

Las firmas calificadoras de riesgo disciplinan a los gobiernos

Tenga en cuenta

Los documentos son de carácter informativo y académicos, las opiniones y posibles errores son responsabilidad exclusiva del autor y sus contenidos no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Autores y/o editores Giraldo-Giraldo, César Augusto Kevin Güiza Molina

Bogotá, marzo de 2026.

Fecha de publicación Jueves, 5 de marzo 2026

(*Las opiniones expresadas en esta intervención no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva. Son a título personal del codirector César Giraldo y de Kevin Güiza Molina pasante de la Universidad Nacional de Colombia)

Introducción

Existen tres grandes firmas calificadoras de riesgo en el mundo, conocidas como las “*Big Three*”, las cuales son organismos privados cuyo papel es informar a los inversionistas financieros sobre la probabilidad recuperar su inversión. No sólo califican empresas sino también gobiernos.¹ Para el caso del gobierno colombiano, una de ellas, *Moody's*, mantiene el país en el grado de inversión, mientras que *Standard & Poor's* (S&P) y *Fitch Ratings* lo ubican en “grado especulativo”.²

Que dos de las tres principales agencias clasifiquen la deuda colombiana como especulativa implica que numerosos fondos internacionales —por restricciones regulatorias o estatutarias— no puedan invertir en dichos títulos o deban limitar su exposición³. Esto tiende a elevar las tasas de interés que el país debe pagar por su endeudamiento (Kaminsky & Schmukler, 2002; Ferri et al., 1999). En el caso colombiano las agencias han fundamentado sus decisiones en el deterioro de los indicadores fiscales.

Surge entonces una pregunta fundamental: ¿hasta dónde firmas privadas tienen la potestad de calificar países e influir en sus políticas económicas? Ese poder no proviene de un mandato democrático ni de un acuerdo entre Estados, sino de la evolución histórica de agencias creadas originalmente para evaluar riesgos en transacciones entre agentes privados y que, con el tiempo, adquirieron un rol central en calificar la política macroeconómica y fiscal de los países (Partnoy, 1999; White, 2010).

En Colombia, quienes pagan por calificaciones son quienes emiten deudas privadas (bancos, corporaciones y otras entidades financieras o empresariales) que desean acceder a mercados de capital. Allí opera con claridad el modelo predominante del sector: el *issuer-pays*, en el cual el emisor del instrumento de deuda (por ejemplo, un banco que emite bonos o una empresa que emite deuda) financia su propia evaluación crediticia (White, 2010). Se trata de una relación contractual entre partes privadas. Los inversionistas financieros, en general, no pagan directamente por esas calificaciones: las consumen como insumo para sus decisiones de dónde invertir sus recursos y a quién prestarle fondos.

En el caso de la calificación de los Estados Soberanos, sin embargo, el esquema es más complejo. Las calificaciones no son solicitadas (*unsolicited*), sino que son emitidas unilateralmente por la agencia con base en información pública (Ferri et al., 1999). El soberano es evaluado, con o sin su consentimiento, y esa evaluación tiene efectos inmediatos en los mercados.

Esta característica introduce un elemento decisivo: la calificación soberana no es simplemente un servicio comercial, sino un dispositivo insertado en una arquitectura financiera que tiene efectos automáticos. Las agencias no poseen poder coercitivo formal ni responsabilidad política directa, pero sus decisiones influyen en el costo del financiamiento soberano y, por esa vía, en el margen de maniobra de la política fiscal, monetaria y social (Kaminsky & Schmukler, 2002). El poder que ejercen no es jurídico, sino político.

Este artículo, en primer lugar, mostrará el origen histórico de las agencias calificadoras y su tránsito desde un papel de operar entre agentes privados, hacia el rol de dar calificaciones no solicitadas sobre los Estados, donde la calificación termina siendo una opinión política que amplifica las fragilidades económicas. En segundo lugar, se presenta evidencia histórica (subprime 2008 y Eurozona 2010–2012) que muestra cómo ante las fallas sistémicas que inducen las calificadoras, surgieron respuestas institucionales (caso UE/ESMA)⁴ que, sin embargo, no desactivan por completo el poder estructural de oligopolio que ejercen (White, 2010), este es el tercer punto. Finalmente, en cuarto lugar, se señala que las calificadoras son la expresión de instituciones privadas que tienen el poder de imponerle al Estado decisiones políticas, en este caso en beneficio de los rentistas financieros.

1. De Calificar Empresas Privadas a Calificar Estados

Las calificadoras surgieron con la expansión ferroviaria estadounidense a finales del siglo XIX. Su función inicial era reducir asimetrías de información entre emisores privados e inversionistas dispersos (White, 2010). Bajo el modelo original *investor-pays*, vendían reportes financieros a quienes deseaban evaluar el riesgo de impago.

Con el tiempo, dos transformaciones alteraron su posición:

- Regulación posterior a la Gran Depresión. La regulación financiera comenzó a usar las calificaciones como referencia normativa para restringir inversiones institucionales en activos considerados riesgosos.⁵ Así, la calificación dejó de ser solo “información” y comenzó a operar como un insumo con efectos cuasi-regulatorios.
- Digitalización, reproducción barata de información y crisis del modelo *investor-pays* (desde los años setenta).

Bajo *investor-pays*, las agencias vendían informes impresos a inversionistas que pagaban por acceder a información relativamente exclusiva sobre la solvencia de emisores. Sin embargo, a medida que copiar y redistribuir información se volvió barato y sencillo, surgió el problema del *free-riding* (polizón): un inversionista podía pagar por el informe y luego compartirlo con otros sin que la agencia recibiera compensación adicional. En términos económicos, la información crediticia empezó a comportarse como un bien casi público: una vez producida, su costo marginal de reproducción tendía a cero y era difícil excluir a terceros de su uso. Esto erosionó la viabilidad financiera del modelo *investor-pays*.

Ante esa pérdida de control sobre la exclusividad del producto, las agencias reorientaron su cobro hacia quien tenía un incentivo directo y urgente en la existencia pública de la calificación: el emisor que deseaba acceder al mercado de capitales. Así se consolidó el modelo *issuer-pays* (White, 2010), en el cual la entidad que busca emitir deuda paga por ser evaluada. Este cambio resolvió el problema de financiamiento de la información, pero introdujo un dilema: la agencia pasó a depender económicamente de la entidad que debía evaluar con independencia (Partnoy, 1999). En el sector privado, ello crea un conflicto de incentivos: quien paga por la calificación tiene interés en obtener una evaluación favorable.

Sin embargo, cuando las agencias comenzaron a calificar a los Estados emitieron calificaciones no solicitadas (*unsolicited*) que se transmitían automáticamente a los tenedores de la deuda pública (Ferri et al., 1999). Esto introduce una asimetría estructural: el soberano no puede sustraerse del sistema porque la evaluación se producirá de todos modos y esa información será tenida en cuenta por los compradores de bonos de deuda pública. En el caso de los inversionistas institucionales, tales como fondos de pensiones, aseguradoras, u otros Estados (fondos soberanos), la evaluación se convierte en mandatorio para dichos organismos porque están

sujetos a regulaciones prudenciales y mandatos internos que convierte la calificación en un requisito de elegibilidad.⁶ Este tipo de fondos solo puede invertir en activos que cumplan umbrales mínimos definidos por las *Big Three*.

2. Evidencia Histórica: las Crisis del *Subprime* y de la Eurozona

El caso paradigmático del fallo estructural asociado al negocio de las calificadoras fue la Crisis Financiera Global de 2008: una catástrofe social y económica que evolucionó de un problema sectorial a un colapso de derivados complejos distribuidos por Europa y Asia. El proceso contó con el aval implícito de las agencias: sacrificaron independencia técnica en favor de rentabilidad, utilizaron modelos indulgentes y eludieron responsabilidades antes y después del estallido.⁷

Tras la explosión de la burbuja tecnológica (la crisis del puntocom), la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo tasas excepcionalmente bajas a comienzos de los años 2000. El crédito se abarató y la generación hipotecaria se expandió con agresividad. En ese entorno, numerosos bancos estadounidenses concedieron préstamos a hogares con baja capacidad de pago —las hipotecas *subprime*— que en condiciones normales habrían sido considerados de alto riesgo.

El punto decisivo no fue solo la magnitud del crédito, sino su tratamiento. Las hipotecas dejaron de permanecer en el balance de los bancos originadores. En lugar de esperar durante veinte o treinta años el pago mensual de los deudores, las entidades financieras vendían esos préstamos a un vehículo especial —una entidad jurídica separada creada únicamente para esta operación— que los agrupaba en grandes “*pools*” o carteras. Ese vehículo emitía entonces títulos financieros respaldados por los flujos futuros de esas hipotecas: los llamados *Mortgage-Backed Securities* (MBS).

El proceso funcionaba así: cientos o miles de préstamos individuales, con distintos perfiles de riesgo y localización geográfica, se empaquetaban en un fondo común. Los pagos mensuales de capital e intereses realizados por los hogares alimentaban ese fondo, y a partir de él se estructuraban valores negociables que se vendían a inversionistas institucionales. Estos títulos prometían a sus compradores recibir una porción de esos flujos futuros. En la práctica, el crédito hipotecario —una relación bilateral entre banco y deudor— se transformaba en un activo financiero transable en los mercados globales.⁸

Estos títulos se percibían como seguros por estar “respaldados” por vivienda. Si un deudor incumplía, el inmueble podía ejecutarse. Además, la apreciación sostenida de los precios reforzaba la ilusión de un colateral creciente. Bajo esa premisa, incluso deudores frágiles parecían cubiertos. La vulnerabilidad residía en que todo el esquema dependía de que el precio de la vivienda continuara ascendiendo y de que los ingresos familiares sostuvieran cuotas cada vez mayores.

Para volver estos instrumentos más atractivos, los MBS se dividían en “tramos” (*tranches*) con distintos niveles de prioridad en el cobro: los tramos superiores cobraban primero y se consideraban más seguros; los inferiores absorbían primero las pérdidas. Posteriormente, muchos tramos —incluidos los más riesgosos— fueron reempaquetados en instrumentos aún más complejos llamados *Collateralized Debt Obligations* (CDO). A su vez, se expandieron contratos de aseguramiento contra el impago, conocidos como *Credit Default Swaps* (CDS).⁹

En apariencia, el riesgo se diversificaba; en realidad, se diseminaba globalmente. Se asumía que las caídas inmobiliarias serían locales y poco correlacionadas. Cuando el mercado giró a la baja de forma sincronizada, el valor del colateral cayó en bloque y la supuesta cobertura se transformó en canal de contagio sistémico. Hogares altamente endeudados, activos sobrevalorados y precios descendentes convirtieron la seguridad teórica en inestabilidad generalizada.

El desplome reveló fallas metodológicas severas: impagos tratados como eventos independientes, correlaciones sistémicas subestimadas y pruebas de estrés complacientes. Ante litigios, las agencias defendieron sus notas como meras “opiniones”.¹⁰ Sin embargo, en un sistema donde umbrales de rating activan reglas prudenciales y mandatos de inversión (BCBS, 2006), esa distinción pierde sustancia operativa.

Ya en 2002 se había evidenciado el poder disciplinario de estas entidades: cuando el estado de Georgia intentó restringir préstamos abusivos, S&P advirtió que penalizaría la calificación de hipotecas originadas allí, contribuyendo al retiro de la norma.¹¹ El episodio mostró la articulación entre expansión crediticia, señalización privada y efectos regulatorios de facto.

Cuando en 2007–2008 se generalizaron los impagos, las agencias corrigieron abruptamente sus notas. Activos previamente considerados de máxima calidad sufrieron rebajas drásticas en semanas. El ajuste tardío amplificó pérdidas en Estados Unidos y golpeó a bancos europeos que habían acumulado MBS y CDO confiando en su supuesta seguridad. Un error de modelación privada se convirtió en crisis transatlántica de solvencia.

El descrédito posterior impulsó un viraje metodológico: tras haber sido complacientes en la fase expansiva, endurecieron criterios en un contexto ya recesivo. Ese giro coincidió con el deterioro fiscal europeo derivado de rescates bancarios y contracción económica.¹² El colapso amplificado por la sobre calificación privada terminó tensionando las cuentas públicas de la Eurozona.

En ese nuevo contexto, cuando comenzaron a aflorar los problemas fiscales en Europa tras la crisis financiera global —particularmente a partir de la revelación del verdadero déficit griego en 2009— las agencias adoptaron una postura más severa frente al riesgo soberano. Las rebajas de calificación a países como Grecia, Portugal, España e Italia no fueron meramente descriptivas: activaron reglas automáticas en los portafolios de inversionistas institucionales, elevaron los spreads y encarecieron el financiamiento en un momento de extrema fragilidad macroeconómica. En la arquitectura incompleta de la Eurozona —donde los Estados emitían deuda en una moneda que no controlaban y sin un prestamista de última instancia plenamente comprometido— estos movimientos tuvieron efectos particularmente desestabilizadores (De Grauwe, 2011).

Se produjo así una transición estructural entre ambas crisis. La sobrevaloración del colateral inmobiliario dio paso a una reacción severa frente a la deuda soberana en un entorno macroeconómico frágil. El foco dejó de ser la calidad de instrumentos complejos para centrarse en la sostenibilidad fiscal de Estados que absorbían pérdidas bancarias en recesión. La conducta de las calificadoras contribuyó a trasladar un choque financiero privado estadounidense hacia una crisis de deuda soberana en una arquitectura monetaria incompleta.

Un error conceptual adicional consistió en evaluar deuda soberana con criterios análogos a la deuda corporativa. En empresas, el análisis gira en torno a flujos de caja y posibilidad de quiebra. En Estados emisores de moneda propia, la intervención es sobre la capacidad tributaria, la estructura institucional y el mercado doméstico de valores. La autonomía del banco central implica que no financia automáticamente al Ejecutivo; su papel principal es preservar liquidez y sistema de pagos. La variable crítica es la existencia —o ausencia— de un respaldo creíble frente al pánico.

Durante la fase más aguda de la crisis (2010–2012), países como España e Italia experimentaron aumentos abruptos en sus primas de riesgo que no pueden explicarse únicamente por un deterioro estructural de sus cuentas fiscales.¹³ A diferencia de Grecia —cuyo desequilibrio presupuestario y nivel de deuda sí planteaban un problema de solvencia—, en el caso español e italiano predominó un problema de liquidez agravado por la arquitectura institucional de la unión monetaria.

En ese momento, la eurozona carecía de un *backstop* explícito, es decir, de una garantía clara y creíble por parte del Banco Central Europeo de actuar como prestamista de última instancia para los Estados miembros. Un *backstop* no implica financiar permanentemente a los gobiernos, sino asegurar que, ante episodios de pánico o

retiro masivo de financiamiento privado, exista una autoridad con capacidad ilimitada de liquidez que impida que un aumento transitorio de tasas se transforme en una espiral de insolvencia auto-cumplida. La ausencia inicial de ese respaldo institucional permitió que tensiones de mercado se amplificaran, elevando los costos de financiamiento a niveles que podían volver insostenible una deuda que, en condiciones normales, era manejable (De Grauwe, 2011).

El punto de inflexión llegó el 26 de julio de 2012, cuando Mario Draghi, entonces presidente del Banco Central Europeo, afirmó que haría “lo que fuera necesario” para preservar el euro.¹⁴ Poco después se anunció el programa *Outright Monetary Transactions* (OMT), que habilitaba compras condicionadas de deuda soberana en el mercado secundario¹⁵. Las primas descendieron de forma significativa sin cambios fiscales inmediatos equivalentes (De Grauwe, 2011). El mero establecimiento de un respaldo creíble alteró expectativas y rompió el equilibrio de pánico. El episodio demuestra que los spreads soberanos dependen tanto de fundamentos como de arquitectura institucional y coordinación de expectativas; y que, en ausencia de un ancla creíble, las rebajas crediticias pueden amplificar dinámicas de mercado que exceden la insolvencia estructural.

3. La Respuesta Regulatoria Europea

La profundidad de la recesión y la evidencia de que las rebajas soberanas habían amplificado la crisis llevaron a la Unión Europea a replantear el estatus casi “intocable” de las agencias calificadoras. Hasta 2008, estas operaban bajo un régimen de supervisión fragmentada: no existía una autoridad supranacional dedicada a vigilar metodologías, conflictos de interés o consistencia técnica. Eran actores privados con efectos públicos, pero sin control europeo centralizado.

El primer paso fue el Reglamento (CE) n.º 1060/2009, conocido como el “*CRA Regulation*”, adoptado tras la crisis financiera global y antes del pico de la crisis soberana. Este reglamento estableció, por primera vez, un marco común europeo para las agencias. Su objetivo no fue eliminar su influencia, sino disciplinarla. Se buscó:

- Reducir conflictos de interés. Se impusieron restricciones a relaciones comerciales entre agencias y entidades calificadas, mayor separación entre actividades de asesoría y calificación, y reglas para mitigar incentivos problemáticos asociados al modelo *issuer-pays* (European Parliament & Council, 2009).
- Elevar transparencia metodológica. Se obligó a publicar metodologías, supuestos y modelos de riesgo, así como a justificar cambios en criterios (European Parliament & Council, 2009). El propósito fue transformar una “opinión opaca” en una evaluación más escrutable.
- Limitar el efecto sorpresa en calificaciones soberanas. Durante la crisis del euro, rebajas abruptas publicadas en momentos de alta volatilidad intensificaban el pánico. Las reformas posteriores —en particular el Reglamento (UE) n.º 462/2013— introdujeron calendarios preanunciados para calificaciones soberanas (máximo tres revisiones al año, salvo circunstancias excepcionales) y exigencias sobre condiciones de publicación, con el fin de reducir impactos desestabilizadores.

El cambio institucional más relevante fue la consolidación de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), operativa desde 2011 como parte del Sistema Europeo de Supervisión Financiera.¹⁶ Desde entonces, la ESMA asumió la competencia exclusiva para registrar, autorizar y supervisar a las agencias que operan dentro de la UE. Esto fue crucial porque: (i) centralizó la supervisión, (ii) otorgó facultades sancionatorias, y (iii) estableció que solo agencias registradas podían emitir calificaciones utilizables para fines regulatorios en la Unión.

En términos de economía política, la UE reconoció que las agencias se habían convertido en actores sistémicos cuya influencia trascendía la relación contractual privada. Al someterlas a supervisión supranacional, buscó

reequilibrar la relación entre poder financiero privado y soberanía pública. Sin embargo, estas reformas no alteraron la estructura oligopólica global: las Big Three continuaron dominando la provisión de calificaciones internacionales (White, 2010). La regulación mejoró transparencia y mitigó ciertos abusos, pero no eliminó el poder estructural derivado de la dependencia global a sus evaluaciones.

Conclusión: el Poder del Capital Financiero

El fenómeno descrito no puede entenderse únicamente como una falla técnica del mercado de información crediticia. Se trata de una manifestación específica de lo que Susan Strange denominó poder estructural: la capacidad de ciertos actores no simplemente para influir en decisiones, sino para moldear las reglas, los incentivos y el marco dentro del cual otros actores toman decisiones (Strange, 1988).

Para Strange, el poder estructural se ejerce cuando un actor determina las condiciones bajo las cuales otros deben operar. En el sistema financiero internacional, este poder no reside exclusivamente en los Estados, sino también en los mercados y en las instituciones privadas que articulan esos mercados. Las agencias calificadoras encarnan una forma particular de ese poder: no imponen decisiones, pero configuran los costos de las decisiones.

En este sentido, su influencia no es coercitiva en sentido jurídico, sino disciplinaria en sentido estructural. No obligan a un gobierno a modificar su política fiscal; sin embargo, pueden alterar las condiciones de financiamiento de tal manera que el margen de acción se estrecha drásticamente. La disciplina no proviene de una orden directa, sino de la reacción anticipada de los mercados frente a una evaluación negativa (Ferri Ferri et al., 1999; Kaminsky & Schmukler, 2002).

Stephen Gill ha descrito esta dinámica como parte de un “nuevo constitucionalismo” financiero, en el cual reglas de disciplina macroeconómica quedan parcialmente sustraídas del debate democrático y se inscriben en arreglos institucionales que privilegian la estabilidad financiera y la confianza del capital internacional (Gill, 1998). En este marco, la calificación crediticia opera como un mecanismo de validación externa de la conducta macroeconómica de los Estados.

La arquitectura regulatoria global refuerza este poder estructural. Cuando marcos prudenciales incorporan calificaciones como referencia normativa (BCBS, 2006), cuando fondos institucionales establecen umbrales automáticos de elegibilidad basados en ratings, y cuando los mercados reaccionan sincronizadamente ante degradaciones (ECB, 2011), la opinión privada se transforma en un punto nodal del sistema.

Lo crucial es que este poder estructural es asimétrico. Los Estados emisores de monedas de reserva —con bancos centrales capaces de estabilizar expectativas en un plano global— pueden amortiguar en mayor medida los efectos disciplinarios (De Grauwe, 2011). Los Estados periféricos, dependientes del financiamiento externo y sin moneda de reserva, enfrentan una exposición mayor. Desde esta perspectiva, la calificación soberana no es solo un diagnóstico técnico del riesgo: es un dispositivo que opera dentro de una jerarquía monetaria internacional, condicionando la autonomía económica de la periferia (Strange, 1988).

El debate sobre si las calificadoras funcionan bajo el modelo *issuer-pays* o *investor-pays* resulta secundario frente al problema central. El poder de las agencias no deriva únicamente de quién financia la evaluación, sino de su inserción en una estructura financiera global que convierte sus opiniones en mecanismos automáticos de asignación de capital (Partnoy, 1999; White, 2010).

Las calificadoras no crean los desequilibrios fiscales ni las burbujas financieras, pero pueden amplificarlos al sincronizarse con el ciclo y activar cláusulas regulatorias automáticas (Ferri et al., 1999; Kaminsky & Schmukler, 2002). Su poder no es formalmente político en el sentido de mandato democrático, pero ejercen un poder político con efectos macroeconómicos y distributivos.

El caso de la Eurozona mostró que la arquitectura institucional puede revertir dinámicas de pánico cuando existe un respaldo creíble que estabiliza expectativas (ECB, 2012a; De Grauwe, 2011). El caso colombiano, en cambio, revela la vulnerabilidad estructural de economías integradas a mercados financieros globales sin contar con moneda de reserva internacional y con alta sensibilidad a movimientos de portafolio.

Reducir esa vulnerabilidad exige más que reformas técnicas a las agencias. Implica: fortalecer mercados de capital en moneda local; profundizar mecanismos regionales de respaldo financiero; diversificar fuentes de evaluación del riesgo; y cuestionar la dependencia automática de criterios externos en la regulación prudencial.

En última instancia, la discusión sobre calificadoras es una discusión sobre soberanía económica en un sistema internacional jerárquico: mientras la arquitectura financiera global otorgue efectos cuasi-regulatorios a opiniones privadas concentradas en un oligopolio transnacional (White, 2010), la autonomía de política económica de los Estados periféricos seguirá condicionada por un poder estructural sin responsabilidad política equivalente.

Bibliografía. Marco regulatorio internacional (Basilea y EE. UU.)

BCBS. *Basel Committee on Banking Supervision*. (2006). *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework (Comprehensive Version)*. Bank for International Settlements.

SEC. U.S. *Securities and Exchange Commission*. (2003). *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*. Washington, D.C.

U.S. *Senate Permanent Subcommittee on Investigations*. (2011). *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*.

FCIC. *Financial Crisis Inquiry Commission*. (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report*. U.S. Government Printing Office.

II. Marco europeo (crisis del euro, OMT y regulación de calificadoras)

European Parliament and Council. (2009). *Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies*.

European Parliament and Council. (2010). *Regulation (EU) No 1095/2010 establishing the European Securities and Markets Authority (ESMA)*.

European Parliament and Council. (2013). *Regulation (EU) No 462/2013 amending Regulation (EC) No 1060/2009*.

ECB. *European Central Bank*. (2011). *The impact of sovereign credit rating changes on euro area financial markets*.

ECB. *European Central Bank*. (2012a). *Speech by Mario Draghi at the Global Investment Conference, London, 26 July 2012*.

ECB. *European Central Bank*. (2012b). *Technical features of Outright Monetary Transactions*.

De Grauwe, P. (2011). *The governance of a fragile eurozone*. CEPS Working Document, No. 346.

III. Literatura académica sobre poder estructural y economía política

Strange, S. (1988). *States and Markets*. Cambridge University Press.

Gill, S. (1998). *New constitutionalism, democratisation and global political economy*. *Pacifica Review: Peace, Security & Global Change*, 10(1), 23–38.

IV. Literatura académica sobre calificadoras y prociclicidad

Ferri, G., Liu, L.-G., & Stiglitz, J. E. (1999). *The procyclical role of rating agencies: Evidence from the East Asian crisis*. *Economic Notes*, 28(3), 335–355.

Kaminsky, G., & Schmukler, S. L. (2002). *Emerging market instability: Do sovereign ratings affect country risk and stock returns?* *World Bank Economic Review*, 16(2), 171–195.

Partnoy, F. (1999). *The Siskel and Ebert of financial markets? Two thumbs down for the credit rating agencies*. *Washington University Law Quarterly*, 77, 619–712.

Partnoy, F. (2017). *What's (still) wrong with credit ratings*. *Washington Law Review*, 92.

White, L. J. (2010). *Markets: The credit rating agencies*. *Journal of Economic Perspectives*, 24(2), 211–226.

1 SEC (2003); White (2010).

2 Fitch Ratings (2021); S&P Global Ratings (2021)

3 Basilea II incorpora *ratings* externos para ponderación de riesgo (BCBS, 2006).

4 Reglamento (CE) 1060/2009; Reglamento (UE) 462/2013; creación de ESMA (2011).

5 En 1975, la SEC creó la categoría “*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*” (NRSRO), institucionalizando a un reducido grupo de agencias privadas como referentes regulatorios obligatorios. Desde entonces, sus calificaciones dejaron de ser meras opiniones de mercado y pasaron a tener efectos jurídicos directos en la regulación prudencial (SEC, 2003).

6 Basilea II y III incorporan calificaciones externas para activos ponderados por riesgo (BCBS, 2006).

7 *Financial Crisis Inquiry Commission* (2011); U.S. Senate Permanent Subcommittee on Investigations (2011).

8 FCIC (2011).

9 U.S. Senate (2011).

10 Véase defensa jurídica documentada en litigios posteriores a 2008; síntesis en Partnoy (2017).

11 U.S. Senate (2011), caso *Georgia Predatory Lending Law* (2002).

12 ECB, 2011; De Grauwe, 2011

13 ECB (2011).

14 ECB (2012a), *Speech by Mario Draghi*, 26 July 2012.

15 ECB (2012b), *Technical features of Outright Monetary Transactions*.

16 Reglamento (UE) n.º 1095/2010 por el que se crea la ESMA.