



Revista de Derecho Privado  
E-ISSN: 1909-7794  
mv.pena235@uniandes.edu.co  
Universidad de Los Andes  
Colombia

Falla Zúñiga, Luis Miguel  
La responsabilidad civil de las agencias calificadoras de riesgo en Colombia  
Revista de Derecho Privado, núm. 52, julio-diciembre, 2014, pp. 1-35  
Universidad de Los Andes  
Bogotá, Colombia

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=360033223018>

- Cómo citar el artículo
- Número completo
- Más información del artículo
- Página de la revista en redalyc.org

redalyc.org

Sistema de Información Científica  
Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal  
Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto



## **LA RESPONSABILIDAD CIVIL DE LAS AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO EN COLOMBIA**

**LUIS MIGUEL FALLA ZÚÑIGA**

Artículo de reflexión

DOI: <http://dx.doi.org/10.15425/redepriv.52.2014.22>

Universidad de los Andes

Facultad de Derecho

Revista de Derecho Privado N.º 52

Julio - Diciembre de 2014. ISSN 1909-7794

## La responsabilidad civil de las agencias calificadoras de riesgo en Colombia

### Resumen

Las agencias calificadoras de riesgo (ACR) pueden ser declaradas civilmente responsables de acuerdo con el ordenamiento jurídico colombiano, cuando la calificación de un determinado valor o emisor no represente la realidad de la deuda. Como la regulación se muestra insuficiente frente a las pretensiones concretas de un inversionista cuya decisión de inversión se fundamentó en una calificación de riesgo determinada, mediante el repaso de la teoría económica de la información asimétrica este artículo explica la relación existente entre el inversionista y el emisor en materia de disponibilidad de la información. Con fundamento en lo anterior, se logra presentar un análisis individual de los elementos de la responsabilidad civil extracontractual como forma de asignarle un rol a la agencia calificadora de riesgo dentro de la cadena de eventos que causaron el daño.

**Palabras clave:** agencia calificadora de riesgo, asimetría de información, crisis financiera, Responsabilidad civil extracontractual, responsabilidad por riesgo, selección adversa, teoría de la culpa profesional.

## Civil liability of credit rating agencies in Colombia

### Abstract

Credit Rating Agencies may be held liable according to the Colombian legal regime whenever a score given to a particular security or issuer misrepresents the real insights of the debt. As regulation shows to be insufficient towards the concrete claims of a damaged investor which decision-making considered a credit rating, civil responsibility theory provides substantial grounds to restore the position of the investor. Through an overview of the asymmetric information theory, the article explains the relationship between the investor and the issuer in terms of information availability. Thereby an analysis of the civil responsibility elements are presented individually in order to assign a specific role to the credit rating agency within the chain of events that caused the damage.

**Keywords:** Adverse selection, asymmetric information; civil liability, credit rating agency, financial crisis, liability, professional negligence theory, risk liability theory.

## A responsabilidade civil das agências qualificadoras de risco na Colômbia

### Resumo

As agências qualificadoras de risco (ACR) podem ser declaradas civilmente responsáveis de acordo com o ordenamento jurídico colombiano, quando a qualificação de um determinado valor ou emissor não represente a realidade da dívida. Como a regulação se mostra insuficiente frente às pretensões concretas de um investidor cuja decisão de investimento foi fundamentada em uma qualificação de risco determinada, mediante a revisão da teoria econômica da informação assimétrica este artigo explica a relação existente entre o investidor e o emissor em matéria de disponibilidade da informação. Com fundamento no anterior, se consegue apresentar uma análise individual dos elementos da responsabilidade civil extracontratual como forma de assignar um papel à agência qualificadora de risco dentro da cadeia de eventos que causaram o dano.

**Palavras-chave:** agência qualificadora de risco, assimetria de informação, crise financeira, responsabilidade civil extracontractual, responsabilidade por risco, seleção adversa, teoria da culpa profissional.

# La responsabilidad civil de las agencias calificadoras de riesgo en Colombia\*

Luis Miguel Falla Zúñiga\*\*

## SUMARIO

Introducción – I. LAS AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO – II. APROXIMACIÓN A LA DECISIÓN DE INVERSIÓN – A. *Inversionistas institucionales e inversionistas ocasionales* – B. *Información como materia prima para tomar una decisión* – III. TEORÍA DE LA INFORMACIÓN ASIMÉTRICA – A. *Información asimétrica en mercados financieros* – B. *Selección adversa* – IV. LA CRISIS FINANCIERA: MOTIVO PARA EL ESTUDIO DE LA RESPONSABILIDAD CIVIL DE LAS AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO – V. LA RESPONSABILIDAD DE LAS AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO EN JURISDICCIONES EXTRANJERAS – A. *Regulación europea sobre agencias calificadoras de riesgo* – B. *Libertad de expresión como mecanismo de defensa de las agencias calificadoras de riesgo en Estados Unidos* – C. *Australia: las agencias calificadoras de riesgo no son invencibles* – VI. MODELO DE RESPONSABILIDAD CIVIL EXTRA CONTRACTUAL PARA LAS AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO EN COLOMBIA – A. *De la regulación a la responsabilidad civil* – B. *Régimen de responsabilidad civil extracontractual colombiano* – 1. Conceptualización de la responsabilidad civil extracontractual – 2. El daño: primer paso para declarar la responsabilidad – 3. El hecho ilícito – 4. El nexo causal – 5. Criterios de imputación de responsabilidad – 5.1. Responsabilidad por riesgo – 5.2. La culpa profesional – VII. CONCLUSIONES – *Referencias*.

---

\* Cómo citar este artículo: Falla Zúñiga, L. M. (Diciembre, 2014). La responsabilidad civil de las agencias calificadoras de riesgo en Colombia. *Revista de Derecho Privado*, 52. Universidad de los Andes (Colombia).

\*\* Abogado egresado de la Universidad de los Andes. Actualmente se desempeña como asociado de Martínez Neira Abogados. Correo: lfalla@martinez-neira.com

## Introducción

Para el sistema financiero, la regulación estatal tiene un carácter principalmente preventivo, y la creación de sus normas es, por lo general, una respuesta a eventos ya ocurridos. En estos términos, Joseph Stiglitz concluyó que la intervención del Estado en el mercado mediante la regulación favorece la eficiencia de este y lo hace más equitativo (2008, p. 1). En particular, la intervención estatal mediante la regulación busca corregir las fallas del mercado (Rosillo, 2004, p. 92), las cuales son la causa de su ineficiencia; pero cuando la intervención estatal es limitada y estas no se corrigen, la ineficiencia termina por incidir en el aumento de la desconfianza del público, en la medida en que la administración de riesgos de todo el sistema financiero no persiga un objetivo común que lo pueda proteger de consecuencias sistémicas, ni los ahorradores cuenten con mecanismos de autoprotección suficientemente eficaces.

En tal sentido, si la regulación no puede anticiparse a todas las amenazas que presenta el mercado, los inversionistas deberían tener a su disposición medidas de protección contingentes que atiendan situaciones concretas y les restablezcan los derechos que les han sido afectados. En este punto irrumpe la responsabilidad civil como un mecanismo sobreviniente de definición de los deberes de los actores de la sociedad. Así, el tratadista francés Philippe le Tourneau afirma que la “responsabilidad es la obligación de reparar el daño causado a otro por un acto contrario al orden jurídico. Ella tiende a borrar las consecuencias del hecho

perturbador, de ese desorden” (1998, p. 21). Entonces, cuando se sobrepasan las barreras preventivas que impone la regulación, se hace necesario considerar un marco jurídico cuyos efectos atiendan la situación concreta de quien ha sido perjudicado, y se proyecten hacia todos los demás actores sociales como factores de disuasión de futuras circunstancias dañosas acompañando el rol preventivo de los reglamentos. Lo anterior, coincidiendo plenamente con la opinión sobre el derecho que presenta el profesor Andrea Boggio: “Como práctica social, el derecho debe servir a los ideales de justicia social que han sido articulados por los filósofos políticos, y el derecho debe ser evaluado en la medida en que contribuya positivamente a constituir una sociedad decente, una sociedad en la cual los daños sean sancionados, indemnizados y, en últimas, disuadidos” (2013, p. 267).

La eventual novedad de la discusión que se plantea en el presente texto permite construir un marco argumentativo interdisciplinario para arribar a la conclusión buscada: las ACR son civilmente responsables cuando, como consecuencia de la publicación de sus calificaciones con defectos metodológicos ostensibles, los inversionistas que las utilizaron como criterio de decisión han perdido su dinero en una situación de *default* del emisor o del respectivo activo financiero o han tenido que asumir la pérdida de oportunidad por ese motivo.

Luego de definir el concepto de ACR, se recorre la decisión de inversión en el sector financiero anunciando la asimetría de información como una de las teorías más relevantes que vinculan

el riesgo de pérdida del inversionista con la función de las ACR como intermediarios financieros. A partir de ese panorama general se presenta la crisis financiera del año 2008 en Estados Unidos como el principal antecedente de la conducta antijurídica de las ACR, para entrar sobre la responsabilidad civil luego de un breve análisis de derecho comparado sobre la procedencia de la responsabilidad civil en contra de las ACR en jurisdicciones extranjeras. Finalmente, se estudia el caso colombiano partiendo del análisis de la regulación administrativa de las ACR, para terminar con una presentación detallada de la teoría jurídica de la responsabilidad civil a ellas aplicable, mediante el desglose de cada uno de sus elementos esenciales aplicados a hipótesis particulares.

## I. LAS AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO

Las ACR son empresas cuya actividad principal es evaluar la probabilidad de incumplimiento de las obligaciones a cargo de los emisores de títulos de deuda (Hanusch y Vaaler, 2013, p. 2), o de los emisores de títulos de capital. En estos términos, los inversionistas reciben la información que publican las ACR, generalmente bajo la forma de letras o la combinación de letras y números, y con base en ella determinan la mayor o menor probabilidad de que el emisor pague efectivamente el dinero que les debe en razón del monto de la inversión y el retorno eventual de esta.

Se trata de entidades que se especializan en realizar un análisis cuantitativo y cualitativo de

los emisores y los valores, para obtener así una calificación del riesgo asociado a estos y emitir una opinión profesional sobre la “capacidad de repago en tiempo y forma (es decir, en las condiciones pactadas) de los distintos valores negociables (obligaciones negociables y/u otros títulos de deuda) colocados y negociados en los mercados” (Comisión Nacional de Valores, 2007). En algunos casos la capacidad de pago del emisor coincide con la capacidad de pago propia de la emisión. Sin embargo, se trata de calificaciones de riesgo que son estudiadas por separado, es decir, la calificación de riesgo del emisor asociada a su solvencia, y la calificación de riesgo de la emisión en cuanto tal.

Si la calificación que otorga una ACR a una emisión es muy baja de acuerdo con las escalas que estandariza la misma calificadora, es muy probable que el riesgo de incumplimiento se materialice en detrimento del inversionista. Por el contrario, si la calificación es la más alta, la emisión podrá cumplir casi con total seguridad con sus obligaciones, y los inversionistas podrán entender que, a menos que confluayan circunstancias del mercado totalmente imprevistas, su dinero estará a salvo y recibirán lo que se les adeuda oportunamente. Las ACR analizan el riesgo de incumplimiento con la información que les brinda el emisor, así como con toda la información externa del mercado que puedan llegar a conocer, sobre la base de una investigación que deben adelantar por sí mismas, filtrada bajo una óptica profesional capaz de lanzar proyecciones financieras sólidas sobre el comportamiento a futuro de la emisión o del emisor. De esta forma, ubican a las emisiones en dos categorías según

sea su calidad crediticia: grado de inversión y grado de no inversión o especulación. La primera categoría supone una capacidad de pago alta, adecuada para perfiles de inversionistas con aversión al riesgo. La segunda categoría reúne las calificaciones sobre emisiones en las cuales la capacidad de pago de capital e intereses no se prevé como un escenario cierto y, en algunos casos, ni siquiera probable.

## II. APROXIMACIÓN A LA DECISIÓN DE INVERSIÓN

### *A. Inversionistas institucionales e inversionistas ocasionales*

Conforme el mercado de valores colombiano va adquiriendo una profundidad mayor, más personas cuyas actividades principales no son financieras terminan integrándose a la dinámica de este sector económico. En ese sentido, el aumento en la demanda de inversión supone el incremento en la circulación de información sobre los emisores y sus respectivas emisiones. La disponibilidad de dicha información, sin embargo, no iguala las condiciones de una inversión realizada por un inversionista institucional,<sup>1</sup> cuyas actividades y conocimientos del mercado le otorgan una posición favorable, a las de una inversión realizada por un inversionista ocasional sin la preparación ni el conocimiento suficiente.

Por otro lado, es claro que una decisión de inversión se toma bajo circunstancias particula-

res. Por ejemplo, es posible que el inversionista tenga a su disposición un exceso de flujo de caja que le permite buscar fuentes alternas de ingresos a las actividades propias. Así mismo, puede darse la situación en la cual simplemente se busca especular dentro del mercado, proyectando cambios rápidos y significativos en los precios. Por otro lado, puede construirse un portafolio de inversión a partir de un diagnóstico de mitigadores de riesgo. En cualquiera de estos casos existe un elemento de notable importancia al momento de tomar la decisión respectiva: el riesgo. El inversionista institucional invertirá recursos que han sido captados previamente del público y, por ende, su gestión debe estar precedida por un riguroso análisis, así como de unos límites de riesgo consistentes. Por su parte, el inversionista particular invertirá sus recursos sobre la base de una decisión que no alcanza a ser el resultado de un análisis técnico y que tenderá a interpretar racionalmente las acciones del emisor (Myers y Majluf, 1984).

No obstante, será el emisor quien posea de manera mucho más completa la información, dada su posición de control sobre el desempeño de sus negocios. Es, entonces, a partir de dicha situación que se incrementa el riesgo de incumplimiento para el inversionista, toda vez que este no podrá controlar la incertidumbre asociada al pago efectivo de las obligaciones del emisor respecto a la emisión (Fabozzi, Modigliani y Jones, 2009). Así, el recurso más fiable a disposición del inversionista para mitigar el riesgo es encontrar mayor información para tomar su decisión. Aquí es donde se materializa el rol de las ACR de suplir los vacíos de información, al estudiar las

1 Entiéndase: compañías aseguradoras, fondos de pensiones y cesantías, bancos y fondos de inversión.

variables que subyacen a una emisión para poder predecir una mayor o menor posibilidad de incumplimiento por parte del emisor.

Sin información, una inversión sería como una lotería en la cual la ganancia está dada por una mínima probabilidad que refiere indefectiblemente al azar, mas cuando se tiene acceso a la información el panorama cambia sustancialmente.

### ***B. Información como materia prima para tomar una decisión***

Con la información como insumo, el inversionista asume la responsabilidad de su inversión, pues se supone que ha estudiado previamente las alternativas de ganancia o de pérdida. Para los efectos del presente texto, se adoptará como supuesto la teoría económica denominada *Individual Rationality Constraint* (Bebczuk, 2003; Gjerstad y Shachat, 2007) según la cual, considerando a los inversionistas como actores racionales, estos se abstendrán de invertir en caso de que el incumplimiento sea la más probable realidad; pero invertirán si sus cálculos predicen que no van a perder sus recursos y, aún más, que estos van a producir rendimientos.

La cuestión, por lo tanto, gira en torno a dos supuestos en materia de información: uno en el cual no existe información en absoluto acerca de la emisión y el inversionista debe adivinar cuál será la opción que más lo beneficia; o bien, uno en el cual los inversionistas tienen a su disposición información sobre la emisión y a partir de ella toman una decisión consciente y racional. En este último escenario las ACR son quienes

entran a proveer cierto tipo de información que requiere el inversionista para adoptar una decisión racional en los términos de la teoría antes introducida.

Todo lo anterior, sin embargo, encuentra su punto de inflexión cuando el mercado financiero entra en crisis por una falla atribuible a alguno de los participantes de la dinámica inversionista. En concreto, es necesario agregar un tercer supuesto planteado a partir de circunstancias específicas que contradicen la teoría. Aun con información efectivamente disponible para el inversionista, dicha información puede no ser verídica, adecuada, completa o suficiente. Es así como el inversionista institucional estará tomando una decisión aparentemente racional, pero en realidad el riesgo se ha incrementado a sus espaldas desde el momento en que la confianza en el contenido de la información ha disminuido por las deficiencias con las que se ha presentado públicamente. Entonces, las deficiencias que se producen en la posibilidad de conocer y controlar la información, ejemplifican una situación de asimetría con respecto a esta.

## **III. TEORÍA DE LA INFORMACIÓN ASIMÉTRICA**

La relación económica que se crea entre el emisor y el inversionista está rodeada de incertidumbre alrededor del pago efectivo de la deuda del primero hacia el segundo. Dicha incertidumbre, que corresponde al riesgo que asume el inversionista, puede ser mayor o menor en la medida en que este último tenga acceso a la infor-



mación relativa a la emisión. Aun así, es posible que el emisor, quien por medio de la emisión ha recaudado fondos, aproveche los recursos de forma desafortunada, o al menos en contra de las expectativas de ganancia de los inversionistas. Esa situación, por lo general, será ajena y desconocida para el inversionista siempre que la información de la que disponga sea limitada; a partir de ese momento habrá perdido el control de su dinero sin poder tomar la decisión de retirar su inversión o cualquier otra equivalente. Así entonces, la ACR, como intermediario financiero en relación con el flujo de información, tiene una responsabilidad determinante en cuanto a orientar las decisiones del inversionista, al ocupar un lugar que permite resolver una imperfección del mercado fundada sobre las posibilidades de acceder a la información.

### **A. Información asimétrica en mercados financieros**

En la mayor parte de casos, un inversionista adquirirá un determinado activo financiero si la ganancia esperada es la mayor frente a las demás alternativas posibles, de acuerdo con la teoría *individual rationality constraint* (Bebczuk, 2003; Gjerstad y Shachat, 2007). Ningún inversionista hará parte de un negocio financiero en el cual el retorno sea inferior al monto invertido o que no alcance el nivel de ganancia mínimo esperado, mejor conocido como costo de oportunidad (Bebczuk, 2003; Gjerstad y Shachat, 2007). Sin embargo, la decisión de inversión deberá considerar no solo la utilidad sino también el riesgo relativo al incumplimiento por parte del emisor. De esta forma, el riesgo latente de perder su di-

nero podría cambiar la intención del inversionista, y llevarlo a retractarse de invertir en la mejor alternativa en términos de utilidad. Teniendo lo anterior en cuenta, el emisor buscará atraer clientes y colocar en el mercado inclusive aquellos productos más riesgosos, compensando el escenario de mayor incertidumbre con tasas de interés más altas, de modo que el inversionista quedará en situación de equilibrio con el emisor asumiendo que cuentan con la misma información. No obstante, un escenario más acorde con la realidad del mercado se acomoda a las directrices de la teoría de la información asimétrica, cuyo postulado establece: “There is asymmetric information in a financial contract when the borrower has information that the lender ignores or does not have access to” (Bebczuk, 2003, p. 5).

En últimas, el emisor se encuentra en una mejor posición frente a la información disponible, lo cual le permite eventualmente beneficiar sus intereses en detrimento de los intereses del inversionista, en la medida en que pueda acceder a una mejor y mayor información. La anterior es una situación de asimetría de información y una de sus formas teóricas es la selección adversa que pasa a explicarse a continuación.

### **B. Selección adversa**

En 1970, por primera vez, el economista estadounidense George Akerlof se refirió a la asimetría de información con su publicación *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. Su inquietud giraba alrededor de los incentivos de los vendedores de comerciar con bienes de mala calidad. Akerlof

tuvo en cuenta que al momento de tomar una decisión de compra, el comprador juzgaba la calidad del bien a partir de una mirada estadística del mercado, sin poder percibir la calidad real del bien la cual solo conocía el vendedor. A partir del ejemplo del mercado de carros usados, este autor explicó de qué forma los vendedores pueden filtrar carros con características negativas dentro del mercado sin que el precio evidencie tal situación. Los carros malos, conocidos en Estados Unidos como *limones*, tienen características que su dueño y vendedor puede haber conocido por el tiempo que los ha conducido. Es a partir de ese momento que se produce la asimetría de información, pues el vendedor ha podido adquirir mayor conocimiento sobre la calidad del carro que el potencial comprador (Akerlof, 1970, p. 489). De cualquier forma, en el mercado de carros usados, concluye Akerlof, el precio de los carros es el mismo, es decir, un carro usado bueno y uno malo tendrán el mismo precio en el mercado, esto es, el precio promedio. Como el precio deja de ser un indicador para el comprador sobre la calidad de un determinado carro, el vendedor aprovechará su desinformación para poner a circular en el mercado los carros buenos y los carros malos. Como resultado de lo anterior, aumentará la probabilidad para el comprador de adquirir un carro malo sin que necesariamente haya conocido la condición real de este al momento de realizar su compra. Dicha situación, a partir de la cual el mercado mismo comenzará a seleccionar los bienes malos, ha sido llamada por la teoría como *selección adversa*.

Es quizás en el mercado financiero donde mejor se puede llegar a manifestar una asimetría de información que corresponda a la selección adversa. En efecto, el verdadero valor de un activo financiero puede no corresponder a su valor de circulación en el mercado: este puede ser impulsado, entre otras circunstancias, por calificaciones de riesgo optimistas que reducen la necesidad de compensar al inversionista con aversión al riesgo. Lo anterior confirma el postulado de una parte de la literatura financiera sobre una de las principales causas de las crisis: la mayor incertidumbre y las asimetrías de información (Kirabaeva, 2009, p. 2).

En virtud de lo anteriormente explicado, las ACR cumplen la función de reducir la brecha de información entre emisor e inversionista. Su principal objetivo es otorgarle herramientas al inversionista para que pueda tomar una decisión en la cual el riesgo podría establecerse como criterio esencial. Si los inversionistas ya no pueden conocer la calidad de un activo financiero sobre la base de su precio, deberán remitirse a otros criterios para tomar una decisión. En los términos de Akerlof, un activo financiero de alto riesgo de incumplimiento sería un *limón* para un inversionista con un perfil de riesgo medido, si atendiera solo al precio. Así, al subestimar el riesgo inherente a un activo financiero, el inversionista puede estar dispuesto a pagar un mayor precio por este seleccionando una alternativa del mercado en sí misma mala. La selección adversa, por lo tanto, actúa en detrimento del inversionista quien solo podrá conocer la calidad real del activo financiero una vez se materialice el riesgo y su pérdida patrimonial ya esté consumada.

#### IV. LA CRISIS FINANCIERA: MOTIVO PARA EL ESTUDIO DE LA RESPONSABILIDAD CIVIL DE LAS AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO

En el año 2008 el sistema financiero estadounidense alcanzó un punto cercano al colapso (Nelson y Katzentstein, 2011). Ello, sin duda, tuvo un impacto en la economía mundial como una manifestación de riesgo sistémico, terminando por influenciar la contracción de la mayoría de los mercados financieros del mundo (Autorregulador del Mercado de Valores [AMV], 2009, p. 7).

Como la mayoría de ciclos económicos, la crisis proviene de circunstancias económicas específicas que se han producido dentro de un entorno de auge y crecimiento de la economía. De esta forma, a principios del siglo XXI el mundo y en particular la economía estadounidense atravesaba un “proceso de recuperación económica” (AMV, 2009, p. 7) producto de la crisis de las empresas de Internet. Ante el crecimiento económico de dicho periodo, el gobierno estadounidense estimuló la compra de bienes raíces mediante incentivos tributarios y ayudas crediticias, con el subsecuente desarrollo del mercado hipotecario (AMV, 2009, p. 7). Dicha situación fue aprovechada por las entidades financieras, quienes comenzaron a titularizar los créditos hipotecarios; de esta forma, se generaba un incentivo adicional en relación con dichos créditos al poder venderlos dentro del mercado de valores, buscando así incluir dentro del mercado hipotecario a cuantas personas fuera posible (Allen y Car-

letti, 2009, p. 3). El mecanismo de titularización estaba diseñado para que, una vez los créditos titularizados fueran agrupados en tramos y esparcidos por todo el territorio para diversificar el riesgo, los tramos más sólidos absorbieran las pérdidas de los más jóvenes y riesgosos (Allen y Carletti, 2009, p. 3). Por otra parte, las calificaciones hechas por las ACR eran pagadas por los mismos originadores, lo cual condujo a una inevitable pérdida de objetividad que permitió calificaciones altas sin la suficiente y debida justificación (Allen y Carletti, 2009, p. 3).

Sin embargo, la deuda como preferencia generalizada dentro del público tenía como contrapartida la reducción en el consumo, lo cual producía un aumento en el costo de capital, desestimulando el crédito en razón de unas tasas de interés más altas. El endeudamiento, entonces, creció y la probabilidad de incumplimiento de los deudores lo hizo en la misma medida. Como consecuencia de lo anterior, la calidad de los deudores hipotecarios disminuyó considerablemente, lo cual tuvo su efecto directo en el valor de las titularizaciones, pues su subyacente (los créditos hipotecarios) perdía rápidamente capacidad para soportarlas.

Las hipotecas que servían como colaterales de un grupo de bonos difusamente vendidos al público inversor no pudieron ser pagadas, lo cual causó consecuentemente el impago de la deuda asociada a los bonos. Las ACR norteamericanas habían otorgado a dichos bonos una calificación o grado de inversión AAA, lo cual no era consistente con el alto grado de riesgo que estos tenían. En efecto, dichos instrumentos financieros

no tenían la calidad que sugería su calificación, ni las ACR disponían de suficientes datos históricos para valorar adecuadamente el riesgo. A pesar de dicha situación, la acogida de estos productos dentro del mercado financiero fue inmensa, así como lo fueron sus consecuencias. Los creadores de dichos bonos, caracterizados por la innovación en su estructura, obtuvieron el respaldo de las ACR para disminuir la incertidumbre de los inversionistas, y así poder ponerlos en el mercado fácilmente. Las consecuencias fueron tan graves que no solo hubo un significativo detrimento patrimonial de las personas que invirtieron, sino que además se produjo desestabilización en cadena del mercado financiero mundial que supuso la quiebra de importantes empresas, así como la necesaria intervención de los Estados para evitar un colapso general de sus economías.

## V. LA RESPONSABILIDAD DE LAS AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO EN JURISDICIONES EXTRANJERAS

La deficiente gestión de las ACR en la crisis del año 2008 las puso en el centro del debate público, con voces que pidieron responsabilizarlas de los daños causados. Tras una secuencia de eventos en los cuales ciertos activos financieros entraban en *default* a pesar de haber tenido calificaciones de riesgo altas, distintas jurisdicciones plantearon su responsabilidad, bien desde un punto de vista regulatorio o bien en sede judicial.

### A. Regulación europea sobre agencias calificadoras de riesgo

El Parlamento Europeo reformó en enero de 2013 el marco regulatorio de las ACR en la Unión Europea. Teniendo en cuenta su participación en la crisis de la deuda de ese continente, la Comisión Europea rindió informe ante el Parlamento Europeo, sosteniendo la necesidad de reforzar la regulación y establecer normas más estrictas a su función, de manera que se exigiera una mayor responsabilidad de sus acciones, tal y como se afirmaría en el respectivo aviso de prensa: *“As of 20 June, credit rating agencies (CRAs) will have to follow stricter rules which will make them more accountable for their actions”* (Comisión Europea, 2013).

Con la aprobación del texto presentado ante el Parlamento Europeo en esta materia, la nueva regulación determinó entre sus propósitos más importantes, la exigencia de calidad en el proceso de calificación de riesgo junto con la negativa de aceptar que se tratara únicamente de opiniones, para exigir su responsabilidad en caso de infringir la regulación intencionalmente o con negligencia grave. En consonancia con lo anterior, el Reglamento (EU) 1060 de 2009 sobre agencias de calificación crediticia fue reformado mediante el Reglamento (EU) 462 de 2013.<sup>2</sup>

2 Sobre el particular nótese lo establecido por el art. 35A: “Article 35A. Civil liability: Where a credit rating agency has committed, intentionally or with gross negligence, any of the infringements listed in Annex III having an impact on a credit rating, an investor or issuer may claim damages from that credit rating agency for damage caused to it due to that infringement.

An investor may claim damages under this Article where it establishes that it has reasonably relied, in accordance with Article 5a(1) or otherwise with due care, on a credit rating for a decision to invest into, hold onto or divest from a financial instrument covered by that credit rating.

Dicha reforma adicionó al Reglamento (EU) sobre agencias de calificación crediticia el artículo 35A sobre responsabilidad civil (*civil liability*) de las ACR, respecto de aquellos casos en que intencionalmente o con grave negligencia infrinjan normas de comportamiento taxativamente enunciadas por la misma norma.

Por lo tanto, el marco regulatorio europeo le confiere legitimidad judicial a un inversionista para pedir la reparación por los daños causados por la violación de las normas aplicables a las ACR ante el tribunal competente con jurisdicción na-

cional, cuando pueda razonablemente demostrar que su decisión de inversión se ha soportado en una determinada calificación de riesgo. Aún más, la norma excluye cualquier limitación de responsabilidad por parte de las ACR a menos que estas caigan dentro de las excepciones previstas, esto es, que la legislación nacional expresamente lo permita y que sean limitaciones razonables y proporcionadas.

### ***B. Libertad de expresión como mecanismo de defensa de las agencias calificadoras de riesgo en Estados Unidos***

El caso de Estados Unidos tiene un componente igualmente reactivo ante la situación presentada en el año 2008. En efecto, las ACR habían evadido cualquier tipo de responsabilidad civil en sede judicial luego de que resultara exitosa la estrategia de acogerse a la primera enmienda constitucional, es decir, el derecho a la libertad de opinión. Las ACR optaron por autodeeterminarse como prensa, lo cual les valió como estrategia de defensa al restarle significación jurídica a sus calificaciones puesto que debían ser consideradas meras opiniones, según lo indicaron ellas mismas. Así mismo, en varias ocasiones las ACR fueron expuestas ante tribunales para demostrar su responsabilidad civil a partir de argumentos fundados en leyes técnicas del mercado de valores estadounidense. En particular se intentó alegar su intención fraudulenta y la tergiversación negligente (*negligent misrepresentation*) al momento de calificar ciertos valores, aunque sin éxito dada la dificultad que representa el trabajo probatorio en relación con

---

An issuer may claim damages under this Article where it establishes that it or its financial instruments are covered by that credit rating and the infringement was not caused by misleading and inaccurate information provided by the issuer to the credit rating agency, directly or through information publicly available.

2. It shall be the responsibility of the investor or issuer to present accurate and detailed information indicating that the credit rating agency has committed an infringement of this Regulation, and that that infringement had an impact on the credit rating issued.

What constitutes accurate and detailed information shall be assessed by the competent national court, taking into consideration that the investor or issuer may not have access to information which is purely within the sphere of the credit rating agency.

3. The civil liability of credit rating agencies, as referred to in paragraph 1, shall only be limited in advance where that limitation is:

(a) reasonable and proportionate; and

(b) allowed by the applicable national law in accordance with paragraph 4.

Any limitation that does not comply with the first subparagraph, or any exclusion of civil liability shall be deprived of any legal effect.

4. Terms such as "damage", "intention", "gross negligence", "reasonably relied", "due care", "impact", "reasonable" and "proportionate" which are referred to in this Article but are not defined, shall be interpreted and applied in accordance with the applicable national law as determined by the relevant rules of private international law. Matters concerning the civil liability of a credit rating agency which are not covered by this Regulation shall be governed by the applicable national law as determined by the relevant rules of private international law. The court that is competent to decide on a claim for civil liability brought by an investor or issuer shall be determined by the relevant rules of private international law.

5. This Article does not exclude further civil liability claims in accordance with national law."

el fraude, así como la exclusión de responsabilidad por tergiversación cuando se refiere a opiniones.

La reacción gubernamental vino con la expedición de una ley por el Congreso de ese país: la denominada *Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. En concepto de Steven McNamara (2012), frente a las calificaciones defectuosas que presentaron las más importantes calificadoras estadounidenses durante la crisis de 2008, la Ley Dodd Frank se establecía como una alternativa de regulación que permitiría reducir la probabilidad de futuras fallas de calificación (p. 667). No obstante, dicha regulación quedó restringida pues no se involucró con las metodologías de calificación y se limitó a descansar sobre estrategias jurídicas tradicionales del tenor de confidencialidad y responsabilidad civil (p. 667). En este último aspecto, según el autor citado, la intención del legislador estuvo en acrecentar los parámetros de diligencia de las ACR de manera indirecta, más allá de aumentar la exposición a posibles condenas por parte de estas últimas (p. 667). De cualquier manera, aunque la reforma en este punto no es sustancial, el rigor de análisis para responsabilizar a las ACR a partir del año 2012 es menor. En efecto, los demandantes solo deberán aportar hechos concretos que permitan determinar una fuerte interferencia, sobre la cual la agencia calificadora de riesgo haya fallado intencionalmente en (i) conducir una investigación razonable sobre el valor calificado en relación con elementos fácticos sobre los cuales haya basado su metodología de calificación; y (ii) obtener una verificación razonable

de tales elementos fácticos a partir de fuentes distintas al emisor o el *underwriter*. De tal forma, la carga probatoria del demandante es menor desde el punto de vista subjetivo en relación con la conducta de las ACR, pues más allá del fraude deberá probar una falla intencionada o imprudente en la aproximación al riesgo de la calificación. Por último, debe anotarse que la misma ley plantea un seguro para las ACR que compensa su exposición a la responsabilidad civil; efectivamente, al demostrar su cuidado mediante una *due diligence* expedida por una entidad calificada, podrían evitar los efectos de la demanda en su contra.

### **C. Australia: las agencias calificadoras de riesgo no son invencibles**

La primera compuerta que se abrió en el mundo para involucrar a las ACR con los daños causados a los inversionistas ocurrió en Australia con la sentencia de la Corte Federal de dicho país en el caso *Bathurst Regional Council vs. Local Government Financial Services Pty Ltd.*, del 5 de diciembre de 2012.

En el año 2006, el banco ABN AMRO creó unos derivados financieros denominados CPDO (*Constant Proportion Debt Obligation*), que fueron adquiridos en grandes proporciones por gobiernos locales australianos. Los derivados eran instrumentos financieros altamente apalancados, creados para operar por un periodo de diez años, durante el cual generarían utilidades o pérdidas como resultado del comportamiento de contratos swaps de *default* crediticio, que servían como activo subyacente. La fuerza de

los derivados estaba en el riesgo de pérdidas de estos, de manera que el CPDO podía apalancar las pérdidas que sufriera el subyacente hasta por quince veces el valor del monto principal. Posteriormente a su creación, los CPDO fueron calificados por la agencia Standard and Poors (en adelante S&P) como AAA, sobre la base de la información que ABN AMRO le suministró, no solo en cuanto a los derivados sino a partir de modelos matemáticos con los cuales debía ser calculado el riesgo. Lo anterior exigió que S&P hiciera una serie de asunciones y proyecciones optimistas para arribar a la calificación AAA. Frente al éxito que tuvieron los CPDO dentro del mercado, se emitió una segunda sección de derivados con una estructuración similar, denominados notas Rembrandt I y Rembrandt II, con una acogida tan exitosa como la de la primera emisión.

Algunos concejos locales australianos, por intermedio de la entidad gubernamental encargada de servicios financieros (Local Government Financial Services –LGFS), optaron por adquirir los Rembrandt II y Rembrandt III al encontrar en estos una alternativa de riesgo moderado dada la calificación recibida (AAA). Inclusive, la emisión de las notas Rembrandt III por un valor total de 40 millones de dólares, fue adquirida completamente por LGFS para luego ser vendida a los concejos locales (Banton, 2013). El resultado final del proceso de inversión ocurrió entre 2007 y 2008, periodo en el cual las notas Rembrandt III perdieron más de una décima parte de su valor real, hasta que en octubre de 2008 los tenedores de los títulos recibieron solo el diez por ciento de lo que habían invertido inicialmente.

La sentencia de la juez Jayne Jagot, quien tuvo el encargo de sustanciar la controversia, reconoció preliminarmente que la ACR debía ser considerada como una organización profesional cuya reputación podía ser afectada por las alegaciones de los demandantes; la declaración resultaba relevante como medida para equilibrar intereses en juego con la naturaleza de la acción judicial y la gravedad de los asuntos alegados (Bathurst Regional Council, 2012, párr. 2464). Dicha afirmación, por su parte, le permitía aplicar la norma sobre responsabilidad civil de los profesionales en el estudio que realizaría sobre la conducta de la ACR.

El debate al interior de la sentencia inicia con la moción de la ACR de exigir a los concejos locales un grado de habilidad y diligencia, como lo haría una persona prudente, al realizar las investigaciones pertinentes en relación con sus inversiones (Bathurst Regional Council, 2012, párr. 2468). En otras palabras, la conducta imprudente, a juicio de la ACR, debía imputarse a los concejos locales por haber descansado su decisión de inversión en las recomendaciones de la entidad gubernamental encargada de servicios financieros (LGFS) así como en la calificación de riesgo AAA emitida por S&P. Por su parte, los concejos locales argumentaron que, si bien tenían unas limitaciones considerables en conocimientos y habilidades de inversión, ello no podía ser óbice para privarse de aprovechar importantes oportunidades de inversión (Bathurst Regional Council, 2012, párr. 2470). De esta forma, la sentencia terminó por considerar que la calificación AAA se establecía como el factor

crítico para llevar a la decisión de invertir en las notas Rembrandt.<sup>3</sup>

Más adelante, aunque la sentencia consideraba las calificaciones de riesgo como opiniones, al igual que en Estados Unidos, en esta ocasión las denominaba opiniones profesionales al implicar una declaración de la agencia calificadora de riesgo, de la cual se presumían unas bases razonables para realizar la calificación, al tiempo que esta debía ser el resultado de ejercer razonablemente las habilidades y el deber de cuidado propio de la ACR.

Sucesivamente, en el marco de la discusión sobre el hecho que sea el mismo emisor quien pague por los servicios de la ACR, la sentencia concluye que el caso debe decidirse con observancia de los parámetros de las conductas engañosas e imprudentes, refiriéndose a la ACR en su aproximación a un activo financiero estructurado, asumiendo que su opinión profesional descansaba sobre las bases de su entendimiento de la capacidad que podía tener un inversionista para comprender las mismas circunstancias.

La primera decisión judicial en contra de las ACR les asigna expresamente un deber de cuidado respecto de todos aquellos potenciales compradores de los instrumentos calificados que hubieran podido basar su decisión de inversión en la misma calificación. La sentencia consideró que

el emisor había pagado a la agencia calificadora de riesgo por la calificación de sus emisiones como estrategia para la venta de los derivados, y que todos los participantes del mercado financiero entienden por igual que la calificación de riesgos le sirve a los inversionistas en su objetivo de considerar y confiar en una determinada emisión (Bathurst Regional Council, 2012, párr. 2765).

Ahora bien, esta sentencia consideró que existía una notoria diferencia entre inversionistas profesionales e inversionistas que solo se relacionaran con el mercado financiero a través de una inversión en particular. En el caso de los inversionistas profesionales, resultaba más difícil asumir que su decisión de inversión se soportaba en las calificaciones de riesgo de la ACR. Quienes, por el contrario, no reunían la experticia necesaria para anticipar o predecir un determinado comportamiento de los valores más allá de lo establecido explícitamente por la calificación de riesgo (AAA), eran más propensos a sufrir pérdidas ante la ausencia de otras herramientas de protección propia.

## VI. MODELO DE RESPONSABILIDAD CIVIL EXTRA CONTRACTUAL PARA LAS AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO EN COLOMBIA

### *A. De la regulación a la responsabilidad civil*

La connotación estatutaria del derecho administrativo impone deberes específicos y auto-

<sup>3</sup> Nótese el aparte textual traído por la sentencia: "An investor who obtains expert advice and relies on an expert rating is not imprudent merely because the investor does not understand the investment. So in this case the councils' lack of understanding and their knowledge of their own lack of capacity to understand was the reason for relying on the expert advice and recommendations of LGFS and the expert opinion of S&P embodied in the rating".



contenidos a sujetos determinados, que son objeto de regulación específica. En virtud del artículo 1º del Decreto 1076 de 2007,<sup>4</sup> las ACR hacen parte de las entidades financieras cuyos estatutos excepcionales las sujetan a tener un objeto social exclusivo, en virtud del cual solo pueden ejercer las actividades sobre las cuales han recibido la habilitación del Estado. Dicha habilitación las somete a la supervisión de la Superintendencia Financiera en relación con el cumplimiento de sus deberes específicos previstos en el Decreto 1076 de 2007, integrado al Decreto 2555 de 2010, así como a la aprobación previa de sus manuales y reglamentos por parte de dicha entidad.

En esa medida, las ACR quedan sujetas al ámbito del derecho administrativo en lo previsto por el reglamento expedido por el Gobierno para el desarrollo de su actividad. Sin embargo, el alcance de las normas específicas de las ACR no debe entenderse de manera absoluta, al punto de excluir la aplicación de otros derechos comunes en cuanto a las relaciones que estas puedan establecer y que excedan el ámbito de su regulación.

Precisamente, la regulación de las ACR les impone unos deberes de conducta específicos relacionados con la especialidad de su función. Como primera medida, el artículo 2.3.1.2 del Decreto 2555 de 2010 regula la *opinión o dictamen profesional*, en el cual deben concluir los

análisis y evaluaciones de las calificaciones, al decir que debe ser “técnico, especializado, independiente, de conocimiento público y constar por escrito”. Así, solo los dos últimos requisitos de sus calificaciones pueden ser fácilmente demostrados ante el supervisor: que sean de conocimiento público y que consten por escrito. Los otros son criterios frente a los cuales el supervisor deberá lanzar juicios de valor para argumentar que no cumplen con los parámetros regulatorios, máxime cuando no se encuentran establecidos por el reglamento administrativo los lineamientos técnicos que permitan determinar la ausencia de técnica, especialización o independencia de una calificación en particular.

En consonancia con lo anterior, el artículo 2.3.1.7 determina cuál es el alcance de la calificación, al decir que las opiniones o los dictámenes “constituyen una estimación razonable sobre la probabilidad de que el calificado cumpla con sus obligaciones contractuales o legales, sobre el impacto de los riesgos que está asumiendo el calificado, o sobre la habilidad para administrar inversiones o portafolios de terceros, según sea el caso”. Ambos artículos van definiendo una serie de deberes a cargo de las ACR que, aunque difuminan su aplicación concreta en razón de su abstracción, sujetan su conducta a que las calificaciones sigan unos criterios (técnica, especialización e independencia) y se aproximen de manera *razonable* a los riesgos inherentes al objeto de la calificación.

Así mismo, el artículo 2.3.1.7 establece un catálogo de prohibiciones específicas dirigidas a las ACR, relacionadas con las inversiones, sus inver-

4 “Artículo 1º: Solamente podrán ejercer la actividad de calificación de valores o riesgos en el mercado de valores las personas jurídicas que hayan obtenido el respectivo permiso de funcionamiento por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia y se encuentren inscritas en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores – RNAMV”.

siones en valores que hayan sido calificados por estas, el uso de la información que han utilizado para las calificaciones con fines distintos a la misma calificación, el aseguramiento de un resultado específico de la calificación, la asesoría, la calificación de valores cuando existan conflictos de interés, así como la prohibición especial de efectuar calificaciones de riesgo sin independencia, en circunstancias particulares dispuestas al tenor del artículo 2.3.1.10.

Ahora bien, el Decreto 1076 de 2007 estableció un procedimiento de calificación que debe ser seguido por todas las ACR habilitadas. De acuerdo con este, las ACR internamente deben constituir un Comité Técnico que será el encargado de aprobar las calificaciones de acuerdo con un reglamento y unas metodologías definidas, igualmente, al interior de la ACR. Las calificaciones deberán ser divulgadas en un término perentorio de 24 horas y serán sometidas anualmente a una revisión periódica, sin perjuicio de las revisiones extraordinarias a que dé lugar la ocurrencia de hechos que afecten la calificación respectiva. Por su parte, las metodologías que aprueben los comités técnicos de las ACR deben: (i) expresar un “enfoque prospectivo y dinámico de cada uno de los riesgos y negocios analizados”; (ii) tener en cuenta las particularidades específicas de cada entidad o proceso calificado así como sector industria y localización; y (iii) Incluir elementos de juicio objetivos y cuantificables. Por último, el Decreto en comento prevé deberes específicos para las ACR de salvaguarda de la información confidencial o que esté sometida a reserva.

Una mirada a la regulación específica de las ACR deja la sensación que su margen de acción no es tan limitado como el de otros intermediarios financieros, pudiendo entrever espacios no regulados frente a los cuales no existe capacidad de intervención del ente supervisor para prevenir posibles daños a los inversionistas. Si no es posible elevar alguna objeción frente al cumplimiento de los deberes que impone el reglamento específico aplicable a las ACR, ello no necesariamente significa que todas las relaciones jurídicas que estas establezcan puedan reputarse ajustadas al ordenamiento jurídico. Es entonces cuando se le debe otorgar a la regulación su justo límite, y reconocer que la complejidad y sofisticación de las relaciones negociales actuales requieren una herramienta con fines correctivos frente a desajustes en el orden social previsto por toda la comunidad. El paso de la regulación a la responsabilidad civil extracontractual encuentra motivos en los efectos retrospectivos que es capaz de producir en una relación correlativa demandante-demandado, frente a la aplicación inmediata y general de un reglamento administrativo que tiende a dejar espacios para causar un perjuicio sin necesidad de vulnerar directamente ninguna de sus disposiciones.

### ***B. Régimen de responsabilidad civil extracontractual colombiano***

La creación jurídica enfrenta hoy en día su reto más importante: acomodarse a realidades y fenómenos nuevos que irrumpen en el mercado con una frecuencia cada vez más vertiginosa. Esas nuevas realidades, sin embargo, deben tener presentes a quienes no cuentan con herra-

mientas suficientes para enfrentar los cambios, tal y como lo expresa Pedro Munar:

Las innegables desigualdades que rodean al ser humano conducen inexorablemente a reparar en criterios de carácter solidarista, enderezados a imponer equilibrio donde por fuerza de la naturaleza o de las circunstancias no lo hay. *La defensa del débil, del inexperto, del desinformado, es punto descollante en las actuales decisiones jurisprudenciales* (2009, p. 311). [Cursivas añadidas].

Con lo anterior se pretende introducir al lector en un modelo de responsabilidad civil para las ACR, bajo una perspectiva que acoge propuestas de aproximación a la reparación del daño, que no se corresponden necesariamente con la visión tradicional vigente. En el sentido de lo anterior, el texto no es ajeno a la crítica de una parte considerable de la doctrina sobre la forma en la cual se ha desbordado la protección judicial a quienes se consideran víctimas de daños. La benevolencia de los jueces en muchos casos ha enmarcado la responsabilidad civil como un sistema propicio para la beneficencia, convirtiendo la indemnización de perjuicios en la regla general. Sobre lo anterior, cabe referirse a la llamada *ideología de la reparación* en los términos del profesor argentino Marcelo López: “Llamamos ideología de la reparación, siguiendo a la prestigiosa doctrina francesa, a la pretensión de algunos jueces y doctrinarios — bien intencionados posiblemente— de que todo perjuicio debe ser indemnizado, reúna o no el caso los presupuestos de la responsabilidad civil” (2009a, p. 23).

Pues bien, dadas las particularidades de las ACR, su posición en el mercado financiero y la novedad que presenta la intención de demostrar su obligación de reparar los perjuicios causados a los inversionistas, el presente texto pretende configurar rigurosamente los elementos de la responsabilidad civil dentro de las actuaciones potencialmente dañosas de las ACR. Lo anterior, por lo tanto, se establece con el ánimo de evitar caer dentro de la *ideología de la reparación*, para consolidar un marco de responsabilidad plausible, pero no necesariamente soportado en dogmáticas jurídicas tradicionales.

## 1. Conceptualización de la responsabilidad civil extracontractual

De acuerdo con la doctrina, “la responsabilidad civil engloba todos los comportamientos ilícitos que por generar daño a terceros hacen recaer en cabeza de quien lo causó, la obligación de indemnizar” (Tamayo, 2007, p. 9). Existe entonces una obligación general de reparar los daños que se causen a otra persona. En palabras de la Corte Suprema de Justicia: “Quien por sí o por medio de sus agentes cause a otro un daño, originado en hecho o culpa suya, está obligado a resarcirlo” (sentencia, 9 feb. 1976).

Bajo la perspectiva económica que cada vez cobra más fuerza en el derecho colombiano, el fundamento resarcitorio de la responsabilidad civil busca resolver el problema sobre “quién debe soportar el perjuicio: ¿la víctima o su autor? Y si este ha de repararlo, ¿en qué condiciones deberá hacerlo?” (Pérez Vives, 2011, p. 59). Dicho sea de paso, el análisis económico de la

responsabilidad civil de daños tiene un objetivo, en últimas, de naturaleza distributiva:

pretende establecer cuál sistema de distribución de costos de los daños derivados de los accidentes o del incumplimiento contractual resulta ser más eficiente, en el entendimiento de reducir o aminorar el número y gravedad de los accidentes y, en su campo, servir de instrumento disuasorio para el incumplimiento (Pérez Vives, 2011, p. 59).

Como pasa a estudiarse en detalle, existe un consenso general frente a ciertos elementos estructurales de la responsabilidad civil, esto es, el hecho ilícito, el daño y el nexo de causalidad. Sin embargo, al replantear sus fines, hay un último elemento que se desestabiliza, y que recibe distintas apreciaciones: el criterio de imputación de la responsabilidad.

## 2. El daño: primer paso para declarar la responsabilidad

En las palabras de Adriano De Cupis, “Daño no significa más que nocimiento o perjuicio, es decir, aminoración o alteración de una situación favorable” (1975, p. 81). Álvaro Pérez Vives lo define como “toda lesión patrimonial o moral, todo menoscabo o pérdida, todo quebranto o dolor, que una persona sufra en su patrimonio o en sí misma” (2011, p. 59). Así, la importancia del concepto de daño como elemento de la responsabilidad civil atiende a la materialización de ese menoscabo, a su comprobación para concederle mérito a un reclamo de justicia. Philippe le Tourneau afirma que “el perjuicio constituye el fundamento de toda responsabilidad” (2004, p.

60), lo cual ratifica el profesor Fernando Hines-trosa cuando dice:

el daño es la razón de ser de la responsabilidad, y por ello, es básica la reflexión de que su determinación en sí, precisando sus distintos aspectos y su cuantía, ha de ocupar en primer lugar, en términos lógicos y cronológicos, en la labor de las partes y el juez en el proceso. Si no hubo daño o no se le pudo evaluar, hasta allí habrá de llegarse; todo esfuerzo adicional, relativo a la autoría y a la calificación moral de la conducta del autor resultará necio e inútil (1998, p. 36).

La doctrina ha realizado distintas clasificaciones del daño, destacando principalmente las categorías de *daño material* y *daño moral*. El primero constituye una afectación del patrimonio económico de la persona y se manifiesta como daño emergente y como lucro cesante (Martínez Rave y Martínez Tamayo, 2003, p. 262), siguiendo lo que establece el artículo 1614 del Código Civil. La reparación material del daño pretende restablecer el patrimonio afectado a la situación en la cual se hubiera encontrado si no se hubiera verificado el hecho dañoso (Visintini, 1996, p. 510), es decir, el regreso a la situación favorable de la cual hablaba De Cupis, reintegrando al patrimonio del afectado lo que tenía y perdió, así como lo que hubiera podido ganar y no ganó. En cuanto al daño moral, esto es, “la tristeza, la aflicción, el sentimiento de amargura que le produce a una persona determinado hecho no son susceptibles de ser compensados; no son propiamente medibles, cuantificables” (Cubides Camacho, 199, p. 2). Aunque a una persona no se le puede jurídicamente retornar a un estado

de felicidad o tranquilidad en contraposición a las afecciones sentimentales que le ha dejado el daño, la reparación económica es lo más cercano que ha encontrado el derecho como mecanismo de reequilibrio.

Siguiendo con lo anterior, se precisa una clasificación adicional al concepto de daño para los fines del presente texto: daño cierto y daño eventual. En particular, dice la doctrina que “para que el perjuicio sea indemnizable debe ser cierto, es decir, debe haber certeza sobre su ocurrencia y no puede ser simplemente hipotético, especulativo o eventual” (Castro, 2010, p. 45). La certeza, en contraposición a la eventualidad, radica en la negación de la incertidumbre alrededor del daño, en tanto no debe dejar dudas de que modifica o va a modificar la situación del afectado tal y como se establecía hasta el momento inmediatamente anterior a la ocurrencia del daño.

Concretamente, una situación de *default* puede perfectamente ser constitutiva de un daño para el inversionista en los términos de la teoría antes expuesta. Antes de realizar la inversión, el inversionista se encontraba en una posición en la cual tenía la posibilidad de disponer de una suma de dinero y aprovechar sus rendimientos futuros. Después de la inversión y ante un evento de *default*, el inversionista ya no tiene suma alguna de la cual disponer y sus expectativas de derivar una utilidad se han desvanecido. Si a lo anterior se suma la inexperiencia de muchos inversionistas que por primera vez han buscado alternativas para sus flujos de dinero en el mercado de valores, o personas que depositan

todos sus ahorros en este mercado, hay una impresión emocional demostrable que puede ser caracterizada como daño moral.

El inversionista que ha sufrido la pérdida podría alegar el daño emergente por la suma de dinero que invirtió indexada en su valor actual, y el lucro cesante no solo por los réditos esperados de acuerdo con el prospecto de la emisión o las proyecciones financieras respectivas, sino además por un cálculo de pérdida de costo de oportunidad; en este último punto deberían analizarse las diferentes alternativas a disposición del inversionista, en las cuales hubiera podido invertir la misma suma de dinero y sin embargo no lo hizo en razón a la confianza depositada en la correspondiente calificación de riesgo.

### 3. El hecho ilícito

La responsabilidad civil extracontractual surge de un hecho jurídico que corresponde a la “modificación o transformación de una situación anterior” (Martínez Rave y Martínez Tamayo, 2003, p. 262). De esta forma, todos los eventos de la naturaleza junto con todos los comportamientos humanos, capaces de transformar la realidad con la finalidad de producir efectos jurídicos, deben entenderse como un hecho jurídico (Tamayo, 2007, p. 28). Cuando un hecho afecta el equilibrio del ordenamiento jurídico, habrá un hecho ilícito cuyas consecuencias serán susceptibles de indemnización previa configuración de la responsabilidad civil del agente.

El hecho jurídico ilícito, para establecerse como elemento esencial de la responsabilidad civil, su-

pone una conducta del agente, bien sea por acción o por omisión. Así, cuando los efectos jurídicos causados son el resultado de una conducta del sujeto a partir de la cual “produce todos los mecanismos físicos necesarios para que la mutación del mundo exterior se produzca” (Tamayo, 2007, p. 190), se tendrá una conducta activa. En cuanto a la conducta omisiva del agente, la doctrina ha distinguido entre la omisión en la acción y la omisión pura y simple. La diferencia entre una y otra radica en que la primera supone un deber general de actuar por parte del agente, es decir, el deber de evitar el daño llevando a cabo la acción que omitió. Por el contrario, la segunda no es un deber genérico a menos que el agente ocupe una posición específica frente a la conducta que le es ajena y por ende tenga la “obligación legal o contractual de actuar” (Tamayo, 2007, p. 190), así como la posibilidad inmediata de actuar en el caso concreto.

Específicamente respecto a las ACR, el hecho ilícito radica en una conducta activa: calificar un activo financiero mediando conflictos de interés, errores técnicos e incumplimiento de sus deberes profesionales, vulnera su deber profesional frente a los inversionistas, produciendo en estos un detrimento patrimonial. De acuerdo con los rasgos característicos del hecho ilícito, la prohibición legal que surge es la de respetar los derechos e intereses de terceros por encima de los intereses propios. El quebranto al ordenamiento jurídico por parte de las ACR depende de su gestión profesional frente a terceros. Si se altera la confianza legítima del inversionista, bien sea porque la ACR omitió llevar a cabo alguna actividad que le es propia en desarrollo de una de-

terminada calificación, o bien porque intencionalmente incrementó el grado de calificación de cualquier activo financiero sin que este tuviera la calidad requerida, se está desequilibrando el sistema jurídico en general al afectar intereses ajenos.

En últimas, el hecho resultará ilícito cuando las ACR no ocupen adecuadamente la posición que legalmente se les ha atribuido. Quiere decir lo anterior que si las ACR tienen encomendada la función de solucionar problemas de asimetría de información para garantizar la eficiencia del mercado, cuando por su conducta dicha asimetría se incrementa, el efecto es contrario y su actuar es antijurídico: el orden económico exige una conducta por parte de las ACR para solucionar una distorsión del mercado; su actuación contraria afecta el orden económico y de contragolpe causa daños concretos a quienes hacen parte de dicho orden económico.

#### 4. El nexos causal

Quien deba ser declarado civilmente responsable, debe serlo en virtud de un hecho atribuible a su propia conducta o la de sus agentes, que se relacione con el daño. En este sentido, la doctrina ha sentado la máxima “uno sólo responde por los efectos de su propia conducta” (Tamayo, 2007, p. 248). Luego, habiendo establecido el daño, debe aparecer un vínculo causal entre este y un hecho generador, de manera tal que el primero se erija como un efecto propio del segundo determinado como su causa, causalidad que está contemplada legalmente bajo el artículo 2341 del Código Civil.

Así entonces, para que se configure la responsabilidad civil de un sujeto, a la par con los demás elementos esenciales, es necesario que “el perjuicio pueda atribuirse al hecho o a la culpa (o en general a la actividad) del demandado en responsabilidad civil” (Tamayo Lombana, 2009, p. 100). El daño debe encuadrarse en un contexto general del cual pueden provenir innumerables factores de confusión para determinar cuál de todos los hechos concurrentes pudo haber llevado a producir el desequilibrio; el nexo de causalidad, por ende, busca unir fenomenológicamente el daño con un hecho, una conducta o una omisión, asegurando que en las mismas condiciones fácticas no se hubiera producido el daño de no haber sido por la aparición de ese hecho. Se sigue de lo anterior que en virtud de una adecuada aproximación al nexo de causalidad pueda afirmarse que “no es posible que una persona responda por todas las consecuencias, aun las más remotas e imprevisibles de su acto” (Pérez Vives, 2011, p. 328).

Así las cosas, el nexo de causalidad constituye un proceso intelectual cuyo fin es encontrar las bases fácticas para imputarle un daño a un sujeto o grupo de sujetos determinado. Ello corresponde a la metodología adoptada por la Corte Suprema de Justicia, en virtud de la cual

Establecida ex ante la realidad o certeza del daño, debe determinarse su causa e imputarse al sujeto, de donde, la relación, nexo o vínculo de causalidad, es el segundo elemento constante de la responsabilidad y consiste en precisar al autor del detrimento, mediante la imputación fáctica, física, material o causal del

menoscabo a su conducta, sea por acción, sea por omisión (sentencia 24 ago. 2009).

Pero debe aclararse que aunque el proceso intelectual le corresponde al operador judicial, es el demandante quien tiene el deber de probar el respectivo nexo de causalidad. En este contexto, la doctrina ha establecido nexos de causalidad simple y nexos de causalidad complejos, según la serie de eventos que concurren frente a una determinada pretensión de responsabilidad. Si un sujeto ha causado un daño como resultado directo de su propia conducta, el demandante solo deberá probar que dicha conducta ha sido, efectivamente, la causa del daño. Pero, si entre la conducta del sujeto y la producción del daño han mediado una serie de eventos intermedios, el demandante tendrá la difícil tarea de demostrar que el daño ha sido producido por el primer evento que corresponde a la conducta que se le imputa al sujeto, sin relación con los hechos que han concurrido en el interregno.

En virtud de ello, dos teorías prevalecen dentro de la doctrina del nexo de causalidad: la teoría de la equivalencia de condiciones, y la teoría de la causalidad adecuada (Tamayo, 2007, p. 374). La primera de ellas propone que los eventos que incidieron en la producción de un daño son causas equivalentes, entendiendo que si alguna de ellas faltara, el daño no se hubiera producido. Por su parte, la causalidad adecuada se refiere a la teoría según la cual jurídicamente solo tendrán incidencia en la producción del daño las causas que se consideren más adecuadas para su efectiva realización. A diferencia de la teoría de la equivalencia de condiciones, en la

teoría de la causalidad adecuada no todas las condiciones que participan en la producción de un daño se consideran causas para atribuir una responsabilidad civil. Hay, por lo tanto, unos acontecimientos que normalmente pueden producir el perjuicio y que excluyen otros que se consideran solo fortuitos (Velásquez, 2009, p. 464).

Habiendo hecho las anteriores precisiones sobre el nexo de causalidad, bien podría afirmarse que una calificación de riesgo es capaz de generar una pérdida patrimonial en el inversionista que la adoptó como criterio de decisión en su inversión. Acogiendo la teoría de la causalidad adecuada, es viable considerar que la calificación de riesgo no resulta inocua en el detrimento patrimonial que este pueda sufrir por la situación de *default* de la emisión. Si la calificación fuera adecuada, nada habría que reprochar a la ACR por la pérdida del inversionista. Por el contrario, la calificación defectuosa constituye una causa adecuada, pues le ha llevado a tomar una decisión de inversión viciada en su contenido informativo. Y ante la falta de experticia en materia financiera de algunos inversionistas, una calificación de riesgos puede tomarse como una fuente importante de información para aquel que la acoge como criterio para invertir. Resultaría viable afirmar que la calificación de riesgo puso en marcha la acción del inversionista de realizar la inversión específica en defecto de todas las demás posibilidades que integraban la oferta en el momento en que tomó la decisión. Si el perfil del inversionista permite inferir que la información menos costosa que podía conseguir y la que razonablemente podía entender

era la calificación de riesgo, entonces esta deberá tenerse como esencial para el inversionista al momento de tomar la respectiva decisión de inversión.

Valga decir que el nexo de causalidad entre la calificación desarrollada por las ACR y la pérdida patrimonial sufrida por el inversionista depende de la aproximación al proceso de toma de decisión del inversionista. Así, cuanto más valor se le otorgue a la calificación como criterio adoptado por el inversionista, mayor posibilidad de adecuación se le concederá a esta como causa del detrimento del último. Sin duda, la configuración del nexo de causalidad refleja una dificultad probatoria importante dadas las demás causas que rodean una decisión de inversión. Sin embargo, debe recogerse lo mencionado sobre la información asimétrica para buscar fundamentos teóricos a los presupuestos de causalidad. Si el inversionista supiera que los activos financieros en circulación son de mala calidad, actuaría racionalmente y se abstendría de invertir. Pero, dado que entre el inversionista y el emisor hay una significativa asimetría de información, el primero se vale de herramientas que aligeran los costos de obtener información por sí mismo, como son las calificaciones de riesgo.

En últimas, una calificación defectuosa incrementa la probabilidad de selección adversa por parte del inversionista quien, sin saberlo, está invirtiendo sus recursos en un activo financiero que en realidad tiene una alta probabilidad de pérdida y ello puede ser conocido por la ACR. La causalidad, en ese estado de cosas, es directa cuando la ACR contribuye con su calificación



a que el inversionista seleccione un activo financiero malo sobre las demás alternativas posibles, poniendo en marcha una secuencia de eventos que terminará en la pérdida patrimonial a cargo de este.

## 5. Criterios de imputación de responsabilidad

En este punto se parte de la premisa que la causación de un daño supone cargas económicas que deben ser soportadas, necesariamente, por algún sujeto. Al respecto, Kemelmajer de Carlucci y Parellada explican la imputabilidad de la conducta como elemento de la responsabilidad civil extracontractual así:

El hecho dañoso provoca, fácticamente, la lesión a un sujeto; frente a éste fenómeno, el Derecho se pregunta si es justo que el daño quede a cargo de quien de hecho lo ha sufrido, o si, por el contrario, debe desplazar sus consecuencias económicas a otras personas. Si no es justo, impone la obligación de responder; la razón por la cual produce tal desplazamiento es lo que denominamos factor de atribución (2004, p. 637).

Un sujeto debería soportar los costos del daño sufrido por otro, bien porque ha desarrollado una actividad con unas características especiales o bien porque ha actuado con culpa con específica atención a su posición en el mercado o en la sociedad. El primer factor corresponde al estudio de la teoría del riesgo y el segundo al de la teoría de la culpa, las cuales se pasarán a estudiar en seguida tomando como fundamento hipótesis concretas de conducta de las ACR.

### 5.1. Responsabilidad por riesgo

Recogiendo lo dicho sobre la necesidad de adaptación del Derecho a los avances del mundo moderno, la teoría del riesgo se perfila como una innovación en el ámbito jurídico que hace frente a las dificultades que en muchos casos se presentan con relación a la demostración de la culpa. La industrialización y los avances tecnológicos, particularmente, crearon una situación desfavorable a las víctimas de daños que la teoría de la culpa no podía resolver: determinar “el origen o la autoría del daño” (Pérez Vives, 2011, p. 312). En términos claros, la responsabilidad asociada al riesgo tiene como principal característica el aligeramiento de la labor probatoria del demandante, así “debería bastar el daño y la imputabilidad causal del agente para que este se viese obligado a indemnizar” (Tamayo, 2010, p. 295).

Como procesalmente el demandante queda relevado de probar la culpa del demandado, aceptando eventualmente que este alegue una causa ajena que rompa el nexo de causalidad para poder exonerarse (López, 2009b, p. 548), los detractores de esta teoría no son pocos. Una buena parte de ellos plantea argumentos de tipo económico, afirmando que un sistema fundado en la teoría del riesgo no haría otra cosa sino frenar el emprendimiento, pues amplificaría el riesgo a cargo de los empresarios de ser condenados civilmente por el solo hecho de desarrollar una actividad en particular. No obstante, el contraargumento que surge se refiere a la asignación de la carga de soportar los efectos de un riesgo creado por un sujeto. En efecto, la com-

plejidad de las nuevas relaciones personales implica que haya sujetos en mejor posición de asumir los costos de ciertos riesgos, así como sujetos con un mayor grado de vulnerabilidad. Al respecto anota López, citando a Esser, que la responsabilidad por riesgo

es responsabilidad por un resultado dañoso derivado de riesgos no completamente controlables cuya dificultad de dominación pudo haber inducido al legislador a prohibir su explotación o uso, de no darse para su admisión un interés general predominante: pero como su explotación o uso benefician en primer lugar al empresario o al usuario, es justo que sean éstos, y no la comunidad, los que soporten los riesgos específicos no controlables (2009, p. 572).

En tal sentido, la teoría del riesgo acoge una función socialmente garantista frente a los peligros que conllevan algunas actividades del mundo actual.<sup>5</sup> Con esta perspectiva, quien crea un riesgo lo hace derivando utilidades de este, así que no resultaría apropiado considerar que mientras no se materialice el riesgo siga engrandeciendo su patrimonio, mientras que traslada las pérdidas a quien materialmente recibe los efectos de la realización del riesgo. En tanto sigan existiendo situaciones antitéticas de parte fuerte-parte débil, el riesgo debería asumirlo quien esté en mejor posición para preve-

nirlo y para soportar sus consecuencias. Sobre el particular, Josserand, precursor de la teoría del riesgo, sentenció que quien “pone en acción en su interés, en su provecho, fuerzas temibles, debe asumir las consecuencias de su iniciativa ... el poder, el provecho, la dirección exigen responsabilidad” (2012, p. 298).

El riesgo creado, así como el riesgo provecho, tienen una connotación pragmática en relación con las características de las actividades empresariales actuales. Al crear un riesgo, su creador debe soportar las consecuencias de su iniciativa sin que otros deban hacerlo en su lugar. Y a la par, las actividades riesgosas, por lo general, suponen un provecho aún mayor, es decir, el provecho es directamente proporcional al riesgo; por ende, quien aprovecha las utilidades del riesgo, debe también cubrir sus cargas (Pérez Vives, 2011, p. 314).

En Colombia, la Corte Suprema de Justicia ha ilustrado la teoría del riesgo sobre la base de la teoría de las actividades peligrosas, definiendo estas últimas como “actividades de riesgo o peligro, esto es, aquellas que aunque lícitas y permitidas por el ordenamiento son potencialmente dañosas de acuerdo con las reglas de experiencia, probabilidad de su ocurrencia y cuya enunciación en el catálogo legal es descriptiva” (sentencia, 24 ago. 2009).

A partir de lo anterior, es preciso anotar que la valoración judicial sobre el riesgo inherente a una determinada actividad es determinante para derivar el análisis objetivo de responsabilidad de unos hechos dados. En este punto, el

5 La doctrina española, con Luis Díez-Picazo y Antonio Guillón, ha orientado su atención al origen de la teoría del riesgo diciendo: “Decadencia del individualismo y exaltación de lo social, extensión hasta límites insospechados de la industria, intensificación de las relaciones interpersonales. Son estas causas y otras concepciones sociales y económicas (auge del pensamiento socialista) las que llevan a formular la teoría del riesgo como fundamento de la responsabilidad” (2012, p. 6).

doctrinante López entiende que uno de los elementos que caracterizan la responsabilidad por riesgo es que esta misma “presupone un cierto grado de peligro” (2009b, p. 589). Así, una actividad se reputa peligrosa en función de la calificación que le otorga el juez, tal y como lo afirma Tamayo:

lo cierto es que el juez deberá, en cada caso concreto, determinar si la situación se adecua a los fundamentos ya descritos y, como en la mayoría de problemas de la responsabilidad aquiliana, determinará soberanamente los alcances de las normas. Esta facultad del juez es muy importante, pues no hay un fundamento a priori para fijar con exactitud el límite entre las actividades peligrosas y las que no lo son. En consecuencia, en cada situación, el juez decidirá si el daño fue causado por una actividad que reunía las características de peligrosidad (2007, p. 946).

Pues bien, en cuanto a las actividades peligrosas el profesor Tamayo ha recopilado su fundamento teórico a partir de la siguiente definición:

peligrosa es toda actividad que, una vez desplegada, su estructura o su comportamiento generan más probabilidades de daño de las que normalmente está en capacidad de soportar por sí solo un hombre común y corriente. Esta peligrosidad surge porque los efectos de la actividad se vuelven incontrolables o imprevisibles debido a la multiplicación de energía o movimiento, a la incertidumbre de los efectos del fenómeno o a la capacidad de destrozo que tienen sus elementos (2007, p. 934).

En virtud de lo anterior, una actividad adquiere un determinado grado de peligrosidad en refe-

rencia a la capacidad de soportar sus efectos por parte de los demás miembros de la sociedad, junto a la magnitud de los efectos que pueda producir su conducta dentro de la sociedad. En tales términos, al romper el equilibrio de fuerzas entre dos sujetos, y al amenazar la integridad de un sistema de relaciones sociales, se podría hablar de una actividad peligrosa.<sup>6</sup>

El riesgo creado por las ACR se refiere al suministro de información a inversionistas que se valen de esta para tomar una decisión de inversión. Al cumplir con la función correctora de una de las fallas del mercado, la información asimétrica, la ACR está acercando a los inversionista no calificados ni expertos en materia financiera a tomar una decisión de inversión, esto es, a comprometer sus ahorros canalizándolos mediante el mercado de valores. Se trata de una actividad de comportamiento en la que, una vez emitida una calificación específica, el mercado comienza a comportarse en función de ella con la compra y la venta de los activos financieros calificados.

Por su parte, como pudo evidenciarse en la reciente crisis financiera mundial, los efectos que puede generar el *default* de un determinado activo financiero son de naturaleza sistémica. Esa misma es la razón para que la regulación del Estado en materia económica y financiera busque anticiparse a consecuencias nefastas sobre la economía en general. La actividad de las ACR puede acercar a un inversionista ocasional

6 Dicha afirmación la ilustra el profesor Tamayo así: “Cada uno tiene derecho únicamente a crear el riesgo que genera su cuerpo y su conducta en el curso normal y pausado de su vida. En el momento en que el individuo despliega actividades que superen esos riesgos, habrá ejercicio de actividades peligrosas” (2007, p. 946).

a invertir en un determinado valor en defecto de otros ofrecidos en el mercado, ampliando el riesgo de adquirir un activo financiero cuya estructura tiende al *default*, ocultando las razones que hacen de ese valor un verdadero *limón*.

Con todo, sería injusto afirmar que el riesgo de pérdida patrimonial ha sido creado exclusivamente por las ACR. Es más, su intervención dentro del proceso de emisión ocurre luego de la decisión del emisor de poner en circulación los respectivos activos financieros. No obstante, su intervención tiene la proyección de disminuir el riesgo para los inversionistas, pero también de aumentarlo de manera significativa. Pues bien, la que se considera una opinión y no una recomendación para comprar, tiene unos efectos mucho más fuertes desde el momento que se le ha asignado a determinadas empresas y no a otras, la labor de calificar el riesgo de incumplimiento de una emisión. La labor de las ACR en relación con los inversionistas es la de proyectar el comportamiento de un valor o la solvencia de un emisor, y al hacerlo deben implementar requerimientos técnico-financieros propios de su actividad. Así, tal y como se afirma en la sentencia australiana arriba mencionada, las ACR tienen un deber especial de cuidado frente a los inversionistas que carecen de otras herramientas de protección de su patrimonio. Infringir ese deber de cuidado supone incumplir con su función especializada, aumentando el riesgo para los inversionistas y amenazando su estabilidad económica.

Es ahí donde la posición que ocupa una ACR dentro del mercado financiero se hace determinan-

te para desarrollar una teoría de riesgo creado y riesgo provecho. Su actividad les genera unas utilidades significativas, pues solo a ellas puede recurrir el emisor para ganar la confianza de los inversionistas y así lograr vender con mayor facilidad los activos financieros que hacen parte de la emisión. A la par, la ACR genera confianza, lo cual permite que se cree una situación de compra que podría resultar en la quiebra económica del inversionista. En la mayoría de casos, el respectivo activo financiero podría no entrar en *default*, y así la ACR y los inversionistas habrían derivado la ganancia esperada. Caso contrario, si la emisión entra en *default*, solo los inversionistas deberán asumir las cargas del riesgo creado por la ACR luego de expresar una opinión técnica sobre las probabilidades de incumplimiento, pero las ACR mantendrán su *statu quo*, pues de cualquier forma habrán recibido el pago por el servicio prestado al emisor.

Y ante todo, lo anterior no debería tomarse como una anulación de las ACR como modelo de negocio, teniendo en cuenta que una postura como esta podría aumentar su exposición a condenas judiciales. Si bien las posibilidades de exoneración de las ACR se reducen conforme a esta teoría, adoptar medidas de mitigación del riesgo creado no dejaría espacio para ser condenadas. En otras palabras, si una situación de pérdida abrupta del emisor o de la emisión no es producto de la ocurrencia de una causa extraña, no podría decirse que su análisis de riesgo estuvo soportado en calificaciones juiciosas y plausibles que describieran la calidad real del valor o del emisor.

## 5.2 La culpa profesional

En contraposición a la teoría del riesgo, es pertinente ofrecer una alternativa de atribución de responsabilidad igualmente novedosa y de gran acogida actual: la culpa profesional. De acuerdo con una parte de la doctrina, la teoría del riesgo se agota en sus mismos postulados al tratar de sobreponerse a un sistema fundado en la culpa, sin concebir que este concepto se encuentre en el fondo de sus pilares teóricos. En efecto, siguiendo las palabras de Le Tourneau,

La teoría del riesgo ha conquistado un gran espacio: vastos dominios de la actividad humana escapan hoy en día a la responsabilidad subjetiva; sin embargo, ésta conserva un amplio lugar; además interfiere en los regímenes fundados en el riesgo: el guardián de una cosa se exonera parcial o totalmente al establecer la falta de la víctima. ... Cada uno es responsable de los daños anormales causados no solamente por su comportamiento o por el de las personas sobre las cuales se ejerce una autoridad, sino también por las cosas de las que tiene la guarda. Ahora la anormalidad no es moralmente neutra (2004, p. 35).

El fundamento de dicho criterio de atribución de responsabilidad radica naturalmente en la culpa, esto es, una valoración subjetiva de la conducta del presunto responsable, que tiene como resultado una incongruencia con los estándares de comportamiento establecidos por el ordenamiento jurídico.<sup>7</sup> Pero más allá de la

culpa en su acepción corriente, la culpa profesional supone un grado de valoración aún más estricto. Es por eso que ha sido dicho que a un sujeto técnico dotado de una determinada especialización, se le debe exigir más que cuanto se le exigiría a un particular.<sup>8</sup> El profesor peruano Ricardo Lorenzetti ha caracterizado al profesional refiriéndose a

la existencia de un conocimiento experto, cuya posesión da un poder frente a otro y designa, entonces, una nueva desigualdad negocial. La profesionalidad importa un conocimiento específico, inaccesible para el cliente y que vuelve a este último dependiente... Así como el desnivel económico generó un orden público de protección, también lo produce el de conocimiento. Surge entonces que la superioridad técnica se correlaciona con la jurídica, y es esta segmentación la que habilita nuevos temas: la interpretación contra el profesional, la inversión de la carga probatoria, el deber de información (2006, p. 406).

En ese estado de cosas, la realidad económica actual supone una serie de diferencias plausibles entre sujetos según la actividad que realicen y el grado de conocimientos que retengan sobre una determinada materia. Así, el nivel de responsabilidad que tienen unos y otros respecto de la comunidad en general es, naturalmente, distinto.

En este punto es preciso traer a colación la importante distinción que han hecho la jurisprudencia y la doctrina italiana entre imprudencia e impericia (Visintini, 1996, p. 234). En su acep-

<sup>7</sup> Se debe tener en cuenta la discusión doctrinal vigente sobre la noción de culpa, en cuanto no se ha llegado a un consenso sobre su definición exacta.

<sup>8</sup> Véase Visintini (1996, p. 230) y Vallespinos (2009, p. 419).

ción común y corriente, la culpa constituye una apreciación de la conducta del sujeto demandado para compararla con “la moral colectiva, para determinar si la conducta es aceptable o reprochable” (Gamboa, 2010, p. 155). La moral y las buenas costumbres se utilizan para llenar de contenido la definición de diligencia o prudencia de acuerdo con parámetros generales aceptados por todos los sujetos (Gamboa, 2010). El juicio de valor asociado a la apreciación sobre la conducta del sujeto no debe tener, por lo tanto, fundamentos idénticos cuando la sociedad y su moral colectiva observan con criterios distintos la diligencia del buen hombre de familia y la pericia del buen hombre de negocios.

Así, cuando el profesional debe llevar a cabo una operación específica o prestar un servicio especializado, concurre la necesidad de solucionar problemas de carácter técnico de especial dificultad en los cuales son irrelevantes las condiciones personales o sociales del profesional (Visintini, 1996, p. 234). La pericia, en últimas, es lo que se aprecia del profesional y no simplemente su diligencia. Entonces, si se acoge la definición del *Diccionario de la lengua española*, según la cual pericia es “Sabiduría, práctica, experiencia y habilidad en una ciencia o arte”, bien puede concluirse que la valoración de la culpa será mucho más rigurosa en cuanto pueda demostrarse cualquier desviación en el desarrollo de la actividad frente a parámetros de práctica y experiencia.

Las primeras razones para considerar como profesionales a las ACR deben ser buscadas en su misma regulación. De esta forma, teniendo en

cuenta que no cualquier persona puede ejercer dicha actividad sino únicamente quienes se encuentren inscritos en el RNAMV, previo otorgamiento de un permiso de funcionamiento por parte de la Superintendencia Financiera, hay un primer criterio de especialidad en relación con su actividad. Pero además, el Decreto 1076 de 2007 establece una serie de actividades que desarrollan las ACR, a partir de las cuales puede inferirse un conocimiento técnico y una experiencia financiera específica que les permiten cumplir con ellas. Aún más importante es el calificativo “técnico” que le brinda el citado Decreto a las opiniones manifestadas por las ACR, de manera que no se trata de una empresa o una persona natural que opine sin las bases de conocimiento necesarias sobre un determinado activo financiero.

La profesionalidad de las ACR, por lo tanto, exige una mirada aún más estricta de su labor de calificación frente a eventos de *default*. La forma en la cual se haya calificado a un emisor o una emisión que posteriormente entró en *default* permite entrever o bien que (i) sucedió un evento absolutamente extraordinario no previsible ni por la ACR con mayor pericia en la aplicación de metodologías de calificación, o bien que (ii) ha mediado un error técnico ostensible que impidió ajustar la calificación antes de que ocurriera el evento. No obstante, un modelo de regulación vago e inocuo como el que existe en Colombia, naturalmente propicia una situación como esta. Considerando que el Decreto 1076 de 2007 avala a las ACR para darse su propio reglamento y para adoptar su propia metodología, se ha abierto un espacio predilecto para la subjetividad como mecanismo de defensa.

## VII. CONCLUSIONES

Las ACR ofrecen información a los inversionistas sobre la posibilidad de que el emisor incumpla sus obligaciones crediticias. Al momento de invertir, los inversionistas asumen un mayor o menor riesgo de pérdida, lo cual corresponde al resultado de múltiples variables a partir de las cuales las ACR realizan sus proyecciones. De acuerdo con la teoría económica, es posible presumir que los emisores tienen un mayor control de la información del giro de sus negocios que los inversionistas, quienes solo tienen a su disposición la información circulante en el mercado. Sin embargo, las ACR pueden brindarle al inversionista información adicional para su decisión al especializarse en la estimación del riesgo, lo cual puede resultar determinante si el riesgo se adopta como criterio de decisión en cada caso particular.

Ahora bien, las ACR por hacer parte del sistema financiero son entidades reguladas, lo cual implica que su conducta debe sujetarse a parámetros definidos reglamentariamente. Aun así, la regulación de las ACR en Colombia les deja un margen amplio de actuación, de manera que aun ajustándose a los estándares reglamentarios, sus calificaciones podrían adolecer de errores graves que omitan la realidad de un valor en particular, y llevar al inversionista ocasional a confiar en su opinión profesional. Lo anterior implica que la regulación de las ACR sea inocua frente a los intereses particulares de los inversionistas que han sufrido daños por la gestión inapropiada de estas empresas. Enton-

ces, la responsabilidad civil se establece como el mecanismo adecuado para distribuir costos en circunstancias específicas, de manera que no sea únicamente el inversionista quien asuma las cargas de la pérdida cuando esta se ha debido a las acciones de otros actores, en este caso las ACR.

Desde un punto de vista teórico es posible argumentar la responsabilidad civil de las ACR bajo el siguiente supuesto: el *default* de una emisión le ha causado un daño patrimonial a un inversionista inexperto que tomó en consideración una calificación de riesgo optimista para hacer su inversión, la cual ostentaba errores técnicos de proyección que no reflejaban la realidad de dicha emisión.

Es claro que cuando una emisión entra en *default* los inversionistas sufrirán pérdidas patrimoniales no solo en relación con lo invertido, sino frente a sus expectativas de ganancia planteadas al momento de invertir. Ello constituye el daño como elemento de la responsabilidad civil. Por su parte, el nexo causal se establece cuando la calificación de riesgo haya sido esencial para el inversionista en su proceso de toma de decisión. Así, presumiendo que un inversionista inexperto cuenta con pocas herramientas de información que le permiten tomar una decisión, la calificación de riesgo será una de las principales que tendrá a su disposición a un costo bajo y de manera coherente con su formación financiera. En efecto, si el precio de un activo financiero no le ofrece al inversionista mayor información sobre su calidad, será la calificación de riesgo la que lo lleve a seleccionarlo; entonces, la cau-

salidad se deriva de la selección adversa que ha hecho el inversionista en virtud de la información adquirida a través de la calificación de riesgo.

Ahora bien, para completar la responsabilidad civil de una ACR bajo el supuesto mencionado, es preciso definir si es jurídicamente viable imputarle las consecuencias económicas del daño a la ACR o si el inversionista debe cargar con estas. Si la actuación de la ACR es justa o conforme al Derecho, no habría lugar a que corriera con estos gastos; por el contrario, si ha contrariado el ordenamiento jurídico, no sería justo que el inversionista sufriera las consecuencias de la conducta antijurídica de la ACR. Para definir dicho elemento se presentaron dos hipótesis teóricas: (i) la ACR no ha cumplido con un deber de cuidado especial, que se deriva del ejercicio de una actividad especializada que incrementa el riesgo de los inversionistas de caer en una selección adversa; o (ii) la ACR desarrolla una actividad profesional, y como tal, errores técnicos mínimos serán apreciados con mayor rigurosidad cuando por culpa suya un inversionista haya tomado una decisión equivocada.

En el primer caso, teoría del riesgo, se asume que la función de las ACR implica generar en el inversionista un grado de confianza en la evolución del comportamiento del valor en el cual decida invertir; ello conlleva que el inversionista considere tener más recursos de protección, de modo que el riesgo de pérdida habrá sido incrementado desde el mismo proceso de toma de decisión. Bajo esta perspectiva, una vez ocurrido el daño, habrá una dificultad probatoria para

el inversionista por carecer de los conocimientos para demostrar que la calificación no era correcta, al tiempo que la ACR podría demostrar fácilmente que sus proyecciones eran objetivas, técnicas e independientes. La teoría del riesgo, en últimas, es más gravosa para la ACR por cuanto su posibilidad de exonerarse de responsabilidad es limitada, y solo lo podrá hacer en cuanto pueda atribuirle las causas de la pérdida patrimonial a un tercero, demostrando que su calificación estaba debidamente fundamentada.

Por su parte, la culpa profesional exigirá un trabajo probatorio más escrupuloso para el inversionista. A partir de un ideal de diligencia establecido para las ACR desde un punto de vista técnico, deberá demostrar que su conducta no se ha ajustado a esos parámetros. Por lo tanto, deberá acreditar la culpa profesional de la ACR evidenciando concretamente en qué aspectos la calificación no fue adecuada para advertirle de los riesgos que corría al invertir en una determinada emisión de valores. Las características propias de la culpa profesional en Colombia sujetan al juez a un rigor de análisis mayor que si la conducta hubiera sido ejecutada por un agente sin la calidad profesional de una ACR. En virtud de esta teoría, el grado de culpa de un profesional debe ser mayor que el de un hombre común para que deba reparar los daños que pueda haber causado.

Frente a las dos últimas alternativas teóricas presentadas, en cada caso concreto sería igualmente válido adoptar una u otra posición. Aunque evidentemente la teoría de riesgo resulte más gravosa para las ACR, hasta el punto



de cooptar su iniciativa empresarial, no es posible afirmar que un grado de exigencia judicial en este sentido terminaría por anular los intereses económicos de su negocio. Por el contrario, podría decirse que se trata de un estudio costo-beneficio, analizando la probabilidad de *default* y eventualmente asumiendo de manera proporcional las consecuencias económicas de dicha situación. Por su parte, la culpa profesional acompaña el actual proceso de evolución industrial y comercial, y es coherente con la especialización de funciones de la cual deriva su eficiencia un mercado cada vez más complejo. La viabilidad de una argumentación fundada en la culpa profesional ha sido el fundamento de las decisiones adoptadas en otros países, particularmente en Australia, asumiendo que las ACR emiten opiniones de naturaleza profesional: al aplicar dicho entendimiento, se deberá considerar que no se trata de una opinión cualquiera, sino de una opinión con un trasfondo técnico y especializado del cual deben provenir, necesariamente, afirmaciones serias y fundadas en estudios y análisis realizados correctamente.

## Referencias

- Akerlof, G. (Agosto de 1970). *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. Obtenido de [iei.liu.se](http://www.iei.liu.se/nek/730g83/artiklar/1.328833/AkerlofMarketforLemons.pdf): <http://www.iei.liu.se/nek/730g83/artiklar/1.328833/AkerlofMarketforLemons.pdf>
- Allen, F. y Carletti, E. (30 de junio de 2009). *The Global Financial Crisis: Causes and Consequences*. Obtenido de [bm.ust.hk/gmifc/Prof.%20Allen%20&%20Carletti\\_The%20Global%20Financial%20Crisis.pdf](http://www.bm.ust.hk/gmifc/Prof.%20Allen%20&%20Carletti_The%20Global%20Financial%20Crisis.pdf)
- Autorregulador del Mercado de Valores (2009). *Impacto de la crisis financiera internacional en el sistema financiero colombiano y en su regulación*. Obtenido de [amvcolombia.org](http://www.amvcolombia.org): <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/Impactodelacrisis.pdf>
- Banton, A. (26 de febrero de 2013). *Holding ratings agencies to account - The Federal Court's landmark decision in Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services*. Obtenido de Association of Corporate Counsel: <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=dc6a0ff8-ec3f-4ac5-893e-2758359ce477>
- Bathurst Regional Council vs. Local Government Financial Services Pty Ltd* (n.º 5) [2012] FCA 1200. Federal Court of Australia (noviembre 5, 2012).
- Bebczuk, R. (2003). *Asymmetric Information in Financial Markets*. Reino Unido: Cambridge University Press.
- Boggio, A. (2013). ¿A qué nos referimos cuando hablamos de “responsabilidad extracontractual”? Una aproximación sociojurídica al derecho de la responsabilidad. En J. Bernal y J. Fabra (Eds.). *La filosofía de la responsabilidad civil* (págs. 609-630). Bogotá: Universidad Externado de Colombia.

- Castro, M. (2010). El hecho ilícito. Nociones fundamentales. El sistema de responsabilidad civil. En M. Castro Cifuentes (Coord.), *Derecho de las obligaciones* (t. I). Bogotá: Editorial Temis. Universidad de los Andes.
- Comisión Europea. (18 de junio de 2013). *Stricter rules for credit rating agencies to enter into force*. Obtenido de European Commission: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-13-555\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-555_en.htm)
- Comisión Nacional de Valores. (Diciembre de 2007). *Sociedades calificadoras de riesgo. Educación mercado de capitales*. Obtenido de CNV: <http://www.cnv.gob.ar/educacionbursatil/versionpdf/sociedadescalificadorasderiesgo.pdf>.
- Corte Suprema de Justicia. Sentencia del 9 de febrero de 1976. Responsabilidad extracontractual. (M. P. Germán Giraldo Zuluaga).
- Corte Suprema de Justicia. Sentencia del 24 de agosto de 2009, Rad.: 2001-01054. (M. P. William Namén Vargas).
- Cubides Camacho, J. (1999). *Obligaciones*. (Tercera ed.). Bogotá: Pontificia Universidad Javeriana.
- De Cupis, A. (1975). *El daño: teoría general de la responsabilidad civil*. (Á. Martínez Sarrión, Trad.). Barcelona: Bosch.
- Díez-Picazo, L. y Guillón, A. (2012). *Sistema de derecho civil*. En *Responsabilidad Civil* (II). J. Santos Ballesteros. Pontificia Universidad Javeriana. Temis.
- Fabozzi, F., Modigliani, F. y Jones, F. (2009) *Foundations of Financial Markets and Institutions*. New York: Pearson.
- Gamboa Uribe, J. (2010). *Elemento subjetivo: la culpa y el dolo en la responsabilidad civil*. En M. Castro de Cifuentes (Coord.), *Derecho de las obligaciones* (t. II, Vol. I). Bogotá: Ediciones Uniandes. Temis.
- Gjerstad, S. y Shachat, J. (2007). *Individual Rationality and Market Efficiency*. Indiana: Purdue University.
- Hanusch, M. y Vaaler, P. (2013). *Credit Rating Agencies in Emerging Democracies*. Obtenido de The World Bank: <http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-6379>
- Hinestrosa, F. (1998). Responsabilidad extracontractual: antijuridicidad y culpa. En J. Henao (Ed.), *El daño. Análisis comparativo de la responsabilidad extracontractual del Estado en derecho colombiano y francés*. Bogotá: Universidad Externado de Colombia.
- Josserand, L. (2012). Derecho civil. En J. Santos Ballesteros, *Responsabilidad civil*. Bogotá: Pontificia Universidad Javeriana. Temis.
- Kemelmajer de Carlucci, A. y Parellada, C. (2004). Responsabilidad civil. En F. Trigo Represas y M. López Mesa, *Tratado de la responsabilidad civil*. Buenos Aires: La Ley.

- Kirabaeva, K. (Septiembre de 2009). *The Role of Adverse Selection and Liquidity in Financial Crisis*. Obtenido de econweb.arts: <http://econweb.arts.cornell.edu/CAE/conferences/Koralai.Kirabaeva.pap.pdf>
- Le Tourneau, P. (2004). *La responsabilidad civil*. (J. Tamayo Jaramillo, Trad.). Bogotá: Legis Editores.
- López Mesa, M. (2009a). Balance y perspectivas de la responsabilidad civil en el derecho moderno. En *Tendencias de la responsabilidad civil en el siglo XXI*. Bogotá: Universidad Javeriana, Facultad de Ciencias Jurídicas. Biblioteca Jurídica Diké.
- López Mesa, M. (2009b). *Elementos de la responsabilidad civil*. Bogotá: Biblioteca Jurídica Diké.
- Lorenzetti, R. (2006). Nuevos enfoques en la responsabilidad profesional. En J. L. de los Mozos (Dir.), *Responsabilidad civil. Derecho de daños: teoría general de la responsabilidad civil*. Lima: Editorial Jurídica Grijley.
- Martínez Rave, G. y Martínez Tamayo, C. (2003). *Responsabilidad civil extracontractual*. (Undécima ed.). Bogotá: Temis.
- McNamara, S. (27 de junio de 2012). *Informational Failures in Structured finance and Dodd-Frank's improvements to the regulation of credit rating agencies*. Obtenido de Social Science Research Network: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2132258](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2132258)
- Munar Cadena, P. (2009). Visión de la jurisprudencia de la Corte Suprema de Justicia de Colombia en torno a la responsabilidad civil. En *Tendencias de la responsabilidad civil en el siglo XXI*. Bogotá: Universidad Javeriana, Facultad de Ciencias Jurídicas. Biblioteca Jurídica Diké.
- Myers, S. y Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics* (13), 187-221.
- Nelson, S. y Katzentstein, P. (Noviembre de 2011). *Risk, uncertainty, and the Financial Crisis of 2008*. Obtenido de nccg.princeton: [https://nccg.princeton.edu/IPES/2011/papers/NK\\_risk.pdf](https://nccg.princeton.edu/IPES/2011/papers/NK_risk.pdf)
- Pérez Vives, A. (2011). *Teoría general de las obligaciones*. (A. Tamayo Lombana, Rev.). Bogotá: Doctrina y Ley.
- Reglamento (EU) n.º 462 de 2013 del Parlamento Europeo y del Consejo (21 de mayo de 2013). Por el cual se modifica el Reglamento (CE) n.º 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia. Obtenido de eur.lex.europa.eu: [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=uriserv:OJ.L\\_.2013.146.01.0001.01.SPA](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=uriserv:OJ.L_.2013.146.01.0001.01.SPA)
- Rosillo, M. (2004). Arreglos institucionales para la regulación y la supervisión financiera: la integración de la supervisión financiera en Colombia. *Revista de Derecho Privado* (32), 91-138.

- Stiglitz, J. (2008). *Government Failure vs. Market Failure: Principles of Regulation*. Obtenido de Columbia University: <http://academiccommons.columbia.edu/catalog/ac:126997>
- Tamayo Jaramillo, J. (2007). *Tratado de responsabilidad civil*. Bogotá: Legis Editores.
- Tamayo Jaramillo, J. (2010). *¿Hasta dónde se puede objetivar la responsabilidad civil?* En M. Castro de Cifuentes (Coord.), *Derecho de las obligaciones* (t. II, Vol. II). Bogotá: Ediciones Uniandes. Temis.
- Tamayo Lombana, A. (2009). *La responsabilidad civil extracontractual y la contractual*. (Tercera Ed.). Bogotá: Doctrina y Ley.
- Vallespinos, C. (2009). Algunas consideraciones sobre la responsabilidad profesional. En *Tendencias de la responsabilidad civil en el siglo XXI*. Bogotá: Pontificia Universidad Javeriana, Facultad de Ciencias Jurídicas. Biblioteca Jurídica Diké.
- Velásquez Posada, O. (2009). *Responsabilidad civil extracontractual*. Bogotá: Temis. Universidad de la Sabana.
- Visintini, G. (1996). *Trattato Breve della Responsabilità Civile- Fatti illeciti. Inadempimento. Danno risarcibile*. Padua: Cedam.