



*Documentos de Trabajo del Departamento de
Derecho Mercantil*

2007/13

Julio 2007

**LA TRANSPARENCIA DE LA SOLVENCIA DE LAS SOCIEDADES
COTIZADAS: EL DERECHO DE INFORMACIÓN DE SUS SOCIOS Y
EL PAPEL DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA**

Alberto Javier Tapia Hermida

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.
Universidad Complutense.
Ciudad Universitaria s/n.
28040 Madrid
00 34 -913 94 54 93
atapia@sanchezcalero.com
<http://www.ucm.es/info/mercantil>

Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense
<http://www.ucm.es/eprints>
Copyright © 2007 por el autor

Resumen:

Las gravísimas crisis económicas que padecieron grandes corporaciones cotizadas, a finales del pasado siglo XX y principios del presente siglo XXI, tanto en los EEUU (por ejemplo, Enron) como en Europa (por ejemplo, Parmalat) mostraron la necesidad de que sus accionistas en particular y el público inversor en general dispongan de una información adecuada sobre su estado de solvencia. La información sobre la solvencia de las sociedades cotizadas, para ser adecuada, debe ser completa y clara en cuanto a su contenido, para evitar interpretaciones equívocas; oportuna en el tiempo, para evitar la manifestación súbita de situaciones de insolvencia que impidan adoptar las medidas preventivas; e igualitaria en su difusión, para evitar abusos de información privilegiada. Los accionistas de las sociedades cotizadas pueden conocer su estado de solvencia mediante documentos comunes a todas las sociedades anónimas (las cuentas anuales, el informe de gestión y el informe de auditoría), documentos especiales de las sociedades anónimas cotizadas (los informes financieros periódicos, los hechos relevantes y el informe anual de gobierno corporativo) y documentos específicos de las sociedades cotizadas que actúan como intermediarios financieros. La fiabilidad de la información disponible sobre la solvencia de las sociedades cotizadas exige que se someta a controles internos y externos. Entre estos últimos destaca la calificación de riesgos por las agencias de calificación crediticia dada su incidencia específica sobre la solvencia de las sociedades calificadas y el efecto colateral positivo para la información de sus accionistas sobre dicha solvencia.

Palabras clave: Solvencia, insolvencia, sociedades anónimas, sociedades cotizadas, derecho de información, agencias de calificación crediticia.

Abstract:

The very serious economic crisis that suffered large quoted corporations, at the end of the past 20th century and beginning of the present 21st century, both in the USA (for example, Enron) and in Europe (for example, Parmalat), showed the need that their shareholders particularly and the investing public in general have an adequate information on their state of solvency. The information on the solvency of the quoted companies, to be adequate, must be complete and clear as for its content, to avoid equivocal interpretations; opportune in the time, to avoid the sudden manifestation of situations of insolvency that prevent from adopting preventive measures; and egalitarian in its diffusion, to avoid abuses of privileged information. The shareholders of the quoted companies can know their state of solvency by means of common documents to all the public limited companies (the annual accounts, the management report and the audit report), special documents of the quoted public limited companies (the periodical reports, the relevant facts and the annual report of corporate management) and specific documents of the quoted companies that act as financial intermediaries. The reliability of the available information about the solvency of the quoted companies demands it to be submitted to internal and external controls. Among these

last ones above mentioned the rating by rating agencies stands out because of the specific effect on the solvency of the qualified companies and the collateral positive effect for the information of its shareholders on the above mentioned solvency.

Key words: Solvency, insolvency, corporations, listed corporations, right of information, rating agencies.

**LA TRANSPARENCIA DE LA SOLVENCIA DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS:
EL DERECHO DE INFORMACIÓN DE SUS SOCIOS Y EL PAPEL DE LAS
AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA**

**Alberto Javier Tapia Hermida
Profesor Titular de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid**

SUMARIO¹:

I.	INTRODUCCIÓN: SOBRE LA NECESIDAD DE CONOCER OPORTUNAMENTE EL ESTADO DE SOLVENCIA DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS.	6
II.	EL MENSAJE: LA SOLVENCIA Y LA INSOLVENCIA DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS...	7
	1. Nociones jurídicamente relevantes de la solvencia de las sociedades cotizadas.....	7
	2. El deslizamiento de las sociedades cotizadas hacia la insolvencia.	10
III.	LOS EMISORES Y LOS RECEPTORES DEL MENSAJE DE LA SOLVENCIA: EN PARTICULAR, EL DERECHO DE INFORMACIÓN DE LOS ACCIONISTAS SOBRE LA SOLVENCIA DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS.	11
	1. El interés legítimo de los accionistas de las sociedades cotizadas por conocer su estado de solvencia.	11
	2. Los mecanismos de información sobre la solvencia en los diversos tipos de sociedades: los sistemas de detección de las “señales de alarma”.	13
	<i>a) La información sobre la solvencia de las sociedades anónimas en general en el marco de su junta general y, especialmente, a través de su contabilidad.....</i>	14
	<i>b) La información sobre la solvencia de las sociedades cotizadas. En particular, a través de su información financiera periódica.</i>	15
	<i>c) La información sobre la solvencia de las sociedades cotizadas que sean intermediarios financieros a través de sus estados financieros específicos.....</i>	18

¹ Texto de la Comunicación presentada al IV Seminario Harvard-Complutense sobre Derecho mercantil: los derechos de los accionistas en sociedades cotizadas, celebrado en la Universidad de Harvard los días 30 y 31 de octubre de 2006. Abreviaturas utilizadas en esta Comunicación: LC, Ley 22(2003, de 9 de julio, Concursal; LSA, Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.

3. Los controles internos y externos sobre la información relevante para conocer la solvencia de las sociedades cotizadas.....	19
4. Aspectos específicos de la transparencia sobre la solvencia de las sociedades cotizadas: en particular, la información privilegiada.....	20
IV. LOS EVALUADORES EXTERNOS DEL MENSAJE DE LA SOLVENCIA: EN PARTICULAR, LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA.	21
1. La calificación de riesgos como evaluación de la solvencia de las sociedades cotizadas.	21
2. Los efectos de la calificación de riesgos sobre las sociedades cotizadas y sobre sus accionistas.	23
a) <i>Los efectos de la calificación de riesgos sobre las sociedades cotizadas como emisores y, en su caso, como intermediarios financieros.</i>	24
b) <i>Los efectos de la calificación de riesgos sobre los accionistas de las sociedades cotizadas como inversores....</i>	25
c) <i>El riesgo de conflicto de interés de las agencias de calificación.....</i>	26
V. CONCLUSIONES.....	26

I. INTRODUCCIÓN: SOBRE LA NECESIDAD DE CONOCER OPORTUNAMENTE EL ESTADO DE SOLVENCIA DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS.

En la última década del pasado siglo XX y en los primeros años del presente siglo XXI, algunas grandes corporaciones cotizadas aparecieron súbitamente postradas en situaciones de insolvencia que les impidieron cumplir sus obligaciones con normalidad y causaron una gravísima crisis de confianza en los mercados financieros. Dicha crisis tuvo un carácter global porque, empezando por los EEUU (por ejemplo, con las crisis de Enron, WorldCom, Global Crossing, Tyco), se extendió a corporaciones de la Europa Continental (por ejemplo, Parmalat o Ahold). El denominador común de estas crisis de solvencia fue la ineficiencia de los mecanismos de alerta por falta de una información adecuada sobre la aproximación de estas corporaciones a situaciones de insolvencia o por la existencia de prácticas de manipulación de la información existente. Por lo tanto, en los escándalos se vieron implicados todos los agentes que, dentro (los administradores) y fuera (los auditores y las agencias de calificación crediticia o “rating”) de las corporaciones, tenían responsabilidades relevantes en la generación y verificación de la información sobre la evolución de la solvencia de las mismas o de los valores que emitían. Las crisis de solvencia señaladas dieron lugar a una reflexión profunda de los reguladores nacionales de los mercados financieros que condujo a reformas en la regulación del gobierno corporativo y de la transparencia de las sociedades cotizadas, que incidieron, en particular, sobre la solvencia de las mismas.

De entre la multiplicidad de preguntas que suscitaron las crisis de solvencia señaladas, podemos seleccionar algunas pertinentes para nuestro estudio: ¿Disponen los accionistas de las sociedades cotizadas de información suficiente sobre la evolución de su solvencia? ¿Existen controles eficientes sobre la cantidad y la calidad de esa información? ¿Pueden ayudar las agencias de calificación crediticia a mejorar la información de los accionistas de las sociedades cotizadas sobre su solvencia?

Este estudio intentará dar respuesta a estas preguntas en el marco de la regulación española de las sociedades anónimas cotizadas y del mercado de valores. Y, para exponer tal respuesta de la forma más clara posible, debemos empezar por recordar que el problema de la información de los accionistas sobre la solvencia de las sociedades cotizadas se presenta como una cuestión de eficiencia de la comunicación. Esto es, daremos un enfoque dinámico a la cuestión informativa. En consecuencia, examinaremos los deberes de los emisores de la información (las sociedades cotizadas) sobre su solvencia; los derechos de los receptores de aquella información, centrándonos en los accionistas de aquellas corporaciones, sin perjuicio de recordar que el mercado en general y los potenciales inversores en particular también tienen un derecho legítimo a conocer la situación de la solvencia de las sociedades cotizadas; y, la cantidad y calidad del mensaje sobre la solvencia de las sociedades cotizadas.

Por último, la constatación de la insuficiencia de los controles internos y externos de dicha información y de la dificultad de traducir la información disponible en términos homogéneos y operativos nos lleva a plantear los posibles efectos colaterales positivos de la calificación de riesgos que realizan las agencias de calificación crediticia o “rating” sobre la información de los accionistas.

II. EL MENSAJE: LA SOLVENCIA Y LA INSOLVENCIA DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS.

1. Nociones jurídicamente relevantes de la solvencia de las sociedades cotizadas.

La noción común de “solvencia” como “carencia de deudas” o, mejor, “capacidad de satisfacerlas”² se concreta, en el Ordenamiento español, a través de dos conceptos con relevancia jurídica que son:

² Diccionario de la Real Academia Española, acepciones 2 y 3 de “solvencia”.

a) Un concepto genérico de solvencia como la capacidad de un deudor (en nuestro caso, una sociedad cotizada) para cumplir regularmente sus obligaciones exigibles. Es la antítesis de la noción de insolvencia que opera como presupuesto objetivo de la declaración de concurso (art. 2 LC)³. La consecuencia jurídica de dicha solvencia es que no nace el deber del deudor de solicitar la declaración de concurso voluntario (art. 5 LC) ni la facultad de sus acreedores de instar el concurso necesario (art. 22 LC).

Este concepto genérico está relacionado con la solvencia relevante a efectos de la actividad de calificación crediticia (o “rating”) puesto que ésta se define como una opinión normalizada y expresada en términos alfanuméricos sobre la probabilidad –que se mueve entre los extremos de la imposibilidad y la certeza- de que un emisor afronte puntualmente los pagos derivados de una operación financiera⁴.

b) Un concepto específico de solvencia de las sociedades que actúan como intermediarios financieros que se expresa en forma de coeficiente y se define, en el Derecho español vigente, “como la relación existente entre los recursos propios y la suma de los activos, las posiciones y las cuentas de

³ Ver, al respecto, Sanchez-Calero Guilarte, J. “Comentarios a la Legislación Concursal”, Tomo I, Valladolid 2004, pág.102, donde, a propósito del comentario del art.2 de la LC, se ocupa de los varios significados de la insolvencia como actual o inminente. También se repara en la distinción clásica entre la insolvencia absoluta o permanente y la relativa o provisional que aparecía bajo la antigua distinción de los presupuestos de los procedimientos de la quiebra y de la suspensión de pagos.

⁴ La Comunicación de la Comisión Europea sobre las Agencias de Calificación Crediticia (2006/C 59/02, en el DOUE de 11.3.2006, C 59/2 y ss.) –de la que dimos noticia en la RDBB n.102, 2006, pág.267 y ss.- señala, en su apartado 2.1, que “las agencias de calificación crediticia emiten dictámenes sobre la solvencia de un emisor o de un instrumento financiero determinado. Es decir, evalúan la probabilidad de incumplimiento del emisor, ya sea de sus obligaciones financieras en general (calificación del emisor) o del pago de una deuda o título de renta fija en particular (calificación del instrumento)”. Cfr. el “Informe sobre el Papel y la Función de las Agencias de Calificación Crediticia en el Funcionamiento de los Mercados de Valores. Según exige la Sección 702 (b) de la Ley Sarbanes-Oxley de 2002” (“Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets. As Required by Section 702 (b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002”) elaborado por la Securities and Exchange Commission en enero de 2003 que, en su apartado II. A (pág.5), empieza diciendo que “en esencia, una calificación crediticia refleja una opinión de la agencia de calificación, a una fecha determinada, sobre la solvencia de una determinada sociedad, valor u obligación”. Sobre las “crisis empresariales y la probabilidad de insolvencia” en relación con la actividad de “rating” puede verse el estudio de Fanni, M., “Il rating quale strumento di previsione dell’insolvente: si apre un dialogo tra esperti di risk management e giuristi”, en *Assicurazioni*, 2995, n.4, pág.422 y ss.

orden sujetos a riesgo” ponderados en los términos legal y reglamentariamente previstos⁵. Esta definición de la solvencia en términos de coeficiente esta en trance de transformación y ampliación porque se considera insuficiente a la luz de los nuevos requerimientos de los recursos propios mínimos de las entidades financieras que dimanar del Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea de 2004 y de las Directivas 2006/48/CE relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y su ejercicio (refundición) y 2006/49/CE sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (refundición)⁶. Por ello, se modificará en breve la Ley 13/1985 para dar entrada a estos nuevos métodos de valorar la solvencia de los intermediarios financieros⁷.

En todo caso, este concepto específico de solvencia se adapta a los distintos tipos de intermediarios financieros para tener en cuenta sus características específicas tanto en lo que se refiere a los elementos que integran sus recursos propios como en lo que afecta a los riesgos típicos de su actividad⁸.

En definitiva, la solvencia es siempre una cualidad de un operador económico que exige un cálculo de probabilidad de que pueda cumplir las obligaciones asumidas con terceros de forma regular, esto es, a sus sucesivos vencimientos.

⁵ V. art. 6º de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros.

⁶ En este sentido, debe tenerse en cuenta el nuevo marco de regulación de la solvencia de las entidades de crédito y las empresas de inversión que se deriva de la Directiva 2006/48, CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2006 relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición) y de la Directiva 2006/49 CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2006 sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (refundición) (ambas en el DOUE L 177, de 30.6.2006).

⁷ V. el Proyecto de Ley por el que se modifica la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y otras normas del sistema financiero en el BOCCG, Congreso de los Diputados, VIII Legislatura, Serie A, 8 de junio de 2007, núm.137-1.

⁸ En el Derecho español, sobre el régimen de solvencia de las empresas de servicios de inversión, ver nuestro Manual de Derecho del Mercado de Valores, 2ª. ed, Barcelona 2003, págs. 105 y ss.; sobre el régimen de solvencia de las entidades aseguradoras, ver nuestro Manual de Derecho de Seguros y Fondos de Pensiones, Cizur Menor 2006, págs. 79 y ss.; y, sobre el régimen de insolvencia de las entidades de crédito, ver nuestro Manual de Derecho Bancario, Barcelona 2002, págs. 79 y ss.

La circunstancia de que el deudor sea una sociedad cotizada no modifica sustancialmente la noción de solvencia, si bien debe tomarse en consideración el hecho de que su acceso al mercado de valores y la cotización de sus acciones en los mercados secundarios suele incrementar sus deudas financieras y ampliar su base de deudores (por ejemplo, a resultas de la emisión de obligaciones y otros valores de renta fija que reconozcan o creen una deuda).

2. El deslizamiento de las sociedades cotizadas hacia la insolvencia.

La insolvencia de las sociedades anónimas en general y de las cotizadas en particular no suele ser un fenómeno de aparición súbita, sino un proceso de gestación paulatina que suele pasar por varias fases típicas en las que las pérdidas patrimoniales, calculadas por referencia a su cifra de capital social, obligan a adoptar una serie de medidas en defensa de los intereses de los terceros acreedores y de sus propios accionistas.

Los hitos que jalonan este “camino hacia los infiernos” son los siguientes: a) Si las pérdidas hacen que el patrimonio social descienda por debajo de las dos terceras partes de la cifra de capital y transcurre un ejercicio social sin recuperarse dicho patrimonio; los administradores deben proponer a la junta la reducción del capital para restablecer el equilibrio entre el capital y el patrimonio disminuido como consecuencia de las pérdidas. Estamos ante una reducción de capital obligatoria para las sociedades anónimas (artículo 163.1, pfo. 2º LSA) a la que los acreedores no podrán oponerse (artículo 167.1.1º LSA). Téngase en cuenta que esta reducción obligatoria de capital no se vincula a la insolvencia por la LSA. b) Si las pérdidas dejan reducido el patrimonio a una cantidad inferior a la mitad del capital social, los administradores deben convocar la junta general para que adopte el acuerdo de disolución o, en su caso, lo evite mediante el aumento o la reducción del capital en la medida suficiente (artículos 260.1.4º y 262.1 LSA). c) Si las pérdidas hacen que resulte previsible la insolvencia inminente de la compañía (art. 2.3 LC), esta podrá solicitar el concurso (art. 6.1 LC). d) Si las pérdidas causan una situación de insolvencia actual, entendiendo por tal su incapacidad para cumplir regularmente sus obligaciones exigibles (art. 2.2

LC)⁹, los administradores podrán solicitar la declaración de concurso y deberán convocar la junta general en el plazo de dos meses para que adopte el acuerdo de instar el concurso de la sociedad (arts. 262.2 y 5 LSA).

La hipótesis normal será que las situaciones descritas se den de forma escalonada y sucesiva, esto es, que el deterioro patrimonial vaya incrementándose con el tiempo. Sin embargo, también es posible que una sociedad cotizada se vea inmersa en una situación de insolvencia actual o inminente sin que su patrimonio descienda por debajo de su cifra de capital¹⁰.

III. LOS EMISORES Y LOS RECEPTORES DEL MENSAJE DE LA SOLVENCIA: EN PARTICULAR, EL DERECHO DE INFORMACIÓN DE LOS ACCIONISTAS SOBRE LA SOLVENCIA DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS.

1. El interés legítimo de los accionistas de las sociedades cotizadas por conocer su estado de solvencia.

⁹ A estos efectos, téngase en cuenta que se presume que está en situación de insolvencia aquella empresa que esté en las siguientes situaciones (artículo 2.4 LC): “1º El sobreseimiento general en el pago corriente de las obligaciones del deudor. 2º La existencia de embargos por ejecuciones pendientes que afecten de una manera general al patrimonio del deudor. 3º El alzamiento o la liquidación apresurada o ruinosa de sus bienes por el deudor. 4º El incumplimiento generalizado de obligaciones de alguna de las clases siguientes: las de pago de obligaciones tributarias exigibles durante los tres meses anteriores a la solicitud de concurso; las de pago de cuotas de la Seguridad Social, y demás conceptos de recaudación conjunta durante el mismo período; las de pago de salarios e indemnizaciones y demás retribuciones derivadas de las relaciones de trabajo correspondientes a las tres últimas mensualidades.”

¹⁰ A estas hipótesis se refiere Alcocer Garau, G., “El ámbito de responsabilidad de los administradores en los nuevos artículos 262.5 de la Ley de Sociedades Anónimas y 105.5 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada”, en la RdS nº 26, 2006, págs. 88 y ss. Sobre “la relación entre el concurso y la situación de pérdidas patrimoniales graves como causa disolutiva en la sociedad anónima” puede verse en el estudio de Sequeira Martín, A./Sacristán Bergia, F./Muñoz García, A., “La responsabilidad de los administradores de las sociedades anónimas en situaciones de crisis económica (la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil nº 5 de Madrid de 16 de febrero de 2006 como pretexto)”, en Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal nº 5, 2006, págs. 214 y ss. En todo caso, conviene recordar que la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo señaló que la suspensión de pagos no tenía carácter sustitutivo o equivalente a la disolución porque la primera no se orientaba a la extinción de la sociedad. Ver Rodríguez Artigas, F./Marín de la Barcena, F., “Algunas cuestiones sobre la responsabilidad de los administradores de sociedad anónima por no promoción de la disolución en caso de pérdidas (art. 262 LSA). STS Sala 1ª de 16 de diciembre de 2004”, RdS nº 24, 2005, págs. 295 y ss.

Resulta incuestionable que los accionistas de las sociedades cotizadas tienen un interés legítimo en conocer el estado de la solvencia de las mismas porque la insolvencia conducirá al concurso y el concurso a la pérdida de su inversión y a la postergación de sus derechos como accionistas y de los créditos que puedan ostentar, simultáneamente, por otros conceptos (por ejemplo, titulares de valores de renta fija). Es más, dicho interés legítimo se extiende a los accionistas de las sociedades que formen parte del mismo grupo de la sociedad cotizada porque tanto sobre aquellas sociedades como sobre sus socios se extenderán los efectos dañosos de la calificación de los eventuales créditos que tuvieran contra la sociedad cotizada como créditos subordinados como consecuencia de su calificación como personas especialmente relacionadas con la sociedad concursada (arts. 92.5º y 93.2.3º LC).

Antes de exponer los concretos mecanismos de detección de la insolvencia actual o inminente de las sociedades cotizadas, conviene hacer dos reflexiones de tipo general:

a) En primer lugar, la ignorancia de los accionistas de una sociedad cotizada sobre su verdadero estado de solvencia no suele ser un problema tanto de la cantidad de información disponible, como de la claridad con la que dicha información da las oportunas señales de alarma. En efecto, comprobaremos cómo nuestro Ordenamiento garantiza un volumen notable de información que, directa o indirectamente, permite que un accionista de una sociedad cotizada esté razonablemente informado de su estado de solvencia. El problema no reside, a nuestro juicio, tanto en la cantidad de información disponible sino en la calidad de dicha información en el sentido de que una información sobre-abundante oculte los síntomas de un deslizamiento hacia la insolvencia. Por ello, resultan especialmente recomendables las disposiciones que se dirigen a una transparencia informativa sustancial¹¹.

¹¹ En este sentido, la Norma Segunda de la Circular 1/2004, de 17 de marzo de la CNMV sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas establece que toda la información que se incluya en dicho informe y en la página Web de las sociedades anónimas cotizadas "debe ajustarse al principio de transparencia, lo que implica que la información ha de ser clara, íntegra, correcta y veraz, sin que pueda incluirse información que por ser sesgada, abarcar un espacio temporal insuficiente, no ser contrastable, no

b) La segunda reflexión de carácter general que nos parece oportuno realizar versa sobre los eventuales efectos “simpáticos” que puede tener la publicidad de las señales de alarma sobre la solvencia de las sociedades cotizadas. Nos referimos, en concreto, a los efectos de aceleración de la insolvencia que pueden tener una convocatoria de una junta general en cuyo orden del día se incluya la eventual adopción de un acuerdo de disolución por consecuencia de las pérdidas o la publicación de un hecho relevante que advierta sobre una insolvencia actual o inminente. Es manifiesto que tales hechos provocarían efectos tanto respecto de los acreedores de la sociedad cotizada, que instarían el vencimiento anticipado de sus créditos, cuando el contrato lo permita; como respecto de sus accionistas, que se apresurarían a vender sus acciones con la consiguiente caída de su cotización. Ante estos casos paradigmáticos de “profecías de insolvencia que se cumplen a sí mismas”, es claro que nuestro sistema jurídico opta por la transparencia inmediata de la insolvencia actual o inminente de la sociedad cotizada, que es coherente, por otra parte, con la solución conservativa que inspira la Ley Concursal porque no olvidemos que las posibilidades de un convenio –como solución normal del concurso (apartado VI, exposición de motivos de la LC)- aumentan en proporción a la pronta detección de la insolvencia de la sociedad.

2. Los mecanismos de información sobre la solvencia en los diversos tipos de sociedades: los sistemas de detección de las “señales de alarma”.

Para satisfacer el interés legítimo de los accionistas de las sociedades cotizadas por conocer su solvencia, el Ordenamiento español establece dos tipos de mecanismos –mecanismos genéricos de información sobre los documentos contables y mecanismos específicos de información sobre la solvencia- que operan en función de las clases de sociedades a las que se refieren; de forma que existe una secuencia de mecanismos. Veremos cómo

incluir las oportunas advertencias o por cualquier otro motivo, pueda inducir a error o confusión o no permita al inversor hacerse un juicio fundado de la entidad”. Según veremos, dado que el informe citado debe incluir referencias al control de riesgo de solvencia, este principio general de transparencia debe extenderse a la información sobre la solvencia de la sociedad cotizada.

dichos mecanismos se integran de manera sucesiva de tal manera que los accionistas de una sociedad anónima cotizada dispondrán de los sistemas de detección de solvencia comunes a toda sociedad anónima y de los específicos de las sociedades cotizadas; a los que se añadirán, en su caso, los propios de los intermediarios financieros cuando la sociedad cotizada en cuestión sea entidad de crédito, empresa de servicios de inversión o entidad aseguradora¹².

a) La información sobre la solvencia de las sociedades anónimas en general en el marco de su junta general y, especialmente, a través de su contabilidad.

Procede empezar recordando que todo accionista de una sociedad anónima goza del amplio derecho de información que le reconoce el art. 112 de la LSA de modo tal que, mediante sus solicitudes de información escritas o verbales, anteriores o coetáneas a la junta, puede informarse del estado de solvencia de la sociedad¹³.

De forma más específica, el accionista llegará al conocimiento del estado de la solvencia de la sociedad anónima a través de su contabilidad. En este sentido, los accionistas de las sociedades anónimas en general, incluyendo las cotizadas, tienen el derecho a obtener, de forma inmediata y gratuita los documentos que han de ser sometidos a su aprobación (art. 212.2 LSA). Cuando se trata de la Junta General Ordinaria que debe aprobar, en su caso, las cuentas del ejercicio anterior y resolver sobre la aplicación del resultado (art. 95 LSA), la documentación disponible comprende las cuentas anuales, el informe de gestión y el informe de auditoría. En todos estos documentos podrá apreciarse el estado de solvencia de la sociedad cotizada y, en su caso,

¹² La intensificación de los mecanismos de información de las sociedades cotizadas es común en el Derecho comparado, tal y como lo podemos constatar por ejemplo, recientemente, en el estudio de Teller, M., "L'information des sociétés coteés et non coteés: une évolution certaine, de nouveaux risques probables", en *Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Economique*, nº.1, 2007, pág.17 y ss.

¹³ Ver Martínez Martínez, M.T., "Derecho de información del accionista e instrumentos y obligaciones de información de la sociedad", en Rodríguez Artigas, F., Fernández de la Gándara, L., Quijano González, J., Alonso Ureba, A., Velasco San Pedro, L., Esteban Velasco, G., (Dir.), "Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas, Tomo I, Madrid 2006, pág.329 y ss.

los síntomas de insolvencia actual o inminente. En primer lugar, dentro de las cuentas anuales (art. 172 LSA), en el balance, existen una serie de partidas del pasivo –como las provisiones para riesgos y gastos y los acreedores a largo y corto y largo plazo (arts. 175 y ss. LSA)- especialmente significativas para apreciar la solvencia y el riesgo de insolvencia; como también existen en la cuenta de pérdidas y ganancias (art. 189 y ss. LSA) y en la memoria, en la que se han de reseñar ciertas deudas o el importe global de las garantías comprometidas con terceros (art. 201 LSA). En segundo término, dentro del informe de gestión (art. 202 LSA), destacan igualmente, en relación con la solvencia, las menciones sobre la descripción de los principales riesgos e incertidumbres a los que se enfrenta la sociedad y su evolución previsible. Por último, también destacan, dentro del informe de auditoría, las observaciones sobre hechos que supongan un riesgo para la situación financiera de la sociedad (art. 209 LSA).

La anterior información accede no solo a los accionistas de la sociedad cotizada sino al público en general mediante el depósito de las cuentas anuales (art. 218 LSA y arts. 365 y ss. RRM).

b) La información sobre la solvencia de las sociedades cotizadas. En particular, a través de su información financiera periódica.

Si contemplamos la panoplia de mecanismos específicos de transparencia de las sociedades cotizadas, vemos cómo la información relevante sobre su solvencia –y, por lo tanto, las señales de alarma sobre su insolvencia actual o inminente- se encontrarán en tres ámbitos que son: la información financiera periódica, la publicación de sus hechos relevantes y el informe anual de gobierno corporativo. A ellos nos referimos a continuación.

En primer lugar, los accionistas de las sociedades cotizadas –y el público en general- tienen la posibilidad de conocer una información financiera más actualizada a través de la información financiera periódica que, con carácter anual, semestral y trimestral; deben hacer pública en cumplimiento de lo establecido en el art. 35 de la LMV (según su nueva redacción dada por el art.2º de la Ley 6/2007), desarrollado por la Orden Ministerial de 18 de enero

de 1991 y por la Circular 1/2005, de 1 de abril, de la CNMV por la que se modifican los modelos de información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en bolsas de valores¹⁴. En particular, la lectura de los distintos tipos de modelos de información semestral y trimestral para las sociedades cotizadas en general, para las entidades de crédito, para las sociedades de cartera y para las sociedades de seguros contenidos en los Anexos de esta Circular permite concluir que, en dichas informaciones, deberán reflejarse los eventuales síntomas de insolvencia actual o inminente tanto en los apartados que reflejan las cifras contables como en los apartados explicativos dedicados, por ejemplo, a la evolución de los negocios y a los hechos significativos y su explicación. Por otra parte, no cabe desconocer que la modificación del régimen de la información financiera periódica de las sociedades cotizadas producida por la Ley 6/2007, de 12 de abril -siguiendo los dictados armonizadores de la Directiva 2004/109/CE- pretende potenciar la transparencia en general, con efectos sobre el conocimiento público de la solvencia en particular¹⁵.

En segundo lugar, otra fuente de información pública de eventuales señales de alarma es la que procede del deber que impone el art. 82 de la LMV – desarrollado por el Capítulo II, arts. 6 a 8, del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre- a las sociedades cotizadas de comunicar a la CNMV y hacer pública toda información relevante porque es manifiesto que cualquier síntoma de insolvencia actual o inminente es una información “cuyo conocimiento puede afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y, por tanto, puede influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario”¹⁶.

¹⁴ Ver nuestra noticia sobre la Circular 1/2005 en la RDBB n.98, 2005, pág.266 y ss. y, en general, nuestro Manual de Derecho del Mercado de Valores, 2ª. ed, Barcelona 2003, págs. 69 y ss.

¹⁵ Así se observa cuando vemos que la Ley 6/2007 no sólo amplía la información financiera y de otro tipo, al reformar el art.35 de la LMV y añadir el art.35 bis a dicha LMV; sino que también se ocupa de la responsabilidad civil y administrativa derivada de la elaboración y difusión de aquella información, al añadir un nuevo art.35 ter e introducir nuevos tipos de infracciones muy graves en las letras m) y p) del art.99 de la LMV.

¹⁶ Ver Palá Laguna, R., “La obligación de información del consejo a los mercados: folletos y hechos relevantes”, en Rodríguez Artigas, F., Fernández de la Gándara, L., Quijano González, J., Alonso Ureba, A., Velasco San Pedro, L., Esteban Velasco, G., (Dir.), “Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas, Tomo I, Madrid 2006, pág.1291 y ss. Sobre el Real Decreto 1333/2005 puede verse nuestra noticia en la RDBB n.101, 2006, pág.229 y ss.

En tercer lugar, los accionistas de las sociedades cotizadas pueden acceder a información relevante sobre su solvencia a través del informe anual de gobierno corporativo, cuyo contenido mínimo incluye, entre otras menciones, la información sobre los “sistemas de control del riesgo”, según establece el apartado d) del artículo 116.4 de la LMV. Esta referencia legal genérica no tuvo un desarrollo significativo en el art. 1º.1.d) de la Orden ECO/3722/2003 que establecía que, en este apartado del informe, se debía “señalar si existen sistemas de control del riesgo relacionado con las actividades desarrolladas por la sociedad”; añadiendo que “la descripción de los sistemas de control de riesgo contendrá, al menos, la indicación de los riesgos cubiertos por el sistema, junto con la justificación de la adecuación de los sistemas de control de riesgos adoptados al perfil de riesgo de la sociedad”. Tampoco se observa una mayor concreción de los riesgos que deben ser controlados en el apartado D del Anexo I a la Circular 1/2004, de la CNMV cuando se refiere a los “sistemas de control de riesgos”¹⁷. Sin perjuicio de que documentos oficiales recientes hayan precisado los tipos de riesgos que deben ser objeto de una política de control y gestión por las sociedades cotizadas¹⁸; es lo

¹⁷ Al carácter genérico y tautológico del desarrollo reglamentario de este apartado del informe anual de gobierno corporativo se refiere Sánchez Calero, F., “Informe anual del gobierno corporativo”, en Rodríguez Artigas, F., Fernández de la Gándara, L., Quijano González, J., Alonso Ureba, A., Velasco San Pedro, L., Esteban Velasco, G., (Dir.), “Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas, Tomo I, Madrid 2006, pág.1469 y ss. En relación con lo anterior, cabe destacar que el Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas (Informe Aldama) de 8 de enero de 2003 –que estuvo en el origen de la Ley 26/2003, de Transparencia que introdujo el art. 116 den la Ley del Mercado de Valores y, con él, el informe anual de gobierno corporativo- se refería también al apartado de “sistemas de control del riesgo” en términos genéricos cuando, en su apartado II.2.1.d), señalaba que “se trata de hacer públicos los dispositivos de control para evaluar, mitigar o reducir los principales riesgos de la sociedad”. A este respecto, también interesa recordar que el Informe de la Comisión Especial para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades (Informe Olivencia) de 26 de febrero de 1998, señalaba que la información financiera periódica debía “asegurar la transparencia a la hora de transmitir a mercados e inversores la imagen sobre la actividad, los resultados y la razonabilidad en la continuidad de la compañía” (apartado 10.2).

¹⁸ Así, el Informe del Grupo Especial de Trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (Informe Conthe) de 19 de mayo de 2006, en su recomendación 48, relativa al Comité de Auditoría, señala “que la política de control y gestión de riesgos identifique al menos: los distintos tipos de riesgo (operativos, tecnológicos, financieros, legales, reputacionales, ...) a los que se enfrenta la sociedad, incluyendo entre los financieros o económicos, los pasivos contingentes y otros riesgos fuera de balance ...”.

cierto que, de los antecedentes históricos y legislativos¹⁹ y del contexto normativo²⁰ podemos deducir que los sistemas de control de riesgos que debe identificar el informe anual de gobierno corporativo han de incidir en la solvencia de la sociedad cotizada en el sentido de que el principal “siniestro” en que pueden concretarse, en última instancia, tales riesgos es la insolvencia de la sociedad cotizada. Ello implica un deber de los administradores de pronunciarse en aquel informe sobre el control de la solvencia y, por lo tanto, manifestarse sobre el riesgo de insolvencia.

c) La información sobre la solvencia de las sociedades cotizadas que sean intermediarios financieros a través de sus estados financieros específicos.

Debemos empezar por recordar que la supervisión prudencial de las entidades financieras pretende garantizar la estabilidad del sistema financiero, previniendo la aparición de crisis de aquellas entidades que forman su tejido y, dado que estas crisis afectan a su solvencia, esta noción está íntimamente vinculada a aquella supervisión. Por lo que los accionistas de las sociedades anónimas que sean intermediarios financieros (sean sociedades cotizadas o no) podrán conocer sus coeficientes de solvencia, tanto a nivel individual como consolidado mediante la lectura de los estados financieros públicos que deben elaborar conforme a su normativa especial. Además, las entidades de crédito en particular deberán publicar anualmente una “información con relevancia prudencial” que permitirá aquilatar su estado de solvencia²¹.

¹⁹ No olvidemos que el Informe Aldama de 2003 y su reflejo en la Ley 26/2003 de Transparencia nacieron de la conciencia de la globalización de los mercados financieros y de los escándalos que culminaron en la insolvencia de grandes corporaciones cotizadas.

²⁰ En este sentido, cabe destacar la relación de este apartado del informe anual de gobierno corporativo con el art. 209.1.b) de la LSA sobre las observaciones que debe hacer el informe de auditoría sobre hechos que supongan riesgos para la situación financiera de la sociedad y con la DA 19ª de la LMV que establece, entre las competencias mínimas del Comité de Auditoría, el “conocimiento del proceso de información financiera y de los sistemas de control interno de la entidad” (apartado 4.4ª). En general, sobre la relación entre la auditoría de cuentas y el concurso, ver Pulgar Ezquerra, J., “La prevención de las crisis económicas de la sociedad anónima cotizada en el marco de la auditoría de cuentas”, en Rodríguez Artigas, F., Fernández de la Gándara, L., Quijano González, J., Alonso Ureba, A., Velasco San Pedro, L., Esteban Velasco, G., (Dir.), “Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas, Tomo I, Madrid 2006, pág. 1621 y ss.

²¹ Es éste un documento previsto en el nuevo art.10º.ter de la Ley 13/1985, que prevé introducir el Proyecto de Ley por el que se modifica la Ley 13/1985 antes citado.

Junto a los anteriores mecanismos de información sobre la solvencia de los intermediarios financieros en situaciones de normalidad, debe tenerse en cuenta que las distintas legislaciones sectoriales prevén una serie de medidas preventivas que tienen como denominador común partir de situaciones de excepcional gravedad que pongan en peligro la efectividad de sus recursos propios o su estabilidad, liquidez o solvencia. Así pues, la adopción de este tipo de medidas serán otros tantos síntomas de situaciones de insolvencia actual o inminente²².

3. Los controles internos y externos sobre la información relevante para conocer la solvencia de las sociedades cotizadas.

Vistos los mecanismos de información sobre la solvencia de las sociedades cotizadas, procede considerar los controles de la cantidad y de la calidad de dicha información. Estos controles son de dos tipos:

a) Controles públicos que se aplican tanto por los Registradores Mercantiles competentes sobre los aspectos formales de la información suministrada por las sociedades cotizadas en general con ocasión del depósito de cuentas; como por las autoridades públicas de supervisión de aquellas sociedades cotizadas que tengan el estatuto jurídico de intermediarios financieros. En este último sentido, el Banco de España, la CNMV y la DGSFP controlan la suficiencia y exactitud de la información sobre la solvencia que emiten las sociedades cotizadas que sean entidades de crédito, empresas de servicios de inversión o entidades aseguradoras.

²² Nos referimos a las medidas de intervención y de sustitución de las entidades de crédito que puede adoptar el Banco de España conforme al Título III, arts. 31 a 38, de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito (Ver nuestro Manual de Derecho Bancario, Barcelona 2002, págs. 105 y ss.); las medidas análogas que puede adoptar la CNMV sobre las empresas de servicios de inversión conforme al art. 107 de la LMV (Ver nuestro Manual de Derecho del Mercado de Valores, 2ª. ed, Barcelona 2003, págs. 208 y ss.); y, a las medidas de control especial -tanto si se trata de las medidas de garantía de la solvencia futura de las entidades aseguradoras como si se trata de las medidas de control especial en sentido estricto- previstas en la Sección 4ª (arts. 38 y 39) del Capítulo II del Título II de la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, Texto Refundido aprobado por Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre (Ver nuestro Manual de Derecho de Seguros y Fondos de Pensiones, Cizur Menor 2006, págs. 121 y ss.

b) Controles privados de la información sobre la solvencia que, a su vez, pueden tener carácter interno (los administradores que vienen vinculados por deberes de información veraz y de actuación inmediata en hipótesis de insolvencia) o externo (los auditores, abogados, asesores financieros, analistas y agencias de calificación, a las que después nos referiremos).

4. Aspectos específicos de la transparencia sobre la solvencia de las sociedades cotizadas: en particular, la información privilegiada.

Hemos visto como los accionistas de las sociedades cotizadas -y el público inversor en general- tienen cauces específicos de información sobre el estado de solvencia de aquellas sociedades, que permiten una detección más precisa y temprana de cualquier síntoma de insolvencia actual o inminente. En concreto, las informaciones financieras semestrales y trimestrales y los hechos relevantes que deben hacer públicos tales sociedades constituyen informaciones relevantes a tales efectos.

Enlazando con lo anterior, conviene ahora reparar en un efecto colateral vinculado a la transparencia sobre la solvencia de las sociedades cotizadas, cual es el del riesgo de generar abusos de información privilegiada. Debamos partir de la base de que la información sobre la solvencia de una sociedad cotizada es susceptible de calificarse como información privilegiada mientras no sea pública y ello porque resulta indudable que, cuando tenga carácter concreto, se refiere directamente a un emisor de valores negociables o de instrumentos financieros y que, de ser pública, podría influir de manera apreciable sobre su cotización en el mercado (art. 81.1 LMV y art. 1 del RD 1333/2005, de 11 de noviembre, en materia de abuso de mercado). En este sentido, es indudable que una información concreta sobre una reducción apreciable de la solvencia de una sociedad cotizada provocaría una fuerte corriente vendedora de los valores emitidos y un descenso consiguiente en la cotización.

Por lo anterior, procede señalar que a todo el que disponga de una información privilegiada sobre el estado de solvencia de una sociedad cotizada (muy especialmente, si aquella información se refiere a una

insolvencia actual o inminente) le resultan aplicables los deberes de conducta omisiva establecidos en el apartado 2 del art. 81 de la LMV.

IV. LOS EVALUADORES EXTERNOS DEL MENSAJE DE LA SOLVENCIA: EN PARTICULAR, LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA.

1. La calificación de riesgos como evaluación de la solvencia de las sociedades cotizadas.

Las crisis económicas de las grandes corporaciones estadounidenses y europeas a las que nos referimos en la introducción de esta comunicación afectaron a su gobierno corporativo dejando en evidencia que los abusos de poder se sirvieron, básicamente, de una opacidad informativa sobre su verdadero estado de solvencia. Por ello, no es de extrañar que las regulaciones que nacieron para remediar aquella oscuridad, a uno y otro lado del Océano Atlántico, fijaran su atención en los denominados “garantes” (“gatekeepers”) del sistema de transparencia informativa, tanto internos como externos²³. Dentro de estos últimos, junto a los auditores, las entidades colocadoras, los abogados que intervienen en el asesoramiento de la sociedad y los analistas de inversiones; se ha venido prestando una especial atención a las agencias de calificación crediticia²⁴. Así, por ejemplo, destaca su mención en la sección 702 (b) de la Ley Sarbanes-Oxley de 2002²⁵. En particular, estas agencias tienen una especial importancia cuando

²³ Ver el estudio de Coffe Jr., J., “Fracaso y reforma del “Gatekeeper”: el reto de hacer las reformas pertinentes”, en Rodríguez Artigas, F., Fernández de la Gándara, L., Quijano González, J., Alonso Ureba, A., Velasco San Pedro, L., Esteban Velasco, G., (Dir.), “Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas, Tomo I, Madrid 2006, pág.185 y ss.

²⁴ Ver el estudio de Fernández de Araoz, A., “Reflexiones acerca del papel de los controles externos sobre el gobierno corporativo de la sociedad cotizada y en derecho preventivo de las crisis empresariales”, en Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense, “Gobierno Corporativo y Crisis Empresariales (III Seminario Harvard-Complutense de Derecho mercantil)”, Madrid 2006, pág.86 y ss. sobre “los garantes del sistema de transparencia informativa” y, en particular, pág.112 y ss. sobre “las agencias de calificación y su papel como garantes”.

²⁵ Ver el “Informe sobre el Papel y la Función de las Agencias de Calificación Crediticia en el Funcionamiento de los Mercados de Valores. Según exige la Sección 702 (b) de la Ley Sarbanes-Oxley de 2002” (“Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets. As Required by Section 702 (b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002”) elaborado por la Securities and Exchange Commission en enero de 2003. Cfr. la Comunicación de la Comisión sobre las Agencias de Calificación Crediticia

tales controles externos inciden en la transparencia informativa sobre la solvencia de las sociedades cotizadas porque tales agencias acopian información sobre aquella solvencia y la traducen en términos alfanuméricos.

Visto lo anterior, si damos un paso más en nuestro razonamiento y partimos de la base de que la calificación de riesgos siempre implica una evaluación de la solvencia del emisor de los valores, tanto de forma implícita, si se califica una concreta emisión de valores de renta fija o variable; como de forma explícita, si se califica directamente a su emisor²⁶; y añadimos que la gran mayoría de los emisores de valores son sociedades anónimas cotizadas; podemos concluir que la calificación de riesgos implica una evaluación de la solvencia de las sociedades cotizadas y su traducción en una opinión alfanumérica y que, por lo tanto, puede tener un efecto colateral positivo sobre la información de los accionistas de la sociedad cotizada calificada que dispondrán de un criterio sencillo, objetivo e independiente para calibrar dicha solvencia.

En definitiva, la calificación de riesgos que realizan las agencias de “rating” es, básicamente, una calificación de la solvencia de las sociedades cotizadas a las que se refiere. Ello se deduce de las definiciones internacionalmente admitidas de la calificación de riesgo crediticio (“credit rating”), bien como “una opinión relativa a la solvencia de una entidad, un compromiso de crédito, un valor de deuda o análogo o un emisor de tales obligaciones, expresada mediante el uso de un sistema de clasificación establecido y definido”²⁷ o, en términos más sencillos, como una manifestación de la

(2006/C 59/02) cit. cuya introducción (apartado 1) se refiere expresamente a los escándalos de Enron y de Parmalat.

²⁶ Sobre la noción de la calificación de riesgos, puede verse nuestro estudio sobre “La regulación internacional de la calificación de riesgos y de las agencias de calificación en los mercados de capitales” en la RDBB nº.100, 2005, pág.24 y ss.

²⁷ Así lo define el “Código de Fundamentos de Conducta para las Agencias de Rating Crediticio” (“Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies”) elaborado por el Comité Técnico de OICV / IOSCO en diciembre de 2004. (pág. 3). Aun cuando esta definición del Código de la OICV es la generalmente aceptada en el ámbito europeo, conviene no olvidar que se han formulado algunas críticas sobre su excesiva amplitud en el sentido de que la calificación de riesgos crediticios no constituye una previsión, sino simplemente una opinión sobre la solvencia del emisor.

probabilidad de que un emisor afronte puntualmente los pagos derivados de una obligación financiera²⁸.

Por último, es importante resaltar que tanto los Informes como los Códigos de conducta internacionales sobre las agencias de calificación crediticia inciden en dos aspectos típicos tratados en el epígrafe anterior al describir el sistema de información sobre la solvencia de las sociedades cotizadas: su deber de estar atentas a las “señales de alarma” y actualizar sus calificaciones²⁹ y de evitar abusos de la información privilegiada sobre la solvencia a la que pueden acceder³⁰.

2. Los efectos de la calificación de riesgos sobre las sociedades cotizadas y sobre sus accionistas.

La calificación de riesgos produce una serie de efectos diferenciados según sus respectivos usuarios, bien sean los emisores de valores, los inversores, los intermediarios, los reguladores, los acreedores, etc.³¹ Pues bien, vemos cómo entre tales sujetos están implicados los protagonistas del fenómeno de comunicación de la solvencia de las sociedades cotizadas al que nos venimos refiriendo en esta comunicación que son: las sociedades cotizadas como emisores y sus accionistas como inversores.

²⁸ Así se manifestaba el “Informe sobre las Actividades de las Agencias de Rating Crediticio” (“Report on the activities of Credit Rating Agencies”) elaborado por el Comité Técnico de OICV / IOSCO en septiembre de 2003 (pág. 3).

²⁹ A este deber de actualización se refiere tanto la Comunicación de la Comisión Europea sobre las Agencias de Calificación Crediticia cit. en su apartado 2.3 como el “Código de Fundamentos de Conducta para las Agencias de Rating Crediticio” de IOSCO de diciembre de 2004 cit. en su apartado B.19.c.

³⁰ Así vemos cómo la Comunicación de la Comisión Europea sobre las Agencias de Calificación Crediticia (2006/C 59/02) cit. se refiere, a su apartado 3, dentro de la “normativa pertinente”, a la Directiva sobre Abuso de Mercado (DAM) y, en especial, a la necesidad de evitar abusos de información privilegiada con ocasión de la calificación de riesgos. También podemos ver como el “Código de Fundamentos de Conducta para las Agencias de Rating Crediticio” de IOSCO de diciembre de 2004 cit. incide en aspectos tales como la actualización de la información disponible y el tratamiento de la información confidencial.

³¹ Sobre tales efectos puede verse nuestro trabajo citado en la RDBB nº.100, 2005, pág.30 y ss.

a) Los efectos de la calificación de riesgos sobre las sociedades cotizadas como emisores y, en su caso, como intermediarios financieros.

En general, los emisores –y, dentro de ellos, las sociedades cotizadas- son los principales beneficiarios de las calificaciones de riesgos porque estas les permiten reducir el coste de financiación ya que los inversores, al contar con una garantía informativa adicional, tienen a reducir sus exigencias de rentabilidad. Esta ventaja que obtienen los emisores les lleva a asumir, por regla general, el pago de las calificaciones y, además, conlleva una carga informativa respecto de las agencias de calificación a las que deben desvelar cuanta información resulte precisa para que puedan realizar su calificación de forma adecuada³².

En la práctica internacional, algunas regulaciones establecen la necesidad de que los servicios que prestan las instituciones calificadoras se consignen en contratos de calificación con las emisoras respectivas, señalando el contenido mínimo de los mismos (particularmente, las obligaciones de los emisores de proporcionar a las calificadoras cuanta información sea relevante para estar en condiciones de otorgar una calificación adecuada o la exoneración de responsabilidad de las calificadoras por la revisión periódica de sus calificaciones, al alza o a la baja). En relación con lo anterior, también se establece la obligación de los emisores de proporcionar la información precisa a las calificadoras y el arbitraje de la autoridad supervisora ante las eventuales quejas de las emisoras sobre exigencias de información excesivas por parte de las calificadoras.

A lo anterior cabe añadir que, cuando la sociedad cotizada sea una entidad de crédito, podrá utilizar las calificaciones externas de crédito con fines de

³² En la práctica internacional, los Códigos de Conducta de las principales ACCs prestan una atención especial a estos deberes informativos de los emisores y, así, el “Fitch Ratings Code of Conduct” señala, en su apartado 3, “lo que Fitch espera de los emisores”, haciendo referencia a que tales expectativas inciden en la participación de los emisores en el proceso de calificación y el suministro de toda la información relevante para evaluar el riesgo de tal emisor o de sus valores, información que debe ser oportuna, adecuada y completa en todos sus aspectos y que debe extenderse a la respuesta rápida a cuentas cuestiones se le formulen.

acreditar el cumplimiento por su parte de las exigencias de recursos propios, siempre que la empresa o agencia sea autorizada por el Banco de España³³.

b) Los efectos de la calificación de riesgos sobre los accionistas de las sociedades cotizadas como inversores.

Si partimos del dato de que los accionistas de las grandes corporaciones cotizadas se conducen, principalmente, como inversores y añadimos que los inversores en valores son los principales destinatarios de las calificaciones, podemos concluir que los accionistas son destinatarios cualificados de las calificaciones crediticias. Si bien conviene distinguir los efectos diferenciados según se trate de inversores en valores de renta fija, que suelen utilizar las calificaciones como criterio de contraste de sus propios análisis; o inversores en valores de renta variable, que pueden utilizar las calificaciones para evaluar el riesgo de insolvencia de un emisor a la vista de una multiplicidad de factores concurrentes.

Dentro de los accionistas de las sociedades cotizadas, los inversores institucionales ocupan una posición preferente como usuarios de las calificaciones porque los gestores de sociedades o fondos de inversión, fondos de pensiones o compañías de seguros suelen utilizar las calificaciones para ratificar o rechazar las opiniones de sus propios analistas, además de la utilidad de dichas calificaciones para determinar el cumplimiento de sus propias restricciones o políticas internas de inversión o de las exigencias regulatorias. Lo anterior sugiere algunas reflexiones sobre los efectos que las calificaciones de riesgos tienen en el ahorro de costes de análisis de los inversores institucionales y, especialmente, en el incremento de la seguridad de sus decisiones de inversión, reduciendo en cierta medida la responsabilidad de sus gestores por dichas decisiones, con el riesgo de intentar desplazar parte de aquella responsabilidad hacia las agencias de calificación en cuyas opiniones se basaron.

³³ Es ésta una posibilidad que prevé el apartado segundo del art.6º. de la Ley 13/1985, en la nueva redacción prevista por el Proyecto de Ley por el que se modifica la Ley 13/1985 antes citado.

c) El riesgo de conflicto de interés de las agencias de calificación.

Acabamos de ver cómo las agencias de calificación se sitúan –a efectos de evaluación de solvencia- entre las sociedades cotizadas y sus accionistas y este dato de “servir a dos señores” puede provocar situaciones de conflicto de interés. En efecto, existe un riesgo sistémico, para las agencias, de verse inmersas en un conflicto entre los intereses de los emisores y de los inversores³⁴.

V. CONCLUSIONES.

1ª. Las gravísimas crisis económicas que padecieron grandes corporaciones cotizadas, a finales del pasado siglo XX y principios del presente siglo XXI, tanto en los EEUU (por ejemplo, Enron) como en Europa (por ejemplo, Parmalat) mostraron la necesidad de que sus accionistas en particular y el público inversor en general dispongan de una información adecuada sobre su estado de solvencia.

2ª. La información sobre la solvencia de las sociedades cotizadas, para ser adecuada, debe cumplir las siguientes características: primero, ser completa y clara en cuanto a su contenido, para evitar interpretaciones equívocas; segundo, ser oportuna en el tiempo, para evitar la manifestación súbita de situaciones de insolvencia que impidan adoptar las medidas preventivas; y tercero, ser igualitaria en su difusión, para evitar abusos de información privilegiada.

³⁴ De ahí que las principales ACCs, en sus páginas web, se refieran a la “delgada línea que discurre entre la protección de los intereses de los inversores y la actuación bienintencionada con los emisores” (página web de Moodys, en su apartado “Understanding Risk”). En tal sentido, se constata un desplazamiento histórico de los remuneradores de las calificaciones de riesgos de modo tal que, a principios del pasado siglo XX, quienes remuneraban las calificaciones de los bonos emitidos por las compañías de ferrocarriles eran los principales interesados en la independencia de las agencias, los inversores; mientras que, en la actualidad, las calificaciones se pagan, fundamentalmente, por los emisores de los valores calificados, quienes pueden preferir una calificación favorable aun cuando no sea totalmente objetiva.

3ª. La solvencia de las sociedades cotizadas consiste en la probabilidad de que las mismas cumplan regularmente las obligaciones que tienen asumidas con sus acreedores; probabilidad que, en determinados casos (las sociedades cotizadas que actúen como intermediarios financieros), se calcula como un coeficiente entre sus recursos propios y los riesgos típicos de su actividad.

4ª. Los accionistas de las sociedades cotizadas disponen de tres tipos de instrumentos informativos que inciden en su solvencia: instrumentos comunes a todas las sociedades anónimas, como son las cuentas anuales, el informe de gestión y el informe de auditoría; instrumentos especiales de las sociedades anónimas cotizadas, como son los informes financieros periódicos, los hechos relevantes y el informe anual de gobierno corporativo; e instrumentos específicos de las sociedades cotizadas que actúan como intermediarios financieros.

5ª. La fiabilidad de la información disponible sobre la solvencia de las sociedades cotizadas exige que se someta a controles internos y externos. Entre estos últimos destaca la calificación de riesgos por su incidencia específica sobre la solvencia de las sociedades calificadas y por el efecto colateral positivo para la información de sus accionistas sobre dicha solvencia.