercados financieros internacionales se vieron convulsionados por escándalos financieros que se expandieron desde los E. E. U. U., -casos Enron, Worldcom, Xerox, Tyco, Bristol Myers- hacia Europa -caso Parmalat-, y que se caracterizaron por la concurrencia de actuaciones negligentes de las A. C. C., referidas a conductas tales como no requerir información suficiente para realizar las calificaciones, aceptar pasivamente la información de los directivos de la Compañía, ignorar las señales de alarma, no prestar la atención suficiente a la salud financiera a largo plazo y no investigar las estructuras financieras complejas.

54 Es reconocido que en la actual crisis financiera originada en el mercado de hipotecas *subprime* estadounidense las A. C. C., jugaron un papel importante. El 80% de estas operaciones de financiación estructurada contaban con las más altas calificaciones de las distintas agencias de calificación, lo que no impidió que, tras el estallido de la crisis, una gran mayoría de estas operaciones estructuradas sufriesen descensos significativos en sus calificaciones, y lo que es más significativo, comparativamente en un mayor número y porcentaje, que se produjesen descensos sufridos directamente por instituciones y gobiernos. Otros ejemplos que ponen de manifiesto inicios de claras negligencias en las calificaciones emitidas por las A. C. C., lo brindan, tanto el banco de inversiones Lehman Brothers, donde las A. C. C., estuvieron otorgando las máximas calificaciones a los bonos emitidos por el banco mencionado hasta tres meses antes de su quiebra, cuando ya el banco mostraba los síntomas de una insolvencia irrecuperable, así como la aseguradora AIG, que siguió mereciendo las máximas calificaciones crediticias en los momentos en que se precipitaba al abismo de la insolvencia.

confiera así a los inversores la posibilidad de poder adoptar medidas defensivas frente a aquellas.

De esta forma, se hace particularmente necesario examinar a las normas de ética profesional que han de resultar de aplicación a las A.C.C., en aras de que se permita denotar si es posible o no a través de las mismas reivindicar su posición de responsabilidad en la realización de sus funciones.

Esta circunstancia, se requiere con la pretensión de exigir la aplicación de una normativa ya existente que no desatienda el efecto disuasorio que tal sistema tiene en aras de prevenir comportamientos ilícitos.

Pero además, también se demanda como forma de procurar al sujeto perjudicado por la inadecuada prestación de la actividad de una medida defensiva que permita la reintegración de la pérdida patrimonial sufrida en el intento de que su patrimonio retornase a una situación lo más cercana posible a la existente en ausencia de acto ilícito.

### **5.1 Ámbitos de aplicación y exigencias disciplinarias previstas por las normas de conducta**

Las A.C.C. son objeto de una serie de obligaciones legales de naturaleza disciplinaria como consecuencia del desarrollo de su actividad típica de calificación. Estas obligaciones legales se concretan en tres ámbitos, es decir, a nivel internacional, europeo y nacional.

#### **5.1.a Ámbito internacional**

A nivel internacional se vienen a establecer desde el Código IOSCO revisado en Mayo de 2008, así como desde sus posteriores implementaciones realizadas en referencia al código de conducta IOSCO para las A.C.C., de marzo de 2009 y sobre los principios relativos a las actividades de las A.C.C., de Febrero de 2011, las medidas que deberán de cumplir las A.C.C., en el ejercicio de su actividad típica de calificación.

Estos mandatos, que afectan tanto a la estructura de las A.C.C., como a los rasgos funcionales exigibles en el desarrollo de su labor, resultan concretados de forma sucesiva en principios así como en medidas dirigidas a su puesta en práctica,

confieren de un margen de adaptación para el cumplimiento de la orden y tienen subordinada su valoración al juicio del mercado al ser éste el que premiará a las A.C.C., que cumplan las medidas o castigará a las que las ignore.

Así pues, en aras de especificar cuales son las obligaciones procedentes de tal ámbito, habrá que tomar como punto de referencia a los cuatro principios dirección diseñados por IOSCO. Estos son, la calidad e integridad en el proceso de calificación, la independencia y los conflictos de intereses, la transparencia y oportunidad de la revelación de calificaciones, y la información confidencial.

Así pues, siguiendo esta estructura:

- 1) El primer principio, esto es, la calidad e integridad en el proceso de calificación, configurado en aras de ofrecer a los usuarios de las calificaciones crediticias evaluaciones de calidad producto de un análisis informado, se pone en práctica mediante el código de conducta IOSCO para las A.C.C., a través de la exigencia de una serie de medidas dirigidas a controlar los procesos diseñados para asegurar que la metodología empleada por las A.C.C., para determinar las calificaciones de crédito sea empleada de forma sistemática y consistente por los analistas competentes, así como que los resultados puedan ser revisados. Estas medidas se concretan en:

- La diligencia exigible a las A.C.C., y a sus empleados y analistas en el desarrollo de su actividad típica.

Esta diligencia exigible se concreta en torno al arquetipo de la actuación de un profesional desde dos ámbitos de actuación. En primer término desde la observancia del grado de cualificación exigida para la prestación de la actividad, en tanto que las A.C.C., deben de disponer de personas que de manera individual o colectiva (en particular cuando se utilizan los comités de calificación) tengan conocimientos y experiencia adecuados para proporcionar una calificación crediticia para el tipo concreto al que se aplica<sup>55</sup>. Y en segundo lugar, en función de las medidas requeridas para

55 En efecto, en este sentido el código de conducta IOSCO para las A. C. C., revisado en mayo de 2008, indica en la medida 1.4 que *"las A. C. C., deben de usar a las personas que, de manera individual o colectiva tengan conocimientos y experiencia adecuados para desarrollar una opinión de calificación para el tipo de crédito que se le aplica"*. Igualmente, el citado código hace referencia a la tenencia de las A. C. C., de personal *"con la habilidad suficiente para hacer una evaluación adecuada"* y *"experiencia adecuada"* (medida 1.7), al deber de la A. C. C., de utilizar equipos analíticos con un *"nivel necesario de conocimientos y recursos para llevar a cabo sus respectivas funciones en el momento oportuno"* (medida 1.9), así como la obligación de contar con analistas que cumplan con *"estándares altos de integridad"* (medida 1.13). En la misma línea, la medida 1.5 del código de conducta IOSCO para las A. C. C., revisado en mayo de 2008, establece la obligación del cumplimiento por los empleados de una A. C. C., *"de las disposiciones del código de conducta de las A. C. C., y de las leyes y reglamentos aplicables"*.

evitar declaraciones falsas o erróneas<sup>56</sup>. Como consecuencia de esta diligencia, la responsabilidad exigible ante una actuación negligente se establecerá observado el margen de desviación de la conducta de calificación efectiva respecto de la conducta de calificación debida en torno al paradigma del profesional.

- El deber de contar con una metodología de calificación rigurosa, sistemática y consistente que asegure que las opiniones que difunde una A.C.C., se basan en un análisis exhaustivo de toda la información conocida y que da lugar a clasificaciones que pueden ser sometidas a alguna forma de validación objetiva basada en la experiencia histórica<sup>57</sup>.
- El deber de vigilancia y actualización de las calificaciones crediticias emitidas entendido como exigencia de necesaria revisión de las calificaciones, en tanto que en un contexto esencialmente dinámico y cambiante, el mantenimiento de una calificación que fue emitida en su día en función de las circunstancias concurrentes sin que se efectúe la debida actualización puede convertirla por extemporánea en inadecuada, y por consiguiente, en engañosa para los inversores<sup>58</sup>.
- El deber de revisión de la metodología y los modelos que utilizan las A.C.C., en aras de que resulte apropiada tanto para el tamaño y el alcance de sus servicios de calificación crediticia<sup>59</sup>, como para la calificación de determinados productos estructurados<sup>60</sup>.

2) El segundo principio, es decir, la independencia y los conflictos de intereses, configurado en aras de que las decisiones de calificación sean independientes y estén libres de presiones políticas o económicas, así como de evitar

conflictos reales o potenciales de interés como consecuencia de la estructura de propiedad de la A.C.C., de otras actividades empresariales o financieras que pudiese prestar, o de los intereses financieros de sus empleados, se pone en práctica mediante el código de conducta IOSCO para las A.C.C., a través de la exigencia de una serie de medidas orientadas a establecer procedimientos diseñados para identificar y eliminar en la medida de lo posible actividades, procedimientos o relaciones que puedan comprometer la imparcialidad y objetividad de las operaciones de calificación crediticia. Las actuaciones en este campo se concretan en:

- Medidas dirigidas a las A.C.C., en general, esto es, orientadas a establecer un criterio general de actuación configurado como mecanismo de prevención en aras de evitar el nacimiento del conflicto, así como disposiciones dirigidas a las A.C.C., en particular, es decir, conducentes a reportar medidas instrumentales concretas que como mecanismo de gestión, prevea vías para poder resolver el conflicto de interés adecuadamente.

En efecto, así pues, en primer término y de un modo general, las medidas contenidas en el Código de Conducta IOSCO para las A.C.C., contemplan la premisa de actuación independiente que debe de estimarse en la actividad de calificación para impedir que se puedan emitir calificaciones crediticias vinculadas a presiones de tipo político o económico, y que por ello, no estén influenciadas por factores no relacionados con la solvencia del emisor calificado<sup>61</sup>.

En segundo lugar, y ahora de tal modo de una forma particular, también desde el comentado código se establecen pautas en función de las cuales se trata de hacer frente a conflictos de interés. Estas vías se articulan de dos modos.

56 Desde la medida 1.6 del código de conducta IOSCO para las A. C. C., revisado en mayo de 2008, se viene a indicar que *"las A. C. C., y sus analistas deben de tomar medidas para evitar la emisión de cualquier análisis de crédito o informes que contengan declaraciones falsas o de otra manera de inducir a error en cuanto a la calidad crediticia general de un emisor u obligación"*.

57 En este sentido *vid.* las medidas 1.1, 1.2 y 1.3 del código de conducta IOSCO para las A. C. C.

58 Así pues, y excepto para las calificaciones que indican claramente que no implican la vigilancia continua, desde la medida 1.9 del código de conducta IOSCO para las A. C. C., se viene a determinar que una vez que se publique una calificación, la A. C. C., deberá de supervisar de manera continua y actualizada la misma mediante:

1º. La revisión periódica de la solvencia del emisor;

2º. La iniciación de un examen de la situación de la calificación en cuanto se conozca toda la información que razonablemente podría esperarse que resulte de la acción de calificación en consonancia con la metodología de calificación aplicable;

3º. Actualizando en forma oportuna la calificación, en su caso, sobre la base de los resultados de dicha revisión.

59 En este sentido *vid.* la medidas 1.7-2 del código de conducta IOSCO para las A. C. C., en donde se viene a indicar que *"una A. C. C., debe establecer y aplicar una función de revisión rigurosa dirigida a examinar periódicamente los métodos y modelos así como los cambios significativos en las metodologías que utilice"*.

60 En este sentido *vid.* la medida 1.7-3 del código de conducta IOSCO para las A. C. C., en donde se viene a indicar que *"una A. C. C., debe evaluar si las metodologías y modelos existentes para determinar las calificaciones crediticias son apropiados para determinados productos estructurados"*.

61 En este sentido *vid.* las medidas 2.1, 2.2 y 2.3 del código de conducta IOSCO para las A. C. C., en donde se hace referencia al deber de las A. C. C., de actuar ajenos al efecto potencial, económico o político, que puedan tener sus calificaciones, así como de mantener su independencia y objetividad.

Desde la exigencia a las A.C.C., que hagan públicos los conflictos reales o potenciales de interés que puedan influir en las opiniones y análisis que realizan, así como que adopten procedimientos internos por escrito para evitarlos y gestionarlos oportunamente<sup>62</sup>.

Desde el requerimiento de la adopción de unas pautas que eviten que se produzcan determinados conflictos de interés inherentes a las actividad de calificación. Estas medidas son:

- a) Dado que las A.C.C., reciben de los emisores por su función calificadora unos honorarios y que por ello se pueden plantear conflictos derivados de que el emisor pretenda de esta forma condicionar la calificación, o porque la A.C.C., se vea obligada a mejorar o no disminuir la calificación para conservar a sus clientes, desde el Código de Conducta IOSCO para las A.C.C., se prevé como mecanismo dirigido a mitigar estas presiones de tipo económico, el deber de la A.C.C., de revelar tanto sus acuerdos de remuneración con las entidades calificadas, como el nombre de la entidad calificada cuando ésta contribuya de forma individual al 10 % de sus ingresos anuales<sup>63</sup>.
- b) En tanto que las A.C.C., pueden prestar actividades accesorias, y que por ello se puede plantear conflictos de interés de influencia recíproca procedentes de presiones de tipo comercial, tanto porque los emisores puedan intentar influenciar en la calificación que se les otorgue condicionando la contratación de servicios accesorios a la bondad de aquella, como puesto que la A.C.C., pueda presionar a los emisores con la promesa de una mejor calificación si contratan sus servicios complementarios<sup>64</sup>, desde el Código de Conducta IOSCO para las A.C.C., se establecen como instrumentos para tratar de corregir tal contexto, tanto la declaración de un criterio general en el que se viene a manifestar que la calificación crediticia no puede verse afectada por la existencia o posibilidad de relación comercial entre una A.C.C., (o sus filiales) y el emisor (o sus filiales)<sup>65</sup>, así como la adopción de una medida particular en función de la cual se les exige a las A.C.C., la separación legal y

operativa entre su actividad calificadora y los servicios accesorios de análisis o consultoría que puedan ofrecer, así como el requerimiento de la existencia de procedimientos y mecanismos que minimicen la probabilidad de que surjan conflictos de interés de tal multifuncionalidad<sup>66</sup>.

- c) Puesto que las A.C.C., pueden tener vinculaciones financieras con los emisores calificados, y que por ello se puede plantear conflictos de interés procedentes de presiones financieras en tanto que la A.C.C., tenderá a efectuar una calificación benévola del riesgo que presenta un emisor participado por ella, desde el Código de Conducta IOSCO para las A.C.C., se establecen como instrumentos para tratar de corregir tal contexto, la prohibición de tales vínculos financieros con los emisores calificados<sup>67</sup>.
- Medidas orientadas a los empleados y analistas de las A.C.C., encaminadas a impedir conflictos de interés tanto por la remuneración que perciben, como por la actividad que desempeñan, Así pues:
    - a) Ante la extrema sensibilidad que suscita el conflicto de interés derivado de la necesidad de salvaguardar la independencia de la A.C.C., con respecto al sistema de cobro de sus honorarios, y en aras de evitar la puesta en peligro de la objetividad del proceso de calificación, el Código de Conducta IOSCO para las A.C.C., establece que los analistas no podrán ser remunerados o evaluados sobre la base de la cuantía de los rendimientos que la A.C.C., obtenga de los emisores que dicho analista califica<sup>68</sup>. Igualmente prohíbe a los empleados solicitar dinero, regalos o favores de cualquiera con quien la A.C.C., tenga relaciones empresariales<sup>69</sup>.
    - b) Con la pretensión de evitar conflictos de interés entre los empleados de las A.C.C., y las emisoras que perciben su calificación que pudiesen incidir en una falta de independencia y objetividad en la prestación de sus funciones, el Código de Conducta IOSCO para las

62 Vid. las medida 2.6 y 2.7 del código de conducta IOSCO para las A. C. C.,

63 En este sentido *vid.* la medida 2.8 del código de conducta IOSCO para las A. C. C.

64 Así pues, TAPIA HERMIDA, A. J.: La regulación internacional de la calificación...*op. cit.*, p. 50, refiere con respecto a este contexto a situaciones de profecías que se cumplen a sí mismas si una A. C. C., o su grupo, ofrece a un determinado emisor un servicio de asesoramiento sobre gestión de riesgo en el diseño de una emisión de modo tal que, si el emisor sigue las recomendaciones dadas por la A. C. C., o su filial, los valores emitidos gozarán de una calificación favorable.

65 Vid. la medida 2. 4 del código de conducta IOSCO para las A. C. C.

66 Vid. la medida 2.5 del código de conducta IOSCO para las A. C. C.

67 Vid. la medida 2.9 del código de conducta IOSCO para las A. C. C., en donde se viene a indicar que una A. C. C., y sus empleados no deben de participar en los valores o los derivados de negociación con los que presenten conflictos de interés con respecto a su actividad de calificación.

68 Vid. la medida 2. 11 del código de conducta IOSCO para las A. C. C.

69 Vid. la medida 2.15 del código de conducta IOSCO para las A. C. C.

- A.C.C., impone la prohibición por la que ningún empleado de la A.C.C., que tuviese vínculos por parentesco, afectivos, financieros, laborales o de otra índole que pudiesen comprometer su objetividad, podrá participar o influir en el proceso de calificación de la entidad u obligación con la que se detentase tal relación<sup>70</sup>.
- c) En aras de evitar que el acceso a la información confidencial por las A.C.C., en la prestación de su actividad calificadora pueda llevar a que los analistas o cualquier persona involucrada en el proceso de calificación ( o su cónyuge, pareja o hijos menores de edad) se vea tentado de utilizar dicha información para comprar o vender valores afectado valiéndose de información privilegiada, desde el Código de Conducta IOSCO para las A.C.C., se establece para tales sujetos la prohibición de realizar dichas transacciones<sup>71</sup>.
- d) Con la finalidad de contar con una calificación objetiva aneja a los posibles conflictos de interés que puedan surgir en el mercado, desde el Código de Conducta IOSCO para las A.C.C., se establecen como mecanismos preventivos el deber de los analistas de tener que revelar a la A.C.C., posibles situaciones susceptibles de poder ocasionar un conflicto de interés, así como la obligación para aquella de contar con políticas y procedimientos que permitan controlar al analista<sup>72</sup>.
- 3) El tercer principio, es decir, la transparencia y oportunidad de la revelación de calificaciones, configurado en aras de que se produzca la divulgación de la información suficiente para permitir a los usuarios de las calificaciones crediticias conocer el resultado de la calificación, comprender los métodos empleados por las A.C.C. para su obtención, así como percibir el significado que reportan en términos de una evaluación crediticia relativa, se pone en práctica mediante el código de conducta IOSCO para las A.C.C., a través de la exigencia de una serie de medidas que se concretan en:
- El deber de revelar al público por la A.C.C., de forma oportuna y sin coste alguno las decisiones emitidas así como la actualización de las mismas<sup>73</sup>.
- La obligación de divulgar públicamente los procedimientos y metodologías en aras de facilitar la comprensión de la puntuación otorgada por la A.C.C.<sup>74</sup>.
  - La exigencia de divulgar la información suficiente para permitir a los usuarios de las calificaciones crediticias comprender los métodos empleados por la A.C.C., y qué significan en términos de la evaluación crediticia relativa<sup>75</sup>.
- 4) El cuarto principio, esto es, la información confidencial, configurado en aras de mantener con carácter confidencial toda la información no pública que el emisor le hubiese transmitido a una A.C.C., en los términos de un acuerdo de confidencialidad o de otro modo bajo un entendimiento mutuo de que la información es compartida de forma confidencial, se pone en práctica mediante el código de conducta IOSCO para las A.C.C., a través de la exigencia de una serie de medidas que se concretan en:
- El deber de las A.C.C., de adoptar procedimientos y mecanismos para proteger la información confidencial proporcionada por los emisores<sup>76</sup>.
  - La obligación de la A.C.C., de utilizar la información confidencial sólo para fines relacionados con las actividades de calificación, o de otro tipo, de conformidad con los acuerdos de confidencialidad previstos con el emisor<sup>77</sup>.
- Una vez analizada la prelación de deberes legales procedentes de un nivel internacional, se plantea como necesario determinar si tales requerimientos son una mera formulación de principios o son de obligado cumplimiento.
- En efecto, esta cuestión se suscita en tanto que la labor de armonización internacional realizada mediante el Código de Conducta IOSCO para las A.C.C., en aras de sentar las bases de una regulación internacional de las A.C.C., particularmente necesario dado el carácter multinacional de las mismas y los efectos globales de sus calificaciones, se sustenta en un modelo basado fundamentalmente en la autorregulación y lo hace con un alcance limitado a las normas de conducta que deberían seguir voluntariamente las A.C.C., mediante la adopción pública de códigos de conducta propios.

70 Vid. la medida 2.13 del código de conducta IOSCO para las A. C. C.

71 Vid. la medida 2.14 del código de conducta IOSCO para las A. C. C.

72 Vid. las medidas 2.16 y 2.17 del código de conducta IOSCO para las A. C. C.

73 Vid. las medidas 3.1, 3.2, 3.3 y 3.4, del código de conducta IOSCO para las A. C. C.

74 Vid. la medida 3.5 del código de conducta IOSCO para las A. C. C.

75 Vid. la medida 3.8 del código de conducta IOSCO para las A. C. C.

76 Vid. la medida 3.11 del código de conducta IOSCO para las A. C. C.

77 Vid. la medida 3.12 del código de conducta IOSCO para las A. C. C.

Así pues, la obligatoriedad de las medidas y principios contemplados en el Código de Conducta IOSCO para las A.C.C., no deviene directamente de la regulación internacional sino que se hace exigible por la vía de la admisión de estas normas como deberes de actuación exigibles a las A.C.C., mediante códigos de conducta propios.

Pero ahora bien, en tanto que las medidas 4.1 y 4.2 del Código de Conducta IOSCO para las A.C.C., establecen la exigencia por la que si un código de conducta se desvía de las previsiones requeridas, debe de explicar dónde y porqué se producen tales desviaciones, y cómo a pesar de las mismas, se alcanzan los objetivos reclamados por la normativa internacional, subordinando así al juicio último del mercado la actuación de las A.C.C., que premiará a las que cumplan las medidas y castigará a las que las ignoren, y viniendo a afectar con ello al pilar básico de la prestación de la actividad, esto es, a la confianza suministrada a los mercados, este mecanismo permite configurarse en una eficaz vía de incentivación para la adhesión pública mediante códigos de conducta propios por las A.C.C., a tales directrices.

Así, las páginas *web* de las principales A.C.C., dan buena cuenta de su grado de adaptación al Código de Conducta IOSCO para las A.C.C., como sucede en el caso del *Code of Professional Conduct* de Junio de 2011 de *Moody's*<sup>78</sup>, el *Code of Conduct* de 29 de junio de 2012 de *Standard & Poor's*<sup>79</sup> y el *Code of Ethics and Conduct* de 1 de agosto de 2012 de *Ficht Rating*<sup>80</sup>.

De esta forma, una vez que estos principios y medidas son adoptados por las propias A.C.C., como deberes de conducta a través de sus propios códigos de conducta, pasarían a integrar la *lex artis* jurídicamente exigible en la actividad de calificación que permitirá generar ante su incumplimiento, por acción u omisión, total o parcial, o un cumplimiento defectuoso a título de dolo o culpa, el nacimiento de la responsabilidad civil correspondiente a cargo de las A.C.C.

Esto se debe a que el incumplimiento de estas normas dirigidas a garantizar la calidad de la

prestación de la actividad calificadora de las A.C.C., mediante la imposición de obligaciones deviene en vinculante al incorporarse automáticamente al contenido de los contratos de calificación que pueda tener suscrito con los emisores calificados, así como a la diligencia exigible por el mercado financiero en general.

En efecto, se incorpora automáticamente al contenido de los contratos de calificación mediante el recurso a una buena fe contractual que ha de presidir la ejecución de todos los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 C.civil y 57 C.co) y que si bien carece de una formulación positiva concreta, la jurisprudencia específica que opera como límite al ejercicio de los derechos subjetivos y que se considera infringida cuando se procede a crear una apariencia jurídica para contradecirla después en perjuicio de quien puso una confianza en ella<sup>81</sup> vulnerando de este modo con dicha conducta las normas éticas que deben de informar el ejercicio del derecho, y determinado así, que su práctica se torno inadmisibles, con la consiguiente posibilidad de poderla impugnar por antijurídica.

Igualmente, estas normas dirigidas a garantizar la calidad de la prestación de la actividad calificadora de las A.C.C., mediante la imposición de obligaciones devienen en vinculantes al permitir determinar la diligencia profesional que resulta exigible a las A.C.C., por el mercado financiero en general. Ciertamente, esta connotación profesional de la diligencia que les resulta exigible hace que respondan en forma de culpa leve in concreto, esto es, la profesionalidad se incluye entre las exigencias de la naturaleza de la obligación incumplida y las circunstancias de las personas, el tiempo y el lugar relevantes a tal efecto (art. 1104 C. Civil)<sup>82</sup>.

### 5.1.b *Ámbito europeo*

A escala europea las obligaciones legales exigibles a las A.C.C., se encuentran contenidas en el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, modificado por el Reglamento 513/2011, de 11 de mayo<sup>83</sup>, y complementado por cuatro

78 En la p. 18 el Código de Conducta de *Moody's* ([www.moody.com](http://www.moody.com)) se viene a indicar que "*las disposiciones de este Código se derivan principalmente de los Principios de IOSCO y del Código IOSCO.*"

79 En la p. 1 el Código de Conducta de *Standard & Poor's* ([www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)) se viene a indicar que "*este código sigue los principios establecidos por el Código de Conducta IOSCO para las A. C. C., publicado en diciembre de 2004 y revisado en mayo de 2008, así como los principios de IOSCO publicados en septiembre de 2003.*"

80 En la p. 1 del citado código ([www.fichtratings.com](http://www.fichtratings.com)) se viene a indicar que "*este código sigue las disposiciones que se derivan principalmente de los Principios de IOSCO y del Código IOSCO.*"

81 En este sentido *vid.* las Sentencias del T. S., de 29 de enero de 1965, 31 de marzo de 1982, 21 de septiembre de 1987, 23 de febrero de 1988, 11 de mayo de 1988, 27 de marzo de 1991 22 de octubre de 1992, 2 de febrero de 1996 y 9 de octubre de 1998.

82 Seguimos de esta manera las reflexiones realizadas por TAPIA HERMIDA, A. J.: *Naturaleza y funciones de las agencias de calificación...op. cit.*, p. 19.

83 Son tres los aspectos en los que incide el Reglamento 513/2011, de 11 de mayo sobre el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre: - Al consagrar a la Autoridad Europea de Valores y Mercados como el órgano responsable del registro y la supervisión de las A. C. C., en la Unión Europea, y sin perjuicio de su facultad de delegar tareas específicas en las autoridades competentes de los distintos Estados Miembro.

Reglamentos Delegados, todos ellos de fecha de 21 de marzo de 2012<sup>84</sup>.

De esta manera, se establece un sistema de registro y supervisión en el seno de la Unión Europea con el objetivo de establecer una regulación común que sirva para mejorar la integridad, transparencia, responsabilidad, buena gobernanza y fiabilidad de las actividades de calificación en aras de alcanzar un elevado nivel de protección de los inversores.

Así pues, para que las A.C.C., puedan obtener el registro comunitario necesario para que puedan emitir calificaciones crediticias que sean utilizadas con fines reglamentarios por las entidades de crédito, empresas de inversión, entidades de seguros, empresas de reaseguros, instituciones de inversión colectiva, y fondos de pensiones o que se hagan públicas o se distribuyan por suscripción<sup>85</sup>, deberán de acreditar una serie de condiciones iniciales que han de mantener a lo largo de toda su vida.

Este programa regulador exigido se traduce en una serie de requisitos de organización, operativos y de transparencia que inciden en su estructura jurídica, financiera y técnica y que se encuentran contruidos sobre los cuatro principios dirección diseñados por IOSCO. Es decir, la calidad e integridad en el proceso de calificación, la independencia y los conflictos de intereses, la transparencia y oportunidad de la revelación de calificaciones, así como la información confidencial.

De este modo, al detentarse del mismo fundamento ético de actuación, las A.C.C., que viniesen cumpliendo con el Código de Conducta IOSCO no tendrán grandes problemas para

adaptarse a los nuevos requerimientos exigidos desde el marco europeo.

Así pues, nuevamente habrá que tomar a los principios procedentes del ámbito internacional como punto de referencia para concretar ahora cuales son las específicas obligaciones procedentes del ámbito europeo en relación a la prestación de la actividad calificador por las A.C.C. De esta forma:

- 1) El primer principio, esto es, la calidad e integridad en el proceso de calificación, configurado en aras de ofrecer a los usuarios de las calificaciones crediticias evaluaciones de calidad producto de un análisis informado, se pone en práctica mediante el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, sobre la base de tres pilares. Estos son, fomentar la publicidad de los métodos, modelos e hipótesis en el proceso de calificación, divulgar las calificaciones una vez realizadas, y fomentar la transparencia y claridad de las calificaciones de operaciones estructuradas. Estas medidas se concretan en:
  - La diligencia exigible a las A.C.C., y a sus empleados y analistas en el desarrollo de su actividad típica.

Esta diligencia exigible se concreta en torno al arquetipo de la actuación de un profesional desde dos ámbitos de actuación. En primer término desde la observancia del grado de cualificación exigida para la prestación de la actividad, en tanto que las A.C.C., deben de disponer de personas que tengan conocimientos y experiencia adecuados para proporcionar una calificación crediticia para el tipo concreto al que se aplica<sup>86</sup>. Y en segundo lugar, en

- Al modificar los preceptos del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, relativos a la solicitud de registro, examen, decisión de registro, tasa de registro, supervisión y baja registral.

- Al modificar los preceptos del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, que aplican a la tarea de supervisión de las A. C. C., las facultades generales que atribuye el Reglamento 1095/2010 a la Autoridad Europea de Valores y Mercados.

84 Estos son, el Reglamento Delegado 446/2012, referido a las normas técnicas de regulación sobre el contenido y el formato de los informes periódicos sobre los datos relativos a las calificaciones que deberán presentar dichas agencias a la Autoridad Europea de Valores y Mercados, el Reglamento Delegado 447/2012, dedicado a las normas técnicas de regulación aplicables a la evaluación de la conformidad de los métodos de calificación crediticia, el Reglamento Delegado 448/2012, que tiene por objeto las normas técnicas de regulación aplicables a la presentación de la información de las A. C. C., que deberán comunicar a un registro central establecido por la Autoridad Europea de Valores y Mercados, así como por último, el Reglamento Delegado 449/2012, dedicado a las normas técnicas de regulación relativas a la información que debe proporcionarse para el registro y la certificación de las A. C. C.

85 En función a lo establecido en los arts. 2 y 4 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre las obligaciones legales recogidas en su articulado no se aplicarán a:

a) Las calificaciones crediticias privadas emitidas en respuesta a un encargo individual y que se faciliten exclusivamente a la persona que las encargó y que no estén destinadas a la divulgación pública ni a la distribución mediante suscripción.

b) Las calificaciones crediticias, los sistemas de calificación crediticia o las evaluaciones similares relativas a obligaciones derivadas de relaciones de consumidores, comerciales o industriales.

c) Las calificaciones crediticias establecidas por las agencias de crédito a la exportación de conformidad con el anexo VI, parte 1, punto 1.3 de la Directiva 2006/48/CE.

d) Las calificaciones crediticias que sean emitidas por los bancos centrales y que:

- no fuesen pagadas por la entidad calificada.

- no se hagan públicas.

- se emitan de acuerdo con los principios, normas y procedimientos que garanticen la integridad e independencia adecuadas de las actividades de calificación crediticia.

- no guarden relación con instrumentos financieros emitidos por los Estados miembros de los correspondientes bancos centrales.

86 En efecto, desde el art. 7.1 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se viene a indicar el deber de las A. C. C., de velar porque los analistas de calificaciones, sus empleados y cualquier persona física cuyos servicios se pongan a su disposición o bajo su control y

función de las medidas específicas requeridas para vigilar el cumplimiento permanente y eficaz de las obligaciones que incumben a la A.C.C., en virtud del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre. Estas son, la prohibición de subcontrataciones relativas a funciones operativas importantes en aras de controlar que las A.C.C., cumplen con las obligaciones previstas en el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre<sup>87</sup>, la obligación específica por los miembros independientes del consejo de administración o supervisión de vigilar y hacer cumplir los procesos de cumplimiento de las normas y buena gobernanza al que están sometidas las A.C.C., desde tal marco europeo<sup>88</sup>, así como el deber de las A.C.C., de crear un departamento de verificación del cumplimiento permanente y eficaz de las obligaciones que les incumben en función del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre<sup>89</sup>.

Como consecuencia de esta diligencia, desde el marco europeo de referencia se vuelve a mostrar, de igual modo que desde el ámbito internacional marcado por el Código de Conducta IOSCO para las A.C.C., que la responsabilidad exigible ante una actuación negligente se establece observado el margen de desviación de la conducta de calificación efectiva respecto de la conducta de calificación debida en torno al paradigma del profesional.

- El deber de divulgar cualquier calificación crediticia, así como toda decisión de suspender una calificación de forma no selectiva y sin demoras<sup>90</sup>.

Cuando la A.C.C., emita una calificación no solicitada<sup>91</sup>, se deberá tanto de identificar como tal como indicar si la entidad calificada o el tercero vinculado han participado o no en el proceso de calificación, así como si la propia A.C.C., ha tenido acceso a las cuentas y demás documentación interna pertinente de la entidad calificada o un tercero vinculado<sup>92</sup>.

Cuando la A.C.C., emita una calificación sobre instrumentos de financiación estructurada<sup>93</sup>, deberá de velar por el cumplimiento de una serie de requisitos adicionales en aras de pretender corregir la falta de calidad y transparencia que pesaba sobre sus calificaciones y para que el potencial inversor disponga así de información adicional sobre los potenciales riesgos de estos productos. Estas obligaciones vienen referidas a que las categorías de calificación que se atribuyan estén claramente diferenciadas mediante un símbolo adicional que las distinga de las empleadas para otro tipo de entidades, instrumentos u obligaciones financieras, a dar toda la información empleada sobre la que basa<sup>94</sup>, así como a divulgar la información relativa a todos

que intervengan directamente en las actividades de calificación crediticia, posean "los conocimientos y la experiencia adecuados para el desempeño de las funciones atribuidas". En la misma línea el anexo 1 de la sección A del citado Reglamento, en el que se enumeran los requisitos de organización exigibles a las A. C. C., en función del art. 6. 1, establece que quienes integren la alta dirección de una A. C. C., "habrán de gozar de la debida honorabilidad y poseer capacidad y experiencia suficientes", así como que la mayoría de los miembros del consejo de administración o supervisión, incluidos sus miembros independientes "poseerán suficientes conocimientos técnicos en el ámbito de los servicios financieros".

87 Vid. art. 9 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

88 Vid. art. 6.2 en relación con el Anexo 1, sección A, apartado 2º del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

89 En función de lo establecido por el art. 6.2 en relación con el Anexo 1, sección A, apartado 5º del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, las A. C. C., deberán de implantar y mantener un departamento de verificación del cumplimiento permanente y eficaz que funcione de forma independiente. Esta función de cumplimiento supervisará el cumplimiento por parte de la A. C. C., y de sus empleados de las obligaciones que incumben a la A. C. C., en virtud del citado reglamento e informará al respecto.

90 En función de lo determinado desde el art. 10 y el anexo I, sección D del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, las A. C. C., deberán de informar a la entidad calificada como mínimo doce horas antes de la publicación del resultado a fin de permitir indicar posibles errores de hecho de la A. C. C. Una vez anunciada la calificación, las A. C. C., explicarán en sus comunicados de prensa o en sus informes los elementos fundamentales en que se basa. Igualmente se reconoce la obligación de la A. C. C., de indicar en la presentación de la calificación crediticia:

- El nombre y el cargo del analista de calificaciones, así como el nombre y el cargo de la persona que asuma la responsabilidad principal de la aprobación de la calificación crediticia.

- Las fuentes de información y el método empleado para determinar la calificación crediticia.

- El significado de las diversas categorías de calificación, la definición de incumplimiento o recuperación, así como las advertencias de riesgo que resulten procedentes.

- La fecha en que se difundió por primera vez la calificación y la fecha de su última actualización.

- Si la calificación crediticia se refiere a un instrumento financiero de nueva emisión o si la agencia de calificación crediticia está calificando por primera vez el instrumento financiero.

91 Siguiendo a TAPIA HERMIDA, A. J.: La regulación internacional de la calificación...*op. cit.*, p. 28, son calificaciones no solicitadas aquellas que se caracterizan por ser las que se efectúan sobre un determinado emisor, sin que el mismo las haya pedido en tanto que surgen por iniciativa de una A. C. C.

92 En este sentido *vid.* art. 10. 5 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

93 A efectos del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, y en función de lo determinado en su art. 3, se entiende por instrumento financiero a los instrumentos enumerados en el anexo 1, sección C, de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y el Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros.

94 Así, desde el art. 10. 2 y el anexo I, sección D, apartado 2º, del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se establece que cuando una A. C. C., califique un instrumento de financiación estructurada tendrá que facilitar en su calificación:

- Toda la información sobre el análisis de pérdidas y de flujo de caja que haya realizado o en el que se base, así como una indicación sobre las variaciones previstas de la calificación crediticia.

- El nivel de análisis realizado por lo que atañe a los procesos de debida diligencia efectuados con respecto a los instrumentos financieros u otros activos subyacentes de los instrumentos de financiación estructurada.

los productos de financiación estructurada que se le someten a la A.C.C., para su revisión inicial o para su calificación preliminar.

- El deber de hacer público la metodología de calificación rigurosa, sistemática y consistente que utilice la A.C.C., en aras de asegurar que las opiniones que difunde se basan en un análisis exhaustivo de toda la información de que dispongan y que sea pertinente con la finalidad de dar lugar a clasificaciones que puedan ser sometidas a alguna forma de validación objetiva basada en la experiencia histórica<sup>95</sup>.

Ahora bien, desde el Reglamento Delegado nº. 447/2012, de 21 de marzo se han venido a establecer las normas técnicas con arreglo a las cuales se evaluará por la Autoridad Europea de Valores y Mercados, a estos métodos de calificación crediticia en aras de que se pueda demostrar que cumplen con los requisitos de rigor<sup>96</sup>, carácter sistemático<sup>97</sup>, continuidad<sup>98</sup>, así como que es objeto de validación a partir de la experiencia histórica, incluida la simulación retrospectiva<sup>99</sup>.

- El deber de vigilancia y actualización de las calificaciones crediticias emitidas entendido como exigencia de necesaria revisión de las calificaciones, en tanto que en un contexto esencialmente dinámico y cambiante, el mantenimiento de una calificación que fue emitida en su día en función de las circunstancias concurrentes sin que se efectúe la debida actualización puede convertirla

por extemporánea en inadecuada, y por consiguiente, en engañosa para los inversores. Igualmente, y como novedad, desde marco de referencia europeo se viene ahora a concretar un periodo de revisión mínimo de las calificaciones establecido en el plazo de un año, o en particular cuando se produzcan cambios sustanciales que puedan afectar a una calificación crediticia<sup>100</sup>.

- El deber de revisión de la metodología y los modelos que utilizan las A.C.C., al menos una vez al año, en aras de que resulte apropiada tanto para el tamaño como para el alcance de sus servicios de calificación crediticia<sup>101</sup>.

2) El segundo principio, es decir, la independencia y los conflictos de intereses, configurado en aras de que las decisiones de calificación sean independientes y estén libres de presiones políticas o económicas, así como de evitar conflictos reales o potenciales de interés como consecuencia de la estructura de propiedad de la A.C.C., de otras actividades empresariales o financieras que pudiese prestar, o de los intereses financieros de sus empleados, se pone en práctica por el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre mediante las siguientes exigencias:

- Medidas que, de una forma similar a lo ya contemplado en el Código de Conducta IOSCO para las A.C.C., van dirigidas a las A.C.C., de un modo general, esto es, orientadas a establecer un criterio genérico de actuación configurado

- Los métodos, modelos e hipótesis fundamentales de calificación con orientaciones que expliquen las hipótesis, los parámetros, los límites y las incertidumbres en relación con los modelos y métodos de calificación utilizados en dichas calificaciones crediticias, incluidas simulaciones de escenarios de estrés efectuadas por las A. C. C., al establecer las calificaciones.

95 Vid. art. 8 en sus apartados 1, 2, 3 y 4 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

96 Desde el art. 4 del Reglamento Delegado nº. 447/2012, de 21 de marzo se viene a exigir a las A. C. C. que utilicen y apliquen métodos de calificación que:

- Contengan controles y procesos claros y sólidos para su elaboración y aprobación que permitan una impugnación adecuada.
- Incorporen todos los factores considerados pertinentes para determinar la solvencia de las entidades o instrumentos financieros calificados.
- Tomen en consideración la relación modelizada entre entidades o instrumentos financieros calificados con el mismo factor de riesgo.
- Incorporen cuando existan, modelos analíticos, hipótesis fundamentales de calificación y criterios que sean fiables, pertinentes y relacionados con la calidad.

97 Desde el art. 5 del Reglamento Delegado nº. 447/2012, de 21 de marzo se viene a exigir a las A. C. C. que utilicen y apliquen métodos de calificación que se empleen sistemáticamente en la formulación de todas las calificaciones de una determinada clase de activos o segmento del mercado, a menos que exista una razón objetiva para apartarse de los mismos.

98 Desde el art. 6 del Reglamento Delegado nº. 447/2012, de 21 de marzo se viene a exigir a las A. C. C. que utilicen y apliquen métodos de calificación que puedan:

- Utilizarse de manera continuada, a menos que exista una razón objetiva para cambiar de método o interrumpir su utilización.
- Incorporar rápidamente cualquier conclusión del seguimiento permanente o de una revisión, en particular cuando la evolución de las condiciones estructurales macroeconómicas o de las condiciones de los mercados financieros pueda afectar a las calificaciones obtenidas con arreglo a dichos métodos.
- Comparar calificaciones de diferentes clases de activos.

99 Desde el art. 7 del Reglamento Delegado nº. 447/2012, de 21 de marzo se viene a exigir a las A. C. C. que utilicen y apliquen métodos de calificación que describan lo siguiente:

- El historial de solidez y capacidad de predicción de las calificaciones emitidas mediante el método pertinente, a lo largo de un horizonte temporal adecuado y en relación con diferentes clases de activos.
- En qué medida las hipótesis utilizadas en el modelo de calificación se apartan de las tasas reales de incumplimiento y pérdida.

100 Vid. art. 8. 5 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

101 Vid. arts. 6. 2, 8,5 y 6, así como el anexo 1, sección A apartado 9 del Reglamento 1060/2009, de 16 septiembre.

como mecanismo de prevención en aras de evitar el nacimiento del conflicto, así como de una forma particular, es decir, conducentes a reportar medidas instrumentales concretas que como mecanismo de gestión del conflicto, prevea vías para poderlo solventar de un modo oportuno.

En efecto, así pues, en primer término y de un modo genérico, las medidas contenidas en el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, aprecian la premisa de actuación independiente que debe de estimarse en la actividad de calificación para impedir que se puedan emitir calificaciones crediticias vinculadas a presiones de tipo económico, comercial o financiero, y que por ello, no estén influenciadas por factores no relacionados con la solvencia del emisor calificado<sup>102</sup>.

En segundo lugar, y ahora de tal modo de una forma particular, también desde el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se establecen pautas concretas en función de las cuales se trata de hacer frente a conflictos de interés. Estas vías se articulan de dos modos.

Desde la exigencia a las A.C.C., que implanten procedimientos organizativos y administrativos adecuados y eficaces destinados a detectar, eliminar o gestionar, así como a hacer público de forma clara y destacada todo conflicto de intereses, ya sea real o potencia, que pueda influir en los análisis y en la opinión de los analistas de calificaciones, los empleados u otras personas físicas cuyos servicios se pongan a disposición o bajo el control de la A.C.C., y que participen directamente en la emisión de calificaciones crediticias, así como de las personas responsables de aprobar dichas calificaciones. Igualmente, y como medida propia de este marco de referencia europeo, se les encarga a las A.C.C., que lleven registros de todos los riesgos significativos que pesen sobre la independencia de sus actividades de calificación crediticia<sup>103</sup>.

Desde el requerimiento de la adopción de unas pautas que eviten que se produzcan determinados conflictos de interés inherentes a las actividad de calificación. Estas medidas son:

- a) Dado que las A.C.C., reciben de los emisores por su función calificadoras unos honorarios y que por ello se pueden plantear conflictos derivados de que el emisor pretenda de esta forma condicionar la calificación, o porque la A.C.C., se vea obligada a mejorar o no disminuir la calificación para conservar a sus clientes, desde el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se prevén como mecanismos dirigidos a mitigar estas presiones de tipo económico, los deberes de la A.C.C., de revelar sus acuerdos de remuneración con las entidades calificadas<sup>104</sup> y de declarar el nombre de la entidad calificada cuando de ésta provenga más del 5% de sus ingresos anuales<sup>105</sup> en la misma línea que lo dispuesto desde el Código de Conducta IOSCO para las A.C.C. Pero ahora bien, establece como novedad, y a efectos de procurar un mayor control, la exigencia de las A.C.C., de tener que informar anualmente tanto sobre los 20 clientes más importantes por orden de ingresos generados, como en relación a los clientes cuya contribución a la tasa de crecimiento de la generación de ingresos de la A.C.C., en el ejercicio precedente resultase ser más de 1,5 veces superior a la tasa de crecimiento del total de ingresos registrados por tal agencia en ese ejercicio<sup>106</sup>.
- b) En tanto que las A.C.C., pueden prestar actividades accesorias, y que por ello se puede plantear conflictos de interés de influencia recíproca procedentes de presiones de tipo comercial, tanto porque los emisores puedan intentar influenciar en la calificación que se les otorgue condicionando la contratación de servicios accesorios a la bondad de aquella, como puesto que la A.C.C., pueda presionar a los emisores con la promesa de una mejor calificación si contratan sus servicios complementarios, desde el Reglamento

102 Así pues, desde el art. 6 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre se viene a indicar el deber de las A. C. C., de adoptar medidas necesarias para velar por que la emisión de una calificación crediticia no se vea afectada por ningún conflicto de intereses ni ninguna relación comercial, reales o potenciales, que impliquen a la propia agencia emisora de la calificación crediticia, sus administradores, analistas, empleados, cualquier persona física cuyos servicios estén puestos a disposición o sometidos a control de la agencia o cualquier persona que, tenga directa o indirectamente, con ella un vínculo de control.

103 En este sentido *vid.* el art. 6. 2 en relación con el anexo I, sección a, en sus apartados 1.b, 6, y 7, así como la sección b, en su apartado 1º del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

104 *Vid.* art. 11 en relación con el anexo I, sección E, parte 1 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, en donde se indica que las A. C. C., harán totalmente pública y actualizarán de inmediato la información concerniente a la naturaleza general de sus acuerdos de retribución.

105 *Vid.* art. 6.2 en relación con el anexo I, sección B, en su apartado 2º del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, donde se viene a indicar que las A. C. C. harán públicos los nombres de aquellas entidades calificadas o terceros vinculados de las que provenga más del 5% de sus ingresos anuales, incrementado por tanto el ámbito de control con respecto a lo determinado desde el Código de conducta IOSCO para las A. C. C., fijado en función de lo determinado en su art. 2.8 en el 10% de la contribución a los ingresos anuales.

106 *Vid.* art. 11.3 en relación con el anexo I, sección E, apartado II del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

- 1060/2009, de 16 de septiembre, se establecen como instrumentos para tratar de corregir tal contexto, unas medidas más restrictivas que las contempladas desde el Código de Conducta IOSCO para las A.C.C., en tanto que si bien estas establecían el control en el desarrollo de los servicios auxiliares en el marco de la separación legal y operativa de sus actividades<sup>107</sup>, desde el marco comunitario, la actuación se basa en recursos distintos sustentados en la limitación de operar y en el deber de informar. En efecto, de esta forma se establece en primer lugar la prohibición expresa por la que la A.C.C., no podrá prestar a la entidad calificada o tercero vinculado servicios de consultoría o asesoramiento con respecto a la estructura social o jurídica, el activo, el pasivo o las actividades de dicha entidad calificada o tercero vinculado<sup>108</sup>, ni estará facultada para formular propuestas o recomendaciones en relación con la configuración de instrumentos de financiación estructurada con respecto a los cuales estuviese previsto que la A.C.C., emitiese una calificación crediticia<sup>109</sup>. Y en segundo término, en tanto que se establece el deber de informar por la A.C.C., en los informes de calificación definitivos, los servicios auxiliares que hubiesen sido prestados a la entidad calificada o a los terceros vinculados<sup>110</sup>.
- c) Puesto que las A.C.C., pueden tener vinculaciones financieras con los emisores calificados, y que por ello se puede plantear conflictos de interés procedentes de presiones financieras en tanto que la A.C.C., tenderá a efectuar una calificación benévola del riesgo que presenta un emisor participado por ella, desde el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se establecen como fórmula para

tratar de corregir tal situación, unas medidas más restrictivas que las contempladas desde el Código de Conducta IOSCO para las A.C.C., en tanto que si bien estas establecían la vigilancia desde la prohibición de tales vínculos financieros con los emisores calificados<sup>111</sup>, desde el marco comunitario, la intervención se basa en la prohibición de las A.C.C., de emitir calificaciones crediticias en concretas circunstancias de vinculación<sup>112</sup>, o en el caso de que se tratase de una calificación ya existente, del deber de comunicar inmediatamente que la calificación se encuentra potencialmente comprometida.

- Medidas orientadas a los empleados y analistas de las A.C.C., encaminadas a impedir conflictos de interés tanto por la remuneración que perciben, como por la actividad que desempeñan, Así pues:
  - a) Ante la extrema sensibilidad que suscita el conflicto de interés derivado de la necesidad de salvaguardar la independencia de la A.C.C., con respecto al sistema de cobro de sus honorarios, y en aras de evitar la puesta en peligro de la objetividad del proceso de calificación, el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, y en la misma línea que ya lo hiciera el Código de Conducta IOSCO para las A.C.C., viene a establecer que los analistas no podrán ser remunerados o evaluados sobre la base de la cuantía de ingresos que la A.C.C., obtenga de las entidades calificadas o de terceros vinculados<sup>113</sup>. De igual forma, se prohíbe a los empleados solicitar dinero, regalos o favores de cualquiera con quien la A.C.C., tenga relaciones empresariales<sup>114</sup>. No

107 Recuérdese lo contemplado en la p. 83 de la presente obra.

108 Vid. art. 6.2 en relación con el anexo I, sección b, apartado 4 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

109 Vid. art. 6.2 en relación con el anexo I, sección b, apartado 6 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

110 Vid. art. 6.2 en relación con el anexo I, sección b, apartado 4, en su párrafo 2 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

111 Vid. la medida 2.9 del código de conducta IOSCO para las A. C. C., en donde se viene a indicar que una A. C. C., y sus empleados no deben de participar en los valores o los derivados de negociación con los que presenten conflictos de interés con respecto a su actividad de calificación.

112 En efecto, desde el art. 6.2 en relación con el anexo I, sección b, apartado 3 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se viene a indicar que las A. C. C., no emitirán calificaciones crediticias cuando:

- a) La A. C. C., o los empleados o analistas de la entidad, posean directa o indirectamente instrumentos financieros de la entidad calificada o terceros vinculados, o participen de algún otro modo, directa o indirectamente, en la propiedad de esa entidad o de dichos terceros, a excepción de las participaciones en organismos de inversión colectiva diversificada que incluyan fondos gestionados, como los fondos de pensiones o los seguros de vida.
- b) La calificación crediticia se emita con respecto a la entidad calificada o un tercero que directa o indirectamente tenga un vínculo de control con la agencia de calificación.
- c) Cualquier empleado, sea miembro del consejo de administración o de supervisión de la entidad calificada o de un tercero vinculado, o cualquier analista de calificaciones que intervenga en la determinación de una calificación crediticia, o cualquier persona que apruebe una calificación crediticia, haya tenido cualquier relación con la entidad calificada o un tercero vinculado y pudiese ocasionar un conflicto de interés.

113 Vid. art. 7.5 y 6.2 en relación con el anexo I, sección a, apartado 2º y 6º del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

114 En base al art. 7.3 en relación con el anexo I, sección c del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se viene a establecer que los analistas de calificaciones, los empleados de las A. C. C., y cualquier otra persona física cuyos servicios se pongan a disposición o bajo el control de la A. C. C., y que intervienen directamente en actividades de calificación crediticia, así como las personas estrechamente vinculadas a ellos, en el sentido del art. 1, apartado 2, letras a, y d de la Directiva 2004/72/CE no podrán solicitar o aceptar dinero, obsequios, o favores de ninguna persona con la que la A. C. C., mantenga relaciones de negocios.

obstante, y ya de una forma particular para el marco de referencia europeo, se incrementa el control de las A.C.C., sobre sus empleados y analistas al impedirles además iniciar o participar en negociaciones sobre honorarios o pagos con una entidad calificada, un tercero vinculado o una persona que tenga, directa o indirectamente un vínculo de control con la entidad calificada<sup>115</sup>.

- b) Con la pretensión de evitar conflictos de interés entre los empleados de las A.C.C., y las emisoras que perciben su calificación que pudiesen incidir en una falta de independencia y objetividad en la prestación de sus funciones, el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, impone de un modo análogo a lo establecido desde el Código de Conducta IOSCO para las A.C.C., la prohibición por la que ningún analista, empleado de la A.C.C., ni cualquier otra persona física cuyos servicios se pongan a disposición o bajo el control de aquella, que posea instrumentos financieros de la entidad calificada o de cualquier entidad vinculada a ella, o que tuviese vínculos financieros, laborales o de otra índole que pudiesen generar un conflicto de interés, no podrán participar o influir de modo alguno en la determinación de una calificación crediticia de la entidad con la que se detentase tal relación<sup>116</sup>.
- c) En aras de evitar que el acceso a la información confidencial por las A.C.C., en la prestación de su actividad calificadoras pueda llevar a que los analistas o cualquier persona involucrada en el proceso de calificación se vea tentado de utilizar dicha información, desde el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se vienen a establecer dos tipos de deberes, un deber positivo o de acción, de salvaguarda de la información confidencial, y un deber negativo, de abstenerse de realizar conductas informativas u operaciones utilizando información confidencial.

En efecto, de esta forma y en primer término, se establece el deber positivo o de acción de protección de la información confidencial, en tanto que las A.C.C., tendrán que velar por que los analistas y empleados adopten cuantas medidas resulten razonables para proteger la documentación en posesión de la A.C.C., frente a

todo fraude, hurto o mal uso, teniendo en cuenta la naturaleza, envergadura y complejidad de sus operaciones y el alcance de sus actividades de calificación crediticia<sup>117</sup>.

En segundo lugar, se establece el deber negativo o de omisión de abstención de realizar conductas informativas puesto que los analistas y empleados no podrán divulgar información alguna sobre las calificaciones crediticias o posibles futuras calificaciones, salvo a la entidad calificada, ni podrán divulgar la información confidencial que se les hubiese confiado<sup>118</sup>.

Igualmente, en sentido de deber negativo, se establece la obligación de no realizar operaciones en sentido general, esto es, a los fines de negociación de instrumentos financieros o de cualquier otro fin que no sea el del ejercicio de la actividad de calificación crediticia<sup>119</sup>, y en sentido particular, a los fines de prohibir concretas transacciones. En este sentido, desde el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se viene a establecer la prohibición, en análogos términos a lo ya contemplado desde el Código de Conducta IOSCO para las A.C.C., por la que los analistas de calificaciones, empleados de las A.C.C., y cualquier otra persona física cuyos servicios se pongan a disposición o bajo el control de aquella, no podrán adquirir, vender ni realizar ningún tipo de operación relacionada con instrumentos financieros que hayan sido emitidos, garantizados o de alguna otra forma respaldados por cualquier entidad calificada que entre dentro del ámbito principal de responsabilidad analítica de dichas personas, salvo, cuando se trate de participaciones en organismos de inversión colectiva diversificada, incluidos los fondos gestionados, como los fondos de pensiones y los seguros de vida<sup>120</sup>.

- d) Con la finalidad de contar con una calificación objetiva aneja a los posibles conflictos de interés que puedan surgir en el mercado, desde el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, y de forma análoga a lo ya contemplado desde el Código de Conducta IOSCO para las A.C.C., se establecen como mecanismos preventivos el deber de los analistas de calificaciones y otras personales directamente involucradas en las actividades de calificación crediticia de tener que revelar a la A.C.C., posibles situaciones susceptibles de poder ocasionar un conflicto de interés<sup>121</sup>, así como la obligación de revisar de los trabajos anteriores de los analistas en los dos últimos

115 Vid. art. 7.2 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

116 Vid. art. 7.3 en relación con el anexo I, sección c, en su apartado 2º del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

117 Vid. art. 7.3 en relación con el anexo I, sección c, en su apartado 3º, párrafo a del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

118 Vid. art. 7.3 en relación con el anexo I, sección c, en su apartado 3º, párrafo b y c del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

119 Vid. art. 7.3 en relación con el anexo I, sección c, en su apartado 3º, párrafo d, del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

120 Vid. art. 7.3 en relación con el anexo I, sección c, en su apartado 1º, del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

121 Vid. art. 7.3 en relación con el anexo I, sección c, apartado 5 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

años previos a detentar una relación laboral con una entidad calificada<sup>122</sup>. Pero además, desde el marco de referencia europeo el control se intensifica con respecto al periodo de tiempo en la prestación continuada de la función de calificación crediticia a una misma entidad emisora por el mismo analista. Así pues, las A.C.C., tendrán que velar porque los analistas de calificaciones principales no participen en actividades de calificación crediticia relacionadas con la misma entidad durante un periodo superior a 4 años. Si se trata de la actividad prestada por un analista de calificaciones, el plazo no podrá ser superior a 5 años. Y por último, si se refiere a las personas que aprueban las calificaciones crediticias el plazo no podrá ser superior a 7 años<sup>123</sup>.

3) El tercer principio, es decir, la transparencia y oportunidad de la revelación de calificaciones, configurado en aras de que se produzca la divulgación de la información suficiente para permitir a los usuarios de las calificaciones crediticias conocer a la A.C.C., que emite las calificaciones crediticias como el resultado de la calificación, los métodos empleados para su obtención, así como percibir el significado que reportan en términos de una evaluación crediticia relativa, se pone en práctica mediante el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre a través de la exigencia de una serie de medidas que se concretan en:

- El deber de la A.C.C., de publicar todos los años un informe de transparencia que

contenga la información que se especifica en el anexo 1, sección E, parte II, y que será divulgado en sus páginas de Internet durante cinco años como mínimo<sup>124</sup>.

- El deber de revelar al público por la A.C.C., de forma oportuna y sin coste alguno las decisiones emitidas, la actualización de las mismas, así como toda decisión de suspender una calificación crediticia de forma no selectiva y sin demoras<sup>125</sup>.
- La obligación de divulgar públicamente por la A.C.C., toda su política en materia de calificaciones. Esto es deberá de informar sobre el nombre y cargo que asume la responsabilidad principal de la aprobación de la calificación crediticia, las fuentes que se utilizaron para determinar la calificación crediticia, el método utilizado para determinar la calificación, el significado de las diversas categorías de calificación, la definición de incumplimiento o recuperación, las advertencias de riesgo que resulten procedentes, la fecha en la que se difundió por primera vez la calificación o su última actualización, la indicación si la calificación se refiere a un instrumento financiero de nueva emisión o no, los posibles límites que puede presentar la calificación realizada, los elementos fundamentales en los que se basa<sup>126</sup>, de igual modo que una serie de obligaciones adicionales tanto en relación con las calificaciones crediticias no solicitadas<sup>127</sup>, como en referencia a los instrumentos de financiación estructurada<sup>128</sup>.

122 Vid. art. 7.3 en relación con el anexo I, sección c, apartado 6 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre

123 Vid. art. 7.4 en relación con el anexo I, sección c, apartado 8 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

124 En efecto, desde el art. 12 en relación con el anexo I, sección E, parte III, las A. C. C., facilitarán anualmente la siguiente información:

- 1) Información detallada sobre la estructura jurídica y sobre la propiedad de la A. C. C., en particular información sobre las participaciones a que se refieren los arts. 9 y 10 de la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de septiembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.
- 2) Una descripción del mecanismo de control interno que garantice la calidad de sus actividades de calificación crediticia.
- 3) Estadísticas sobre el personal que destinen a nuevas calificaciones crediticias, a la revisión de calificaciones crediticias, a la evaluación de los métodos o modelos y a cargos de dirección.
- 4) Una descripción de su política de conservación de la documentación.
- 5) Los resultados del examen anual interno de verificación de la independencia de su función de cumplimiento.
- 6) Una descripción de su política de rotación del personal de dirección y de análisis de calificaciones.
- 7) Información financiera sobre los ingresos de la A. C. C., diferenciando entre retribuciones por actividades de calificación crediticia y retribuciones por otras actividades, y facilitando una descripción completa de cada uno de estos conceptos.
- 8) Un informe de gobierno corporativo de conformidad con el art. 46 bis, apartado 1, de la Directiva 78/660/CEE del Consejo, de 25 de julio de 1978, relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad.

125 En efecto, estas son las obligaciones de divulgación de las calificaciones crediticias previstas para las A. C. C., en los arts. 10. 1 y 13 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, y de tal forma en análogos términos a lo ya contemplado desde el marco internacional por las medidas 3.1, 3.2, 3.3 y 3.4, del código de conducta IOSCO para las A. C. C.

126 De esta manera, si bien a escala universal las medidas 3.5 y 3.8 del código de conducta IOSCO para las A. C. C., se venía a hacer referencia a una serie de obligaciones en las que se debía de incluir la divulgación de los procedimientos, metodologías así como otro tipo de información dirigida a permitir comprender la calificación crediticia emitida por las A. C. C., no lo hacía de una forma absoluta y cerrada. Ahora bien, desde el Reglamento 1060/2009, de 16 de noviembre, y a través de su arts. 8. 1 y 11. 1 que remite al anexo I, sección E, parte 1, si que se procede a indicar de una forma exhaustiva cuál es la concreta información que las A. C. C., tendrán que hacer públicas.

127 Desde el art. 10. 4 y 5 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se viene a indicar que las A. C. C., tendrán que divulgar su política en materia de calificaciones no solicitadas y los procedimientos que apliquen al respecto, además de la referencia sobre si la entidad calificada o el tercero vinculado ha participado o no en el proceso de calificación y si la propia agencia ha tenido acceso a las cuentas y demás documentación interna pertinente de la entidad calificada o un tercero vinculado.

128 Desde el art. 10. 2 en referencia al anexo I, sección E, del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se vienen a referenciar las obligaciones informativas que de una forma concreta tendrá la A. C. C., cuando califiquen instrumentos de financiación estructurada.

4) El cuarto principio, esto es, la información confidencial, configurado en aras de mantener con carácter confidencial toda la información no pública que el emisor le hubiese transmitido a una A.C.C., en los términos de un acuerdo de confidencialidad o de otro modo bajo un entendimiento mutuo de que la información es compartida de forma confidencial, se pone en práctica mediante el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, y en análogos términos a lo dispuesto desde las medidas 3.11 y 3.12 del Código de Conducta IOSCO para las A.C.C., a través de la exigencia de una serie de medidas que se concretan en:

- El deber de que las A.C.C., velen porque los analistas de calificaciones, los empleados de la misma o cualquier otra persona física cuyos servicios se pongan a disposición o su control y que intervienen en las actividades de calificación crediticia, adoptan cuantas medidas resulten necesarias para proteger la información confidencial proporcionada por los emisores<sup>129</sup>.
- El deber de que las A.C.C., velen porque los analistas de calificaciones, los empleados de la misma o cualquier otra persona física cuyos servicios se pongan a disposición o su control y que intervienen en las actividades de calificación crediticia, no utilicen ni divulguen la información confidencial a los fines de la negociación de instrumentos financieros o a cualquier otro fin que no sea el de ejercicio de actividades de calificación crediticia<sup>130</sup>.

Una vez analizada la prelación de deberes legales procedentes del ámbito europeo se plantea como necesario determinar si tales requerimientos son o no de obligado cumplimiento.

Así pues, y en primer término en referencia a la determinación de la razón de ser de la

obligatoriedad de las exigencias dispuestas por el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se desprende del contenido del propio Reglamento, puesto que viene a determinar que el cumplimiento de las condiciones que ésta impone es una condición indispensable para que las A.C.C., puedan obtener el registro comunitario, el cual es a su vez imprescindible para que se les permita emitir calificaciones crediticias que sean utilizadas con fines reglamentarios por las entidades de crédito, empresas de inversión, entidades de seguros, empresas de reaseguros, instituciones de inversión colectiva, y fondos de pensiones o que se hagan públicas o se distribuyan por suscripción<sup>131</sup>.

De esta manera y ante la consideración de que la autorregulación no era la vía más eficiente a la vista del oligopolio ejercitado por las grandes A.C.C., en el mercado internacional así como ante la observancia de las insuficiencias puestas de manifiesto por el Código de Conducta IOCV para las A.C.C., para hacer frente a los problemas causados por la crisis financiera mundial por su propio carácter voluntario, desde el ámbito europeo y como consecuencia de haber optado en aras de la tutela de los inversores por un modelo de heteroregulación pública, se establece un sistema de registro único ante la Autoridad Europea de Valores y Mercados, válido en toda la Unión Europea y precedido de una regulación que hace que los requisitos de organización, de gestión y operativos previstos desde el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, deban de ser cumplidos por las A.C.C., tanto en el momento de acceder a la actividad de calificación, como durante todo el tiempo en el que ejerzan tal actividad, al ser su incumplimiento sobrevenido causa de baja del registro.

En efecto, para que las A.C.C., puedan acceder a la actividad de calificación deberán de solicitar su registro a la Autoridad Europea de Valores y Mercados<sup>132</sup>. La solicitud deberá de contener la

129 En este sentido *vid.* art. 7. 3 en relación con el apartado 3.a, del anexo I, sección c del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

130 En este sentido *vid.* art. 7. 3 en relación con el apartado 3. d, del anexo I, sección c del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

131 *Vid.* arts. 4.1, 14. 3 y 15 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

132 De esta manera y conforme al art. 15 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, la solicitud de registro se presenta ante la Autoridad Europea de Valores y Mercados, y se viene a consagrar así a ésta autoridad -que es una de las tres autoridades que integran el subsistema de supervisión microprudencial que forma parte del Sistema Europeo de Supervisión Financiera (sobre este sistema *vid.* TAPIA HERMIDA, A. J.: "El sistema europeo de supervisión financiera", *R. D. B. B.*, nº. 121, 2011, p. 9 a 60, MARDOMINGO COZAS, J. Y MINGUEZ HERNÁNDEZ, F., "Hacia un nuevo esquema de supervisión financiera en España", *R.M. V.*, nº. 4, 2009, pp. 287 y ss.- como el responsable exclusivo del registro de estas A. C. C., en la Unión Europea. Esta confirmación de la Autoridad Europea de Valores y Mercados como la responsable exclusiva del registro comunitario fue realizada por el Reglamento 513/2011, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2011, por el que se vio a modificar el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre en aras de reajustar el sistema de control pública de estas A. C. C., (*vid.* sobre el citado Reglamento, TAPIA HERMIDA, A. J.: "Novedades en la regulación comunitaria y española de las agencias de calificación crediticia (agencias de rating)", *R. D. B. B.*, nº. 123, 2011, p. 295 ) y por lo tanto de implantar a la Autoridad Europea de Valores y Mercados como autoridad de registro frente a la hasta entonces operante labor de presentación de la solicitud de registro ante el Comité de Comisiones de Valores Europeo (en adelante, CESR) y siendo la autoridad competente del Estado miembro de origen quien comprobaba si la solicitud estaba completa y teniendo que comunicar posteriormente al CERS su proyecto de decisión sobre la conveniencia o no de registrar a la A. C. C. Nuevamente se producía un pronunciamiento del CESR y finalmente decidía el Estado miembro de origen de forma motivada.

información que se especifica en el anexo II<sup>133</sup> del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre y que resulta desarrollada por el Reglamento Delegado n.º 449/2012 de la Comisión, de 21 de marzo de 2012. La Autoridad Europea de Valores y Mercados examinará la solicitud de registro atendiendo al cumplimiento por parte de dicha A.C.C., de las condiciones establecidas en el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.<sup>134</sup>, procederá a adoptar una decisión de registro o de denegación de registro motivada de manera exhaustiva<sup>135</sup> y dará publicidad en su sitio *web* a la lista de las A.C.C., registradas de conformidad al presente Reglamento<sup>136</sup>.

De igual modo, las A.C.C., registradas tendrán que atender al cumplimiento de las condiciones establecidas en el citado Reglamento durante todo el tiempo en el que ejerzan tal actividad, en tanto que la Autoridad Europea de Valores y Mercado procederá a su baja registral cuando deje de cumplir las condiciones iniciales de registro<sup>137</sup>.

Pero ahora bien, en tanto que las condiciones establecidas en el contenido del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, exigibles para el registro de las A.C.C., son deberes de conducta que se les imponen a éstas, tales obligaciones legales pasan a integrar la *lex artis* jurídicamente exigible en la actividad de calificación posibilitándose así generar ante su incumplimiento, por acción u omisión, total o parcial, o un cumplimiento defectuoso a título de dolo o culpa, el nacimiento de la responsabilidad civil correspondiente a cargo de las A.C.C.

Esto se debe a que el incumplimiento de estas normas dirigidas a garantizar la calidad de la

prestación de la actividad calificadora de las A.C.C., mediante la imposición de obligaciones deviene en vinculante al incorporarse automáticamente al contenido de los contratos de calificación que pueda tener suscrito con los emisores calificados, así como a la diligencia exigible por el mercado financiero en general.

En efecto, se incorpora automáticamente al contenido de los contratos de calificación mediante el recurso a una buena fe contractual que ha de presidir la ejecución de todos los contratos mercantiles (arts. 7.1 y 1258 C.civil y 57 C.co) y que si bien carece de una formulación positiva concreta, la jurisprudencia específica que opera como límite al ejercicio de los derechos subjetivos y que se considera infringida cuando se procede a crear una apariencia jurídica para contradecirla después en perjuicio de quien puso una confianza en ella<sup>138</sup> vulnerando de este modo con dicha conducta las normas éticas que deben de informar el ejercicio del derecho, y determinado así, que su práctica se torno inadmisibles, con la consiguiente posibilidad de poderla impugnar por antijurídica.

Igualmente, estas normas dirigidas a garantizar la calidad de la prestación de la actividad calificadora de las A.C.C., mediante la imposición de obligaciones devienen en vinculante al permitir determinar la diligencia profesional que resulta exigible a las A.C.C., por el mercado financiero en general. Ciertamente, esta connotación profesional de la diligencia que les resulta exigible hace que respondan en forma de culpa leve in concreto, esto es, la profesionalidad se incluye entre las exigencias de la naturaleza de la obligación incumplida y las circunstancias de

133 Desde el anexo II del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se establece que la información que debe facilitarse en la solicitud de registro es:

1. Denominación completa de la A. C. C., dirección del domicilio social en la Comunidad Europea.
2. Nombre y datos de una persona de contacto y de la persona responsable del cumplimiento
3. Forma jurídica
4. Clase de calificaciones crediticias en relación con las cuales la A. C. C., solicitada se registra.
5. Estructura de la propiedad.
6. Estructura organizativa y gobernanza empresarial.
7. Recursos financieros para ejercer actividades de calificación crediticia.
8. Personal de la A. C. C., y sus cualificaciones.
9. Información relativa a las filiales de la A. C. C.
10. Descripción de los procedimientos y de los métodos utilizados para emitir y revisar las calificaciones crediticias.
11. Políticas y procedimientos aplicados para detectar, gestionar y comunicar todos los conflictos de intereses.
12. Información sobre los analistas de calificaciones.
13. Acuerdos de retribución y de evaluación de resultados.
14. Servicios distintos de las actividades de calificación crediticia que la A. C. C., tiene intención de facilitar.
15. Un programa de actividades en el que figure dónde está previsto que tengan lugar las actividades fundamentales, las sucursales que se han de establecer y el tipo de actividad que se prevé desarrollar.
16. Documentos e información detallada relativos al uso previsto del refrendo.
17. Documentos e información detallada relativos a los acuerdos previstos de subcontratación, incluida la información sobre las entidades que asuman las funciones de subcontratación.

134 *Vid.* art. 16. 1 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

135 *Vid.* art. 16.3 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

136 *Vid.* art. 18. 3 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

137 *Vid.* art. 20 del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre.

138 En este sentido *vid.* las Sentencias del T. S., de 29 de enero de 1965, 31 de marzo de 1982, 21 de septiembre de 1987, 23 de febrero de 1988, 11 de mayo de 1988, 27 de marzo de 1991 22 de octubre de 1992, 2 de febrero de 1996 y 9 de octubre de 1998.

las personas, el tiempo y el lugar relevantes a tal efecto (art. 1104 C. Civil)<sup>139</sup>.

Pero ahora bien, además de poder ocasionar la desviación de la actuación de una A.C.C., comunitaria respecto de la *lex artis* derivada de las condiciones establecidas en el contenido del Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, el nacimiento de su responsabilidad civil, también dará lugar a la responsabilidad administrativa de éstas en función de las sanciones administrativas que resultan concretadas por el propio Reglamento y que son desarrolladas por los ordenamientos de los estados comunitarios.

En efecto, desde el Reglamento 1060/2009, de 16 de septiembre, se ha venido a añadir por el Reglamento 513/2011, de 11 de mayo un anexo III en donde se viene a establecer una extensa lista de 54 infracciones relacionadas con conflictos de interés, requisitos de organización, de funcionamiento, obstáculos a la actividad de supervisión y la divulgación de información. De igual modo en el anexo IV se vienen a detallar una lista de coeficientes ligados a los factores

agravantes y atenuantes en la comisión de la infracción.

### **5.1.c Ámbito nacional**

A nivel nacional, las A.C.C., también están sometidas a unas normas generales procedentes de cada una de las jurisdicciones en que operan. En efecto, así se constata desde la medida 1.11 del Código de Conducta IOSCO para las A.C.C., donde junto a las medidas que contiene, se efectúa una remisión a las regulaciones nacionales aplicables a la actividad de calificación.

De esta forma, en nuestro ordenamiento jurídico, las A.C.C., quedan afectas a la exigencia de una serie de obligaciones derivadas de su posición de sujeto que realiza actividades en el Mercado de Valores con la finalidad de garantizar que el desarrollo de las prestaciones se efectuará en torno a los criterios de profesionalidad, moralidad y corrección. Estas son las normas de conducta contenidas en el Capítulo II, del Título VII, de la L.M.V., las cuales no se limita a constituir una serie de principios éticos sino que se tratan preceptos de obligatoria aplicación. ☒

<sup>139</sup> Seguimos de esta manera nuevamente las reflexiones realizadas por TAPIA HERMIDA, A. J.: Naturaleza y funciones de las agencias de calificación...*op. cit.*, p. 19.