La calificación de riesgo y los agentes de calificación de riesgo (ACR) en la nueva regulación

Elespe, Douglas

Abstract: "En la Ley de Mercados de Capitales (LMC) se hace muy poca referencia a las Calificadoras de Riesgo y principalmente la modificación se refiere a la posibilidad que las Universidades Públicas sean calificadoras de riesgo. El autor en el presente trabajo, se exploya sobre estos temas."

I. Introducción

Las nuevas normas han sido establecidas en virtud de la renovación legislativa y reglamentaria vigente que comenzara con el dictado de la Ley de Mercado de Capitales Nro. 26831 en diciembre de 2012 que modificó el régimen vigente bajo la Ley 17811. Su Decreto Reglamentario estableció disposiciones que podrían haber quedado en la órbita de la facultad reglamentaria de la CNV y que desde el punto de vista de la técnica legislativa hubiera sido mejor por cuanto le permitiría a este organismo adaptar la aplicación y regulación de la ley a circunstancias cambiantes, especialmente en lo que respecta a la órbita del mercado de capitales cuyo dinamismo obliga a ello.

En la Ley de Mercados de Capitales (LMC) se hace muy poca referencia a las Calificadoras de Riesgo y principalmente la modificación se refiere a la posibilidad que las Universidades Públicas sean calificadoras de riesgo.

El origen de las Calificadoras de Riesgo se remonta a EEUU donde algunos incumplimientos de los emisores de bonos en oferta pública generaron la necesidad de contar con información sobre la situación económica financiera de los emisores y una opinión sobre la capacidad y voluntad de pago de los mismos. En realidad nacieron como una prensa especializada que fue muy bien recibida por el público y los inversores institucionales a principios del Siglo XX. Algunos datan la misma en la experiencia individual de J. Moody que publicara trabajos en 1909 y creara su análisis de las inversiones ferroviarias, el mismo en 1914 fundó su firma de calificación Moody's Investors Service. Otros consideran como precursor a John Knowles Fitch que se estableció en forma corporativa en 1913 hace un siglo. Fitch publicó estadísticas e información financiera bajo un manual de acciones y bonos. También hizo popular la utilización de la nomenclatura de letras que se emplea en forma generalizada para mostrar los distintos niveles de riesgo calificados (AAA, AA, A, hasta la D). También se podría hablar de Henry Poor que en 1860 ya había publicado su trabajo sobre la historia de los ferrocarriles y canales en los EEUU y que finalmente se fusionó en 1941 con la Standard Statistics (que existía desde la primer década de ese siglo) para formar lo que fuera luego S&P.

Con el tiempo la práctica de evaluación y calificación se fue institucionalizando hasta que en 1975 se reguló la validez de las calificaciones para estándares de capitalización por parte de los bancos comerciales y los agentes de bolsa reconociendo la Comisión de Valores de EEUU (SEC) a las mismas como organizaciones nacionalmente reconocidas a los fines de calificación estadísticas (National Recognized Statistical Rating Organizations o "NRSRO" por sus siglas). Esa denominación tan poco clara conjuntamente con una política igualmente opaca de reconocimiento sirvió para darle un baño institucional a las agencias que habían mostrado una actuación adecuada en el análisis y evaluación de riesgos crediticios en ese país. En otros países, en décadas sucesivas fueron incorporándose nuevas agencias, especialmente en Japón, Francia y Canadá hasta que en la década del 90 se expandió lentamente en todo el mundo producto de la desintermediación, globalización y titulización.

En Latinoamérica fue Chile la que comenzó con un régimen de calificación de riesgo en la década del 90 para asegurar especialmente las buenas prácticas de los inversores institucionales que crecían aceleradamente en ese país. Con el advenimiento de los fondos de pensión privados y el crecimiento del ahorro privado se vio en la necesidad de asegurar que la competencia entre los distintos inversores institucionales de ahorro forzado o voluntario no fueran a actuar en desmedro de los intereses de sus representados adquiriendo títulos públicos pensando más en su rentabilidad de corto plazo —lo que le ganaría participación de mercado y comisiones— descuidando la seguridad y calidad crediticia de la cartera que administraran. Así se reguló la actividad de las "sociedades clasificadoras de riesgo". El sistema con algunos cambios fue incorporado luego en Argentina bajo la denominación de "calificadora"

y no "clasificadora" como en Chile y estos dos antecedentes institucionales fueron luego multiplicándose en toda América Latina. Brasil ha sido uno de los últimos en incorporarse al sistema.

En Chile, con la finalidad de asegurar la calidad de las carteras de inversión de las administradoras de pensiones se exigió que se tenga calificación tanto para títulos de renta fija (bonos, fideicomisos, etc.) como para títulos de renta variable (acciones ordinarias). Esta fue una creación original ya que en los mercados maduros generalmente las calificadoras no evalúan títulos de renta variable por cuanto no existe un riesgo de crédito sino un riesgo de mercado, liquidez, cotización, etc. pero no pago ya que por naturaleza las acciones ordinarias no aseguran una renta determinada por cuanto es precisamente el riesgo del accionista el invertir en un título que puede o no abonar dividendos. Esta práctica de calificar títulos de renta variable se extendió a Argentina que lo incorporó a su régimen en un momento en que en Chile se modificaba. De todas formas, otros países fueron adoptando el sistema chileno o argentino. A diferencia del modelo de EEUU el régimen latino ha sido uno de mayor supervisión y control por parte de las comisiones de valores. En algunos casos la regulación ha llegado a transformarla en una actividad altamente controlada con multiplicidad de actos de carácter solemnes que la dotan de procedimientos ineludibles para la validez y vigencia de la actividad y sujeta a responsabilidades jurídicas por el incumplimiento. Con altas y bajas en cuanto a sus distintas regulaciones en el mundo latinoamericano se puede decir que la actual tendencia en los EEUU por parte de su regulador la Securities Exchange Commission (la Comisión de Valores de EEUU) es de mayor control y regulación sobre estas entidades. Esta tendencia se basa en los episodios derivados de las emisiones y calificaciones de fideicomisos hipotecarios de segunda clase o "subprime mortgage structured financing" que comenzara con la crisis del último trimestre de 2007 y que recién en 2013 se puede considerar superada luego de ingentes esfuerzos y pérdida de valor por malas prácticas o procedimientos que han sido motivo de reiteradas críticas de los expertos incluyendo la autocritica de las mismas calificadoras internacionales (2). La crisis trajo aparejada una serie de quiebras en fondos y bancos de inversión y la necesidad del gobierno federal de ese país de invertir una gran cantidad de fondos para evitar el quiebre del sistema bancario y asegurador. También exigió a la Reserva Federal (su banco central) un programa de expansión monetaria compatible con la recesión que se iba produciendo a raíz de los episodios resumidos acá.

La participación de las calificadoras también fue cuestionado en la Unión Europea (3) a raíz de los episodios críticos vividos en determinados países del continente que lejos de tener su causa en la calificación de riesgo mostraron algunos defectos en los procedimientos y metodología de calificación como en el perfil de transparencia, información, compatibilidades de estas entidades que debías ser considerado por los estados. Advirtiendo entonces la necesidad de una regulación que cubriera ese vacío se ha ido en el mismo sentido regulatorio siguiendo sus propios lineamientos y aceptando sugerencias de IOSCO (4) a las que la regulación refiere incluyendo su código de buenas prácticas de este organismo internacional del que las comisiones de valores de los países son parte.

Muchas otras instituciones muy bien preparadas han dado sus comentarios y recomendaciones con el fin de mejorar el funcionamiento de las calificadoras, entre ellas la citada IOSCO, en nuestros mercados el IIMV, etc. Los legisladores de todo el mundo han discutido sobre el rol de las calificadoras, su necesidad y vigencia y han escuchado a distintos paneles de expertos y a las propias entidades evaluadoras. Se puede concluir que la tendencia es hacia una mayor regulación al estilo del sistema que se originara en Chile y Argentina y que también fuera seguido en países asiáticos (Malasia, Corea, con algunas particularidades China, etc.). Ese sistema en general considera que la función de las calificadoras de riesgo es importante y debe sostenerse. Establece mayores cargas sobre estas entidades, procura aumentar la competencia y reconoce que no es saludable para los inversores la existencia de una calificadora estatal que puede tener opiniones o juicios de valores sesgados por motivos oportunistas o políticos. Sin perjuicio de ello, se puede decir que los principios generales son de:

1. Protección del inversor
2. Independencia del calificador de toda influencia gubernamental
3. Exigencia de independencia del calificador y el emisor
4. Cuidado de las incompatibilidades que podrían viciar la calificación
5. Transparencia e información clara y suficiente para el inversor
6. Opinión fundada aclarando las limitaciones de la misma

7. Solvencia moral y financiera
8. Idoneidad
9. Publicidad de las calificaciones y de sus revisiones
10. Sistema compatible con todas las calificaciones de la misma especie
11. Idoneidad e independencia del Consejo de Calificación

La principal preocupación del mercado de capitales y de los gobiernos es impedir que una opinión errada respecto a una determinada emisora de valores o al valor calificado termine afectando a los inversores y al mercado en general. La propia naturaleza de la opinión suministrada la transforma en una disciplina útil pero no en una ciencia exacta y requiere por lo tanto asegurar que estará exenta de impericia, negligencia o conflictos de interés. Con estos cuidados la calificación es una actividad sumamente útil y por ello ha sido reconsiderada luego de la crisis y ratificada por los gobiernos en todo el mundo. No sin antes haber pasado por serios cuestionamientos (5) que se suponen han reforzado el aspecto técnico, de idoneidad y de conflictos potenciales de interés. No se han eliminado todos los posibles escenarios de riesgo pero una mayor intervención conspira contra la libertad de opinión y la calidad de la tarea. Hemos sostenido reiteradamente que la calificación se parece mucho al pronóstico del tiempo, habla en términos de probabilidades, difícilmente con certeza absoluta, y como el pronóstico del tiempo los destinatarios pueden ser profesionales idóneos interesados o el público que no posee conocimientos especializados. Hemos dicho en otras oportunidades que al igual que con el servicio meteorológico, mucha gente suele tomarlo con humor cuando sus pronósticos parecen errados (nótese que generalmente no se equivocan pero a cualquier le llama la atención cuando pareciera que sí se equivocaron (6)). También deben comprender las calificadoras que realizan una tarea profesional y están alcanzados por los deberes de diligencia y pericia, pero una actividad como la de calificación no debe ser empleada para buscar culpas frente a un incumplimiento de pago en quienes no están para pagar ni para dar seguridad respecto a la solvencia o liquidez de un emisor. Tener chivos expiatorios pueden servir para otros fines (generalmente políticos) pero no debe ser el objetivo de mejorar el volumen y solvencia del mercado de capitales ni el mejor acceso a la financiación de proyectos.

Hay algunos aspectos que se abordarán seguidamente pero adelantamos que es muy importante conocer: 1. El alcance y las limitaciones de la calificación de riesgo de tal forma de no pedirle a la misma lo que la misma no otorga (no es un juicio infalible ni invariable) pero no dejar de exigirle a la misma que sea una opinión técnicamente fundada. La letra de la regulación correctamente reduce el margen de discreción y requiere de un apego a las metodologías registradas, pero no hay metodología que cubra todos los eventos, por ello se emplea la capacidad del consejo de calificación y por ello el juicio subjetivo de sus miembros. Hay siempre lagunas que requieren interpretación 2. También es preciso abordar el alcance del poder regulador teniendo en cuenta la naturaleza de la calificación de riesgo aspecto que involucra un contrato celebrado entre el agente calificador de riesgo (ACR) y el emisor, su representante o fiduciario y que está vinculado a una regulación. 3. Otro aspecto tiene que ver con las facultades estatales de supervisión o modificación de dichos contratos bajo el régimen jurídico vigente. 4. Un cuarto tema tiene que ver con la facultad de alteración por parte del Estado o el regulador de los términos o vigencia de los convenios de calificación celebrados lo que puede incidir sobre la independencia del poder gubernamental 5. Vinculado en la relación entre calificado, calificador y el regulador se encuentra el del conflicto jurídico y los modos de resolución, especialmente el vinculado con la competencia del regulador y la revisión judicial de los actos del regulador. Por su importancia se debería dedicar toda una obra a estas cuestiones lo que se reserva para otra instancia.

Como el presente trabajo pretende exponer los aspectos salientes de la reglamentación, no es una obra exhaustiva sobre la materia, pretenderemos generar las inquietudes respecto a estos puntos sin abarcar todos los escenarios o todos los aspectos del debate debido. Apuntamos con el mismo a generar algunas aclaraciones y en otros casos algunas dudas que permitan avanzar en el proceso de mejorar el sistema.

Con algunas variaciones según cada país, la nueva regulación refleja la tendencia mundial en materia regulatoria de la calificación de riesgo crediticio.

II. Las Calificadoras - Repuestas

1. ¿Qué es una Calificadora de Riesgo? (la llamemos Sociedad Calificadora de Riesgo o Agente de Calificación de Riesgos como lo hace la nueva ley).

La Calificación es una opinión sobre la probabilidad de repago de capital e intereses en los plazos pactados por parte del emisor de una deuda. Es un juicio de valor sobre la capacidad de pago de un emisor, empresa, banco, título de deuda, etc.

Lo que se analiza es el "riesgo crediticio", por lo tanto lo calificado debería ser una deuda. No coincidimos con el criterio de calificar acciones comunes (7) ya que las mismas representan una inversión de riesgo por definición.

La intención del calificador es analizar cuánta adversidad puede soportar un emisor (empresa, banco, fideicomiso, fondo, etc.) y de todas formas cumplir con su compromiso en tiempo y forma. P. Ej., cuando se analiza el emisor, se tiene por objetivo tener una estimación de la relación entre sus flujos operacionales a futuro, el servicio de la deuda y del "colchón" para amortiguar circunstancias negativas, sin alterar la capacidad de pago de sus deudas. Se consideran los siguientes tipos de datos: a) sobre el emisor; b) el instrumento y; c) sobre el riesgo soberano (en emisiones internacionales).

La Calificación es un "proceso". Se procura probar la fortaleza de un emisor o de sus instrumentos de deuda ante situaciones adversas del negocio o la economía.

Hay en general una falta de conocimiento sobre las diferencias entre el analista económico (researcher) y el calificador y sus distintas funciones. El Analista Económico recibe cierta información, la procesa y saca conclusiones que tienen que ver con la tendencia y proyección futura de la entidad. En ese sentido procura analizar si la entidad va a encontrarse mejor o peor en el futuro y emite un pronóstico. El Calificador no pronostica. Toma la información recibida de la empresa o emisor y la procesa pero con la idea de estudiar cuánta adversidad puede soportar. No analiza el potencial de mejoramiento de la empresa o emisor ("upside potential"), solamente analiza qué escenarios pueden afectar el cumplimiento de las obligaciones del emisor y pone a prueba frente a esos escenarios la capacidad de pago del mismo. En tal sentido, el calificador no pronostica, sino que emite una opinión vinculada con la capacidad de pago del calificado. Es su tarea simular diversas situaciones desfavorables y emitir una opinión sobre la probabilidad de cumplimiento.

"La calificación no indica que tan bien le va a ir al calificado en épocas buenas, sino que tan bien le irá en épocas malas."

Lo importante es cómo se llega a la opinión y qué información se da a los receptores que generalmente son los inversores y el mercado.

2. ¿Qué tipos de riesgo se analizan?

- a) Riesgos de contraparte
- b) Riesgos de inventario (Mercado)
- c) Riesgos jurídicos o de instrumentación

3. ¿Cómo se exterioriza la calificación?

Con una nota. (P.Ej. AAA, AA, BB, C, D, o de 10 a 1, etc.) Esa nota es muy importante pues permite "tipificar" distintas deudas o instrumentos de deuda y clasificarlos en iguales categorías entendibles para todos.

La opinión que culmina con la "nota" debe servir para:

1. Tener una idea sobre la capacidad de pago del calificado (análisis absoluto de la calificación). La asignación de la nota implica una categorización y una valoración sobre el deudor o sobre el instrumento de deuda (p.ej. puede uno deducir que la capacidad de cumplimiento es buena, regular o mala).

2. Tener una comparación entre la capacidad de pago de un bono, frente a otros bonos de otras empresas o emisores (análisis relativo).

En este último sentido, la calificación es un elemento muy importante para poder comparar distintos deudores o distintos instrumentos de deuda emitidos en el mercado de capitales.

Es decir que es un ranking de emisiones según el grado perceptible de riesgo de incumplimiento.

III. Credibilidad y mercado de capitales

Uno de los problemas más candentes del desarrollo del mercado de capitales y de su dificultad para captar los sectores menos sofisticados de la población inversora es que se lo asocia con algo "poco transparente", complicado y a veces muy riesgoso. A ello se suma la percepción no siempre explícita de existencia de conflictos de intereses entre el inversor y sus contrapartes o agentes de mercado.

La calificación suma a la información que provee una cuota de transparencia, de especialización (por la vía de la mayor idoneidad para analizar el mercado para el inversor), y sobre todo por la independencia de criterio que debería minimizar los potenciales conflictos de interés. Este aspecto separa la función de los ACR del resto de los analistas de mercado.

Si el mercado se está desintermediando (con más y más empresas o emisores saliendo a colocar su propia deuda), globalizando (con mayor cantidad de nuevos emisores y nuevos instrumentos a los que se puede acceder dentro de un amplio menú) y titulizando (mediante la estructuración de deuda o securitización), la calificación permite tener una opinión independiente sobre la calidad de los instrumentos de deuda emitidos y su probabilidad de pago. A su vez, ello permite comparar entre distintos instrumentos entre sí, tarea que de otra forma resultaría imposible.

1. ¿Por qué se ha difundido tanto?

La relevancia de la calificación en los últimos tiempos está ligada al desarrollo del mercado de capitales porque:

- 1) Permite a los inversores tener una idea del riesgo relativo de los distintos instrumentos.
- 2) Disminuye los costos de obtención de y procesamiento de información.
- 3) Induce segmentación de precio (vía tasas de interés). Arbitrajes.
- 4) Incrementa la transparencia del mercado.
- 5) Es un elemento complementario a la supervisión de la autoridad de contralor.

2. ¿Por qué es necesaria la regulación?

1) Porque pueden existir conflictos de interés.
2) Porque la opinión por naturaleza es subjetiva.
3) Porque se debe proteger la confidencialidad y el acceso igualitario a la información una vez emitida la calificación.

4) Porque aunque falible, debe ser una opinión fundada.

5) Porque hay que proteger al calificador de toda dependencia externa.

3. Calificaciones siempre existieron pero...

El hecho que no existan las calificadoras no quiere decir que no existen las calificaciones.

La realidad indica que cuando la calificadora no funciona, alguien ocupa el lugar de la misma y opina sobre la calidad de ciertos instrumentos de deuda o sobre ciertos deudores del mercado de capitales o del sistema bancario. En estos casos, el juicio de valor puede ser muy riesgoso por cuanto se deja la tarea en manos de quienes tienen capacidad de difusión de información o de opinión pero que no necesariamente resulta transparente, independiente o idóneo. Quiénes son los que expanden rumores? Pues todos los mercados cuentan con agentes interesados como para hacerlo, o comunicadores que desean llenar ese vacío. No hay duda que es preferible contar con una información proveniente de una calificadora (la cual si se equivoca se desprestigiará o deberá responder), que quedar sometido a los rumores o los vicios de las "pseudo-calificadoras". Por lo menos las calificadoras tienen el deber de explicitar y fundar sus análisis y deben rendir cuentas de sus actos. En mercados tan sensibles como los financieros o mercados de capitales, es muy importante que todo juicio de valor sea cuidadoso y meditado. Lamentablemente existen suficientes intereses en juego como para que ello no sea siempre así. Bueno, la calificación puede contrabalancear rumores interesados o poco informados. La existencia de calificadoras le agrega un elemento adicional consistente en evitar juicios de valor apresurados o permeables a rumores sin fundamentos.

4. ¿El juicio de valor de la calificadora es infalible?

No. En absoluto. No es la infalibilidad lo que le da el valor, sino la especialización, idoneidad, fundamentación e independencia. Empíricamente es mejor tenerla que no tenerla.

Muchos no sólo buscan la opinión de la calificadora por estos motivos, sino que precisamente por estos motivos también buscan una "segunda opinión". Es muy usual que bancos muy prestigiosos y con muy buenos analistas internos igual requieran una segunda opinión de una calificadora para confrontar sus conclusiones. De igual forma, los mercados muchas veces contratan la opinión de más de una calificadora precisamente en busca de una segunda opinión.

Pero supongamos el caso en que muchos agentes calificados entiendan que una entidad financiera va a

caer. Sería muy difícil evitarlo por lo de la realidad de las profecías autocumplidas. Pero las calificaciones pueden agregar tranquilidad y juicio adicional para la plaza y evitar así que se difundan rumores sin fundamento.

En ese sentido los riesgos y análisis comparativos deben ser muy cuidadosos y sólo quienes tienen el deber de cuidar la confidencialidad de la información pueden gozar de sus beneficios. Los análisis estadísticos o de promedios pueden ser equívocos, por ejemplo no contemplan el problema de la "distribución", ni el de la variabilidad. Los índices de los bancos, p.ej. se encuentran todos correlacionados. No se puede sólo apuntar a analizar la rentabilidad de un banco, sin tener en cuenta la calidad de su cartera. No es lo mismo un holding bancario que una subsidiaria operativa. No es lo mismo un banco de inversión o merchant bank que un banco comercial. Todos estos problemas requieren de un enfoque especializado. El propio sistema tradicional de análisis "CAMEL" de bancos se encuentra seriamente cuestionado.

5. Errores más comunes (Mitos)

- 1) No confundir la calificación del emisor con la del instrumento calificado.
- 2) La calificación de la empresa no es la de su management.
- 3) No creer que todos deben ser AAA. Hay muchos que "voluntariamente" deciden no serlo. Por qué? Pues las coberturas de liquidez que se requieren para tener tal calificación son tan elevadas que a veces es más eficiente para la empresa tener menores reservas y pagar un poco más de tasa pero generar mejores resultados para los accionistas.
- 4) No creer en la infalibilidad de la calificación. No es necesario que sea infalible, basta con que funcione casi siempre.
- 5) Es importante que las calificaciones sean públicas, el mercado se beneficia.
- 6) No es cierto que sea mal negocio comprar un bono que no es investment grade. Depende del inversor y su grado de idoneidad, su apetito de riesgo, la relación riesgo-beneficio, la información que recibiera, etc.
- 7) Es importante que la calificadora sea independiente. De los emisores y del gobierno. No sólo para evitar los conflictos de intereses sino para que tal independencia exista respecto al gobierno, los entes fiscalizadores o reguladores y cualquier otra fuente de poder político. Existen muchas veces formas de los gobiernos o reguladores de influenciar a las calificadoras mediante parámetros, instrucciones o sanciones disciplinarias que implican censura. La calificadora no puede sentirse amenazada o influenciada. Dicha situación conspira con el sistema de calificación como la censura previa lo hace con la prensa. La calificadora debe ser independiente y los órganos del Estado deben velar y asegurar dicha independencia. Para ello las regulaciones deben ser claras, fundamentadas, explícitas y transparentes. Las sanciones y reglamentaciones de las autoridades regulatorias deben evitar la discrecionalidad y la arbitrariedad y debe existir por parte del poder judicial total protección a la independencia de la calificadora como si tuviera consagración constitucional. Ello no implica de ninguna manera eliminar la responsabilidad de las calificadoras, las que se deben regir por los principios de cualquier actividad profesional que exige diligencia y cuidado.

6. ¿Qué se califica?

- 1) Bonos de Empresas o Bancos, etc. (Bonos, Commercial Papers, Deuda Subordinada, Acciones Preferidas).
- 2) Empresas, Bancos, Cías de Seguros, etc. (Issuer Rating).
- 3) Fideicomisos o Fondos con Respaldo de Activos Financieros (Structured Finance Securitization).
- 4) Fondos Mutuos o Fondos de Inversión Colectiva.
- 5) Gobiernos, entes gubernamentales, municipalidades, organismos autónomos.
- 6) Acciones.

No compartimos el criterio de calificar acciones ordinarias ya que son capital de riesgo, a qué precio una buena empresa puede ser un riesgo comprar su acción si el valor de mercado es muy alto? No ocurre lo mismo con una empresa cuyo valor de mercado sea muy bajo aunque no ande bien? ¿En cuál de las dos alternativas tengo un riesgo mayor?

7. ¿Qué información se solicita para calificar?

En principio toda información para analizar el flujo de fondos, la capacidad de pago, para analizar la historia de la empresa o banco y para poder prever si el futuro de la empresa será igual que su pasado o que su presente (prospecto, balances, memorias, cash flow, proyecciones, información sobre el management, información sobre las subsidiarias o sus holdings, información sobre el mercado y sobre la posición competitiva dentro del mercado).

8. Las Condiciones Para el Desarrollo de una Industria de Calificación de Riesgo:

1) Que exista información disponible oportuna, confiable, consistente y comparable de los emisores o calificados.

2) Que existan entidades calificadoras capacitadas e independientes.

3) Que exista libertad de precios en el mercado de capitales.

En ciertos casos particulares se pide información específica por ejemplo:

En Bancos es fundamental la información sobre la política crediticia y la cartera de deudores principales.

Si es casa de bolsa, banco de inversión o merchant bank, es muy importante conocer cuál es su política de inversiones, su política de posicionamiento y los controles que existen en la entidad para evitar excesos o fallas operativas.

Si es compañía de seguros, es importante conocer el ramo, la política de inversiones, la política de distribución y comercialización, la política de reaseguros, etc.

Si es un fondo titulizado o un fideicomiso (trust), es importante conocer el flujo de fondos, la estructura financiera, los conflictos de intereses y su resolución y la estructura jurídica planteada. Ver si las condiciones y resguardos son suficientes para el inversor.

Respecto a los proyectos de inversión es importante analizar las proyecciones, los contratos de suministro y de venta, la estructura de préstamos, las cláusulas de aceleración de obligaciones, las garantías, la política de dividendos y sus restricciones, y cualquier resguardo o condición estipulada en la emisión.

9. ¿Qué impacto tiene la calificación sobre el mercado?

La calificación permite arbitrar precios de distintos títulos de deuda.

La calificación de países fija piso en precios de las obligaciones de ese país (sector público y privado).

La calificación puede generar tranquilidad sobre ciertos mercados en que los rumores no tienen fundamento. Puede también alertar sobre debilidades en otros emisores y "gatillar" problemas potenciales.

Tiende a reducir el escepticismo del inversor menos sofisticado y predisponerlo mejor.

Por un lado el hecho que el emisor paga genera un conflicto potencial de interés que la regulación y la buena práctica debe tender a impedir y a la cual nos referiremos luego. También reduce algunos conflictos de intereses. La calificación la paga el emisor, pero sirve principalmente al inversor. Esto genera algunos conflictos que los reguladores han tratado de solucionar pero que indudablemente existen. El mejor método encontrado hasta ahora para solucionarlo ha sido el que se basa en el mercado y el tiempo como juez de la tarea del calificador. Es muy bueno cuando la calificadora genera una buena base de sus ingresos de la información que provee a suscriptores. Ello aumenta la independencia de la misma. De todas formas algunas de las medidas de la nueva regulación van en el sentido correcto al evitar que exista dependencia de un emisor (concentración), exigir rotación de cartera, generar la posibilidad de calificadoras testimoniales como las ACRUP (que después analizaremos si cumplen adecuadamente esa función), separación de funciones en la ACR, etc.

10. ¿Qué información puede o debe divulgar la calificadora?

La calificación funciona si el que la usa es el inversor. La publicidad es muy importante para lograr el cometido. En tal sentido es también importante que la información sea oportuna. Una calificación no sirve si siempre revela lo que ya es obvio. Debe poder servir para tomar decisiones. La información debe llegar al mismo tiempo a todos para evitar especulación y arbitrajes inequitativos derivados del acceso a información confidencial.

Un aspecto que la regulación reciente no contempla y que la experiencia indica es importante es que en épocas de crisis, la oportunidad de la calificación o de cambios en las calificaciones debería quedar librada a la agencia responsable. Muchas regulaciones tienden a esquematizar tanto la frecuencia (hasta

fijando el día de la calificación) que resultan ser demasiado poco flexible frente a los cambios bruscos o inesperados. En crisis también hay que tener cuidado con no aprovechar la existencia del ACR para culparla en caso que un emisor deje de pagar, salvo que surja claramente que debió haber previsto la situación, no es la función del ACR transformarse en un profeta del mercado sino en dar información adecuada para que los inversores tomen decisiones, pero jamás tomar la decisión o sugerir una inversión.

La crisis de la década del 90 que culminara con la salida del régimen de convertibilidad vino acompañado de muchos cambios abruptos de precios relativos y modificaciones sustanciales en los estados financieros de las entidades bancarias. El propio BCRA estableció un cambio informativo que suspendió el cierre de balances. Los reguladores no se pusieron de acuerdo respecto a la información oportuna y necesaria en esas circunstancias extraordinarias. Algunos ACR realizaron su propia estimación de la situación de las entidades emisoras y al no ajustarse a las normas del regulador fueron sumariadas. ¿Cuál debería ser el principio rector en esas circunstancias, la pericia del calificador y las causas extraordinarias para emplear todo tipo de información para suplir la faltante o el cumplimiento de formalismos que culminen en una calificación formal que difiera de la estimación real? ¿Hubiera sido mejor poner una E y hasta arriesgar una corrida o hacer una estimación caso por caso? ¿Qué debería primar, la verdad formal o la verdad material que suele prevalecer en el procedimiento administrativo? ¿Apegarse a dichos formalismos es una exigencia inalterable o un facilismo reglamentario? ¿Debería o no existir una regulación para momentos de crisis acompañado también de mayores responsabilidades de los ACR?

La calificación es tan importante que debe ser empleada con mucho cuidado. Es información muy poderosa y como tal debe ser el cuidado que se le da. Es muy importante que la información confidencial sea guardada y respetada la reserva. Es importante que la calificadora refleje los cambios que se producen, pero también es peligrosa la sobre-reacción. Puede generar transferencias no deseadas simplemente por el peso que la misma tiene. Es importante que la calificación advierta de su relatividad como instrumento predictivo.

Fuera de estos cuidados profesionales, la calificación debe ser fundada y motivada. Debe ser clara y proveer de suficiente información o fundamentos como para que quien lo desee pueda analizarla y sacar hasta otras conclusiones.

Es muy importante la búsqueda de opiniones lo más claras y prudentes posibles fundadas en un proceso diligente.

Como pronóstico probabilístico puede visualizarse en diversas escalas. Lo más común es separar la escala nacional de una calificación de la escala internacional donde entra a jugar el techo de riesgo soberano asignado y que tiene como pivote la capacidad para transferir divisas y pagar fuera de las fronteras del soberano o de los emisores privados en casos de endeudamientos fuera del país. Esa escala pondera el riesgo soberano y lo compara con los distintos riesgos soberanos en el mundo. De esa forma podría ser que el emisor de un país tenga una calificación de B en la escala internacional y de AAA en la escala nacional. Las emisiones nacionales se realizan dentro de la órbita de superintendencia de la comisión de valores local.

Después de la crisis financiera de EEUU y Europa se han reconsiderado prácticas y metodología de calificación que han servido a los reguladores de todo el mundo. Algunas de esas disposición ya existían en nuestro derecho y en ese sentido se adelantaron a las prácticas en otras jurisdicciones. La nueva regulación también incorpora algunas de las conclusiones y recomendaciones surgidas después de las crisis comentadas y en ese sentido se coloca muy bien en materia reglamentaria. Se puede discutir el grado de casuística que conviene aplicar en la regulación y cuánto debe quedar a criterio de los ACR con independencia de su responsabilidad y las exigencias que su oficio requieran. En esto las opiniones se encuentran divididas. Demasiada reglamentación muchas veces tiende a generar la sensación que el regulador es quien debe anticiparse a los eventos cuando en realidad esa no debería ser su función. Poca reglamentación sería perjudicial para los inversores como lo ha demostrado la experiencia. En todos los casos, hay consenso en la necesidad de exigir un proceso claro y transparente, rendición de cuentas y cuidado respecto a los conflictos de intereses. También hay consenso en el mundo respecto a la necesidad de independizar la opinión de las calificadoras de las de los gobiernos, evitando que éstas se politicen pero garantizando que las mismas no puedan ser objeto de presiones ni sugerencias en su accionar todo

ello bajo la tutela de la libertad de opinión.

IV. La Calificación de Riesgo en la Nueva Reglamentación de la CNV

La actual reglamentación se basa en los antecedentes existentes, incluyendo la reglamentación de la CNV vigente hasta la entrada en vigencia de la nueva norma. Un primer comentario es laudatorio ya que sorprende la velocidad con la que se trabajó para tener reglamentada la ley. Las disposiciones de la nueva ley incorporadas a la reglamentación reflejan el espíritu de la misma junto con antecedentes derivados de recomendaciones internacionales como los aludidos con anterioridad entre los que se encuentran los derivados de IOSCO, IIMV, UE, SEC, etc.

El Título IX de la Resolución General de la CNV contiene dos capítulos divididos en secciones. El primer capítulo se refiere a los Agentes de Calificación de Riesgos Sociedades Anónimas y Otras Organizaciones" (ACR) mientras el segundo capítulo se regula los "Agentes de Calificación de Riesgos Universidades Públicas" (ACR UP).

Haciendo referencia al art. 57 de la Ley 26.831 y al Dec. 1023/13 el primer artículo de la Secc. I, menciona que el Capítulo I establece las formalidades y requisitos que deberán cumplir las entidades constituidas en el país que soliciten su registro como ACR. Deja entendido que esta actividad es regulada y sus prestaciones sólo se podrán realizar cuando se obtenga el registro y autorización correspondiente. Para ello se requiere cumplir con algunos requisitos:

1. Ser personas jurídicas regularmente constituidas en la República Argentina (cap. I, Secc. I, Art. 2, conf. Ley 19.550).
2. Sin estar registrada en la CNV no se podrá realizar actividades de calificación ni emplear la expresión de ACR o similar.
3. La CNV es la que ejerce el control societario (como en las sociedades con oferta pública) (8) hasta la baja del registro.
4. Prohibiciones e Incompatibilidades (art. 5).

Podrían haberse incluido en una disposición más general salvo en lo relacionado con la incompatibilidad de las personas vinculadas con sociedades que listen o negocien valores negociables. No obstante, con el fin de hacer que cada título se auto contenga, se establecen las siguientes prohibiciones e incompatibilidades: Las mismas alcanzan a los miembros del órgano de administración o fiscalización (titulares o suplentes), a los miembros del consejo de calificación, analistas, gerentes generales o especiales del art. 270, Ley 19.550. Las mismas alcanzan como en otras normas similares a quienes no puedan ejercer el comercio, a los condenados por los delitos del art. 176 a 180 Cód. Penal, los cometidos con ánimo de lucro o contra la fe pública o que tengan penas de inhabilitación hasta de diez años después de cumplida la condena. Los fallidos y concursados hasta cinco años de su rehabilitación. A quienes habiendo sido integrantes de un agente registrado en la CNV, se les hubiera cancelado la autorización y registro luego de un sumario hasta cinco años después de quedar firme la cancelación. Las personas físicas inhabilitados por la LMC, art. 132 inc. c) hasta cinco años de la inhabilitación firme. Los que no cumplan con los requisitos de la normativa de prevención de lavado de dinero y financiación del terrorismo. Las personas en relación de dependencia con las sociedades que listen y/o negocien valores negociables.

En su artículo 6, se vuelve sobre el sistema amplio de calificación al darles la facultad de calificar cualquier valor negociable sujeto o no al régimen de oferta pública y hasta permitiendo la posibilidad de calificar otros riesgos a solicitud de entidades interesadas. Entre otros riesgos entendemos que se pueden estar refiriendo a calificación de emisores, de agentes de pagos, de entidades financieras o aseguradoras, de fiduciarios, de administradores de fondos, otros agentes del mercado de capitales, etc. o de otros valores.

El art. 7 dispone la posibilidad de establecer la obligatoriedad de las calificaciones cuando las condiciones de las entidades o de los valores lo requieran. Hay diversas circunstancias que podrían justificar estas exigencias en defensa del inversor. El regulador se está reservando la facultad de pedir una opinión de un experto ante cualquier circunstancia que presuponga riesgos que merezcan ser evaluados y explicitados lo que coincide con el espíritu de la nueva norma. Recordemos que el Dec. 656/92 nació con la obligatoriedad de dos calificaciones para cualquier emisión de deuda con oferta pública y que no fue hasta el 2001 que se abolió la calificación aunque quedó pendiente la obligatoriedad de adquirir títulos

calificados para ciertos inversores institucionales o para las emisiones que ya vinieran calificadas de fechas anteriores.

Sección II - Inscripción en el Registro

Desde la vigencia del Dec. 656/92 que la CNV tiene un Registro de Calificadoras.

El art. 8 establece los requisitos generales para obtener y mantener la inscripción en el Registro de ACR que lleva la misma. Se incorporan algunas exigencias de infraestructura, control y solvencia de acuerdo con la tendencia en la materia, la lista es enunciativa ya que este artículo in fine dota a la CNV de facultades para requerir cualquier otra información complementaria que pueda ser necesaria, si bien esta norma es bastante amplia entendemos que dichos pedidos deben ser razonables y fundados por lo que el margen de discreción que la última parte del artículo concede a la Comisión debería ser analizado con criterio restrictivo y sujeto a revisión judicial.

Las exigencias jurídicas están vinculadas con la estructura jurídica, el estatuto y contrato social, actas de los órganos societarios, inscripciones fiscales y previsionales que correspondan y la exigencia de objeto exclusivo destinado al calificar valores negociables u otros riesgos. Hubiera sido bueno identificar en forma ejemplificativa cuáles son esos otros riesgos pero queda claro que el ámbito de calificación autorizado es por lo tanto amplio, por lo que no se circunscribe a la calificación de riesgo crediticio. Se debe informar sobre los socios, denominación completa que incluya la expresión Agente de Calificación de Riesgo por lo que se supone que las existentes deberán adecuar su razón social. Domicilios, sucursales, algunas especificaciones respecto la infraestructura edilicia incluyendo las debidas separaciones de ambientes en que se realizan las actividades de calificación. Creemos que esta disposición que ya existía, debería haber sido cambiada por una reglamentación que apuntara al objetivo de separación y no al detalle. Hoy puede existir vinculación o separación real o virtual según las circunstancias. Hubiera sido mejor explicar qué tipo de separación es el objetivo de la norma o qué circunstancias se entenderían que se buscan evitar.

De acuerdo con las nuevas necesidades tecnológicas se hace referencia a las direcciones de correo electrónico, URL del sitio o página de internet de la entidad, declaración jurada a los fines de la firma electrónica, etc.

Nómina de los principales miembros de la ACR (administración, fiscalización, consejo de calificación, gerentes generales, especiales, apoderados, analistas, etc.) incluyendo sus antecedentes, incluyendo los datos completos de quienes estén a cargo de la función de cumplimiento regulatorio y de relaciones con el público, lo que resulta muy importante y concordante con la regulación moderna.

Solvencia: Patrimonio neto mínimo permanente y con capital totalmente integrado. En esta regulación la exigencia es de \$ 1.500.000 los que deberán surgir de sus estados contables trimestrales y por ende del anual también los que contarán con una mención especial del auditor externo y del órgano de fiscalización y al momento de su inscripción no tener una antigüedad superior a 5 meses desde el inicio del trámite. Los auditores externos tendrán que ser los registrados en la CNV.

Solvencia moral: Además de los requisitos que indican antecedentes e idoneidad para las funciones de consejero de calificación o analista, se requiere el registro de declaraciones juradas de inexistencia de incompatibilidades, certificación del Registro de Reincidencia, de prevención de lavado de activos y financiamiento del terrorismo. Contar con un código de conducta que por lo menos cuente con los requisitos mínimos del Anexo I del capítulo y que fuera el modelo IOSCO.

Estructura interna: además de los puestos de control ya enunciados, la norma requiere acreditar los recaudos de organización y mostrar quiénes serán los integrantes del consejo de calificación, metodologías de calificación.

El art. 9 se refiere a la organización interna administrativa y contablemente adecuada a sus funciones. Entre otros requisitos se establecen: organigramas con descripción de funciones, manuales de procedimiento, descripción de los mecanismos de control interno, detalle de requisitos informáticos, incluyendo seguridad, integralidad, confidencialidad, resguardos, etc. Quien desarrolle la función de cumplimiento regulatoria deberá emitir informe con opinión sobre la existencia de una organización propia adecuada para la administración y prestación del servicio ofrecido. Consideramos que el detalle apunta a reducir el margen de discreción que pueda tener el regulador y si bien son requisitos mínimos también acota cualquier requerimiento adicional que se pueda exigir arbitrariamente a los ACR.

Sección III - Trámite de Inscripción en el Registro de ACR

Los arts. 10 y 11 se refieren a los trámites y los plazos máximos para expedirse sobre la solicitud de autorización y registro (20 días) de encontrarse reunida toda la documentación sin observaciones. Estimamos que debería haberse dotado al procedimiento de presunciones que aseguren que dichos requisitos de documentación adicional u observaciones no puedan ser empleados discrecionalmente para extender sine die los procedimientos. Hay 10 días para impugnar la decisión desfavorable la que puede habilitar los recursos administrativos o judiciales correspondientes. Cuando queda firme la resolución denegatoria de la inscripción, el solicitante no puede volver a presentarse hasta pasado dos años de la resolución denegatoria firme. Creemos que los motivos para denegar las inscripciones deberían ser bien fundados y de magnitud para evitar el abuso de autoridad o el desvío de poder.

Sección IV - Prohibiciones y Limitaciones a la Actividad de los ACR

Los arts. 12 a 14 establecen las prohibiciones que siguen lineamientos anteriores: Prohibición de a) prestar servicios de auditorías (9), consultorías o asesoramientos (art. 12), b) de propuestas o recomendaciones a las entidades contratantes en relación con los valores negociables calificados o calificables (art. 13) c) de tercerizar funciones operativas de calificación (art. 14). El Art. 15, Secc. V permite realizar actividades afines y complementarias con previa autorización, recordamos que se prohíbe a las ACR dar opinión sobre la política económica nacional.

Sección VI se refiere a la Función de Cumplimiento Regulatorio

Ya vigente y que no estuviera contemplada en el Dec. 656/92 cuando se estableció el sistema. El art. 16 hace referencia a sus funciones, el art. 17 a las incompatibilidades para ser miembro del órgano de administración, fiscalización, consejo de calificación o analista. A quien cumple esta función le corresponde también ser la puerta de entrada de cualquier denuncia o información respecto a la conducta irregular o ilícita de quienes participan del proceso de calificación de riesgo (art. 19). La regulación comparada a veces coincide y otras no con un sistema tan estricto de "compliance officer". La norma en su art. 18 establece la necesidad de garantizarle a esta función el acceso a la información y recursos y la exigencia de una retribución desligada de la rentabilidad de la ACR para resguardar su independencia de criterio —lo que también se aplica a los analistas y miembros del consejo de calificación—. Creemos que es el lineamiento correcto.

Sección VII - Función Relaciones con el Público

Se ocupa del responsable de esta función y sus objetivos, especialmente de información.

Sección VIII - Sobre los Servicios de Calificación de Riesgos

Esta sección es muy importante y contiene algunos de los cambios normativos del sistema implementado con la nueva ley.

El art. 21 se refiere a los convenios de calificación con exigencia de su información dentro de los 10 días. Si bien la exigencia no es nueva, hubiera sido importante determinar cuáles son las objeciones o los criterios para la intervención u observación de la CNV. También en un medio regulatorio volátil sería importante determinar qué facultades puede tener la administración para abolir o determinar la extinción de convenios de calificación una vez que se han suscripto y mientras las obligaciones recíprocas se encuentran en estado de cumplimiento o pendientes, especialmente si la calificación no es obligatoria sino voluntaria. En el caso de exigirse obligatoriamente, debería determinar la regulación —o preferentemente una ley— los criterios bajo los cuales se podría prescindir del sistema en la medida que no sea retroactivo o imponga cargas onerosas a los contratantes que no se puedan justificar plenamente por el orden o el interés público. Una actividad tan regulada puede ser motivo de impugnaciones constitucionales (arts. 16, 17, 18 y 31 de la Const. Nacional) por decisiones que afecten el patrimonio o retroactivamente los efectos de los contratos. Un ejemplo es el art. 23 primera parte, cuando establece que la calificación deberá contar con la aprobación del órgano de administración de la entidad contratante. No se advierte el motivo para que el derecho público en este caso altere las reglas y facultades derivadas del derecho privado.

Algo similar se está planteando ante la CSJN respecto a la nueva ley de medios que seguramente dará pautas extensivas a otros ámbitos respecto a las facultades o limitaciones del poder administrador y regulatorio. Cerrará también la discusión sobre el alcance regulatorio y si la misma puede o no destruir valor sin compensación, lo que en otras partes del mundo se denomina la expropiación regulatoria.

Rotación: Una nueva saludable disposición (que consideramos saludable por cuanto procura evitar el

conflicto de interés) es la limitación al plazo de los convenios de calificación, limitando el mismo a 4 años. No queda claro qué pasa respecto a los convenios en curso que se han excedido o que puedan llegar a excederse dentro de los próximos 4 años. Seguramente la solución razonable para no afectar derechos adquiridos sería establecer que las renovaciones no puedan exceder dicho plazo contado desde la fecha de la reglamentación. Habrá que prestar atención a la posibilidad que la misma emisión pueda ser calificada por celebración de contrato con otra parte (p.ej. en el fideicomiso que se sustituya al fiduciario por el fiduciante). Se deberá apreciar esta limitación con criterio restrictivo para evitar que las incompatibilidades que se pretenden evitar perjudiquen al inversor mediante prácticas que tiendan a eludir la necesidad de rotación. Esta buena innovación se complementa con el art. 25 que establece que quienes soliciten una calificación deberán mantener la decisión hasta su cancelación total salvo aprobación unánime de los titulares de los valores negociables. También con el art. 26 que establece la obligatoriedad de comunicar toda rescisión de convenios o modificación de las cláusulas originales, sea unilateral o consensuada debe informarse con los motivos que fundamentan la decisión y con un informe de calificación final lo que apunta a defender a los inversores, mejorar las prácticas de calificación y evitar lo que se denomina licitación de notas (rating shopping) que es una práctica perversa que atenta contra la evolución del mercado de capitales y la inversión.

Limitación a la Responsabilidad-Prospectos. A los fines del art. 120 de la LMC, se establece que las ACR no serán considerados ni expertos ni terceros lo que parece razonable dada las características del servicio prestado consistente en una opinión sobre un hecho sujeto a distintas vicisitudes pero cuyo fin último es ayudar al inversor con una opinión adicional de carácter informada. Entendemos que esta inclusión obedeció a inquietudes de las propias ACR, especialmente las extranjeras.

Honorarios (art. 27): Los honorarios deben ser publicitados y e informados trimestralmente. La novedad es que la CNV podrá establecer un régimen de honorarios máximos. Suponemos que tal facultad no puede ser arbitraria por lo que se requerirá para su validez la adecuada fundamentación y que no atente contra derechos adquiridos ni tenga carácter retroactivo. Existen innumerables antecedentes en el derecho administrativo que seguramente darán las pautas en la materia y serán aplicadas por los jueces que tengan que entender en causas en la materia. A la luz de los antecedentes nada obsta a la validez de la norma siempre que la misma no sea intrusiva ni arbitraria o que encubra finalidades distintas a las que se explicitan ya que mediante un sistema totalmente discrecional se podría incluso llegar a abolir una institución consagrada en la ley.

Arts. 28 y 29- Control de convenios o contratos de las ACR.

Art. 30 - Actuación en el Exterior.

Sección IX - Metodologías de calificación de riesgos

Arts. 31-36 - En esta sección se trata desde el Registro de metodologías de calificación (art. 31), los requisitos y contenido mínimo esperados (art. 32), las categorías de calificación (art. 33), y aspectos de procedimientos relativos al trámite para el registro de metodologías (art. 34), la vigencia de las mismas (art. 35) y la revisión de metodologías de calificación y trámite para el registro de modificaciones en las metodologías (arts. 36 y 37), resaltando lo establecido en el art. 38 respecto a las calificaciones afectadas que deberán ser revisadas por las calificadoras dentro de los seis meses siguientes al registro de dichas modificaciones.

El art. 32 nos permite preguntarnos sobre la posibilidad de tener supuestos macro que incomoden a algún gobierno, ver inc. d, especialmente. Este punto es muy importante para recordar que la independencia de criterio y la libertad de opinión no deben ser jamás puestas en duda por la administración o por la autoridad regulatoria. La sensibilidad que una mala opinión puede generar en la administración (ha pasado en EEUU y Europa) puede dar derecho a réplica pero jamás a censura ni abuso de poder. Creemos que esto puede también ser aplicable al art. 47 cuando dice que los ACR deberán establecer mecanismos internos para evaluar el impacto que pueden tener los cambios en las condiciones macroeconómicas y en los mercados financieros sobre las calificaciones de riesgo.

Importante es tener en cuenta que nuestro régimen es bueno por cuanto limita la discrecionalidad del Consejo y le exige que su calificación sea el resultado de un proceso razonado y fundado en metodologías registradas, pero este aspecto debería contemplar excepciones o los casos de lagunas metodológicas —que la práctica indica que existen—. Exigir motivación y fundamentación es saludable y ayuda a la

calidad y al inversor, pero llevar esto al extremo sin admitir excepciones lo puede perjudicar. No se trata de encontrar vías regulatorias para responsabilizar al calificador sino de lograr las mejores calificaciones. De ahí que consideramos que la propia regulación debería en ese aspecto exigir fundamentación pero dar flexibilidad para casos extremos no contemplados. De lo contrario se termina fundando la excepción en metodologías cuando en realidad se está creando algo nuevo. En este artículo y en varios más se reconoce que las metodologías no pueden siempre contemplar todos y cada uno de los casos a ser analizados de lo contrario no tendría sentido prever que las mismas podrán ser modificadas en el tiempo como lo enuncia por ejemplo el art. 36 (se justifica porque se mejora, se aprende, las circunstancias y los antecedentes ayudan a ver nuevos casos a considerar, etc.)- Por ello la normativa debería contemplar los casos en que en forma fundada un Consejo decide cubrir una laguna de procedimiento o apartarse por excepción y fundadamente del manual. Llama la atención que hasta en la justicia se hace con fundamentos en fallos del más alto tribunal y que la regulación sólo contemple una pátrea relación entre la metodología y la calificación como si se tratara de algo automático y preciso. Tampoco ayuda que se considere que se deben expresar todos los aspectos vinculados a la emisión a calificar sino debería asemejarse a lo que también tiene resuelto una pacífica jurisprudencia respecto a las resoluciones administrativa o a las sentencias: se deben enunciar los aspectos esenciales por lo que se decidió de una determinada forma. Esto nos parece muy importante porque se deben contrabalancear dos necesidades: por un lado que la calificación no sea arbitraria ni discrecional y por lo tanto sea bien fundada pero por el otro lado es importante que la misma se fundamente en la verdad material y no formal y que sus fundamentos sean lo suficientemente claros y concretos como para que sean leídos. Una realidad imperante con nuestro sistema es que las calificaciones no son leídas y eso perjudica a los inversores. Porque aunque no se comparta el criterio del calificador, la lectura de los dictámenes ayuda a informarse y conocer el enfoque que tuvo el mismo, lo que permite apreciar la visión de profesionales que no hacen otra cosa que analizar riesgos y comparar. ¿A quién beneficia que se siga paso por paso una metodología de manual si luego el mercado no consulta el resultado o sólo lee la nota o la conclusión?

Insistimos que el regulador tiene todo el derecho de revisar la calidad del trabajo y su metodología y la regulación debería enfatizar la necesidad que la misma se atenga a procedimientos predefinidos. Pero la regulación también debería instar a considerar las excepciones cuando las mismas ayuden al inversor y al mercado, especialmente cuando se requiera que la misma sea fundada y que tenga carácter excepcional por tratarse de un tema complejo, no previsto o de dudosa solución. Nos parece que ese es también el criterio adoptado por el segundo párrafo del art. 61 al conceder la posibilidad de modificar la calificación que hubiere resultado de la aplicación objetiva del manual registrado y se refuerza con los requerimientos del art. 62 en cuanto a la solvencia moral y conocimientos técnicos requeridos para ser consejero. Es la filosofía que surge el pto 1.7.2 del Código de Conducta que la propia regulación postula. Esta doctrina se apoya en la pacífica interpretación pretoriana de nuestros tribunales.

Sección X - Emisión de informes de calificación de riesgos

Por la importancia que tiene la información suministrada al mercado respecto al calificado y la importancia de la fundamentación, esta sección resulta muy importante. En los arts. 39 al 48 se tratan temas muy importantes que van desde la información utilizada en las calificaciones (art. 39), contenido de los informes (art. 40), recomendaciones de política (art. 41), tratamiento en caso de existir informes resumidos y sus pautas mínimas (art. 42), la publicación de informes (art. 43), qué ocurre cuando hay falta de información confiable (art. 44), calificaciones prohibidas (art. 45) referido a los casos en que las ACR no deberán emitir calificaciones, el art. 46 se refiere a la información en los casos de Comunicados de Prensa en que se exige que expliquen los fundamentos de la calificación y donde se encuentra disponible el informe de calificación lo que resulta sumamente importante. El art. 47 trata de la revisión de calificaciones exigiéndose un mínimo de 4 informes anuales siguiendo con la buena práctica de no requerir que se cumpla con una fecha determinada (que era el sistema original) sino un mínimo de revisiones que deben seguir el criterio de continuidad y permanencia atendiendo a la necesidad de monitoreo e información especialmente cuando se produzcan cambios sustanciales que puedan afectar una calificación.

El art. 42 respecto a informes resumidos contiene todos los requisitos del art. 40 por lo que no parece pueda terminar siendo un informe "resumido". El problema es que el informe extenso que requiere la

CNV no lo lee prácticamente nadie por lo que no cumple su finalidad.

Art. 44 sobre falta de información confiable es demasiado vago y no aclara demasiado qué casos se considerarán relevante y las consecuencias de que CNV tenga un criterio distinto. Tampoco aclara que sigue a esa comunicación.

Mención aparte merece el art. 48 que establece una modificación sustancial al establecer un régimen de rotación (v. Dec. 1023/13 y art. 22 de la reglamentación) estableciéndose un plazo máximo de 4 años. Básicamente este mecanismo —que asumimos comienza a computarse desde la fecha de la reglamentación para no tener efectos retroactivos— apunta a solucionar una de las críticas al sistema que tienen que ver con el conflicto potencial de interés. Aumenta la competitividad del sistema y evita que la continuidad pueda aumentar la complacencia y reducir la objetividad —aún de buena fe— del calificador. Respecto a los auditores externos hay diversos países que lo han puesto en práctica en el mundo con buenos resultados y dicha práctica también se está por imponer en la Unión Europea luego de un extenso debate.

Sección XI - Consejo de Calificación

Los arts. 49 a 54 tratan de las funciones, marco de referencia, integración, solvencia moral e idoneidad, incompatibilidades, e independencia de los consejeros. A tales efectos nos remitimos a los principios enunciados en la introducción. Debemos resaltar un aspecto que consideramos la nueva regulación debería tener en cuenta y es la responsabilidad por las calificaciones. Los órganos de administración y control son responsables por el cumplimiento de todos los requisitos que la ley y la regulación le exigen, incluyendo el nombramiento de consejeros idóneos. No creemos que estamos ante los mismos casos de la Ley de Sociedades Comerciales (L.19.550) porque el Consejo de Calificación es un órgano *suis generis* de los ACR y dotado de independencia. Precisamente por esa independencia es que ni los miembros del Consejo de Calificación deberían responder por las irregularidades societarias que le puedan ser imputadas al directorio o los demás órganos del ACR, ni el directorio u órganos del ACR deberían responder por errores cometidos por el Consejo salvo que los mismos debieron haber sido conocidos por los mismos. La presunción —contrario a lo que ha sido la práctica— debería ser a la separación de funciones y responsabilidad, precisamente para garantizar independencia al los miembros del Consejo y también evitar que los miembros de los otros órganos respondan por omisiones o negligencias que no tendrían que conocer (salvo que se pruebe lo contrario) ni se deban a los mismos.

Art. 50 Consejo Calificación: establece como actuación diligente la de un buen hombre de negocios, parámetro que resulta ambiguo y tal vez inadecuado para las funciones fiduciarias en los mercados de capitales. Estas formas de medir eran válidas en la Roma del buen *pater familiae*, pero en el mundo moderno se requiere en materia de mercados de capitales parámetros más ajustados y precisos. Tampoco aclara los aspectos de responsabilidad a los que alude por lo que supone que se estará a la legislación y jurisprudencia general sobre la responsabilidad. Hubiera sido bueno aclarar si la responsabilidad por las opiniones se extienden o no al directorio, lo que pareciera ser una práctica inadecuada si existe este órgano independiente y técnico —vinculante reforzado por el art. 54 respecto a la independencia de los consejeros vs. Las entidades calificadas. También refuerza esa idea el art. 66 que establece independencia de los analistas y consejeros de los canales de información y comunicación respecto a las demás actividades de tipo comercial.

Con estas consideraciones haremos referencia a las secciones referidas al Consejo.

Sección XII - Reuniones del consejo:

Esta sección (arts. 55 a 57) trata del funcionamiento del mismo, sus reuniones, resultado de las reuniones en cuanto a la información a suministrar, la posibilidad de reuniones a distancia, etc., lo que nos parece adecuado.

Sección XIII - Actas de reuniones del Consejo de Calificación

Los arts. 58 a 61 tratan los aspectos formales, entre ellos los referidos al libro de actas (arts. 58) del consejo con copia a la CNV (art. 59), el contenido mínimo de las actas (art. 60) que sigue los lineamientos preexistentes al exigir una síntesis de las deliberaciones y decisiones y una declaración jurada de los asistentes sobre el cumplimiento del art. 69 de estas normas referidos a la obligación de abstenerse cuando haya conflicto de interés o incompatibilidad del consejero respecto a una calificación determinada. El art. 61 sigue la práctica internacional exigiendo la inmediata publicación del informe con el fin de evitar

información asimétrica y arbitrajes inaceptables, especialmente cuando de la cesión surjan cambios en la calificación. Art. 50 Consejo Calif: establece como Actuación diligente la de un buen hombre de negocios, parámetro que resulta ambiguo y tal vez inadecuado para las funciones fiduciarias en los mercados de capitales. Tampoco aclara los aspectos de responsabilidad a los que alude por lo que supone que se estará a la legislación y jurisprudencia general sobre la responsabilidad. Hubiera sido bueno aclarar si la responsabilidad por las opiniones se extienden o no al directorio, lo que pareciera ser una práctica inadecuada si existe este órgano independiente y técnico —vinculante reforzado por el art. 54 respecto a la independencia de los consejeros vs. Las entidades calificadas. También refuerza mi idea el art. 66 que establece independencia de los analistas y consejeros de los canales de información y comunicación respecto a las demás actividades de tipo comercial.

Sección XIV - Conocimientos y experiencia de los miembros del órgano de administración

El art. 62 establece el requerimiento de idoneidad y solvencia moral de sus miembros exigiéndose que dos de los miembros —por lo menos— tengan conocimientos de productos de inversión colectiva. No es muy claro cómo se miden esos conocimientos ni porqué se exigen esos conocimientos cuando no se los requiere para otros productos lo que puede generar conflictos en el futuro. Nuevamente mencionamos que la responsabilidad por la calificación debería recaer en este Consejo y el analista y sólo ser extensivo a otros órganos si se probara o conocimiento de la mala actuación o una clara negligencia de los mismos, lo mismo se aplica para el art. 63 siguiente.

Sección XV - Conocimientos y experiencia de analistas y empleados

Un solo artículo (63) —de nuestro punto de vista redundante— para referirse a la obligación de los ACR de contar con analistas y empleados que sean idóneos y experimentados según las funciones a desempeñar. Tratándose de un principio general que corresponde al deber de diligencia y pericia o debió ser más específico o resulta innecesario. Resultaría de lo contrario necesario establecer los requisitos mínimos de idoneidad y de experiencia los que en definitiva sólo se analizarán cuando ocurra algún siniestro como suele ser la práctica en todas partes.

Sección XVI - Independencia y prevención de conflictos de intereses

Los arts. 64 al 72 tratan este punto central de la actividad de las calificadoras con miras a evitar que pueda existir un sesgo u opinión equivocada de los ACR. En general: El art. 64, sobre conflicto de intereses es muy importante. Muy importante cuando dice que "los miembros del órgano de administración de los ACR garantizarán que las actividades de calificación sean independientes, incluso de toda influencia y presión política y económica y que los conflictos de intereses se detecten, subsanen y comuniquen adecuadamente." Otras disposiciones de esta sección no por obvias resultan menos importante, como la prohibición de negociar honorarios, operar con valores calificados, o las inhibiciones para participar en calificaciones del art. 69. De igual forma consideran importante aunque obvio el art. 70 sobre prohibición de aceptar dinero, obsequios o favores. Y evitar la concentración de clientes (art. 71). O el control del analista que cesa en su empleo y comience relación laboral (porqué sólo laboral?) con una entidad contratante al que el analista calificaba directa o indirectamente (art. 72). Si bien hemos en diversas publicaciones alentado el tratamiento de este tema —que está bastante bien tratado en el presente— creemos que lo primordial es generar principios generales ya que la casuística resulta muy compleja. Se debe evitar crear un sistema que sólo se gatille ante siniestros y tenga un carácter preventivo en defensa del inversor y del mercado y que también asegure al ACR el respeto por el debido proceso en caso de imputársele la violación de estos principios fundamentales.

En particular:

El art. 65 sigue la tendencia internacional impuesta después de la crisis de las hipotecas sub prime en EEUU al exigir que la retribución de los miembros del consejo de calificación y los analistas no estén atadas a los ingresos del negocio.

El art. 66 se refiere a las murallas de separación de información y reserva y a los canales de información y comunicación que garantice la independencia de los analistas y consejeros respecto a la función comercial. También se sigue adecuadamente la tendencia internacional.

El art. 67 establece la prohibición de negociar honorarios por parte de los que participan de la calificación (consejeros y analistas) lo que resulta redundante a la luz de lo establecido por los dos artículos precedentes. De todas formas lo que abunda no daña.

Como lo expresáramos con anterioridad respecto a las incompatibilidades, el art. 69 establece la abstención de los consejeros y analistas de actuar cuando existan diversas causas para presumir su parcialidad por incompatibilidad. Consideramos que la lista enunciada en los incisos a-e no es taxativa. En la misma línea, se establece la prohibición de aceptar dinero, obsequios o favores en el art. 70.

Dado que esta sección tiene disposiciones muy específicas, creemos que debería haberse expresado el tratamiento dispensable cuando la falta no es conocida por la calificadora y el incumplimiento es absolutamente personal. Siguiendo los principios generales de la responsabilidad, en la medida en que la calificadora haya actuado con prudencia en la selección, las prácticas y los procedimientos (ver art. 72), entendemos que la falta de un analista o de un consejero no puede imputarse a la organización si la misma ha actuado adecuadamente y conforme a derecho salvo que la falta sea grave y manifiesta.

El art. 71 se refiere a la concentración de carteras del ACR presumiendo *iuris tantum* un conflicto potencial cuando los ingresos anuales de un mismo contratante alcance el 10% de sus ingresos totales asumiendo que se suman los ingresos de entidades controladas o vinculadas como un único cliente. Consideramos saludable la medida, especialmente por las magnitudes involucradas y porque la presunción admite prueba en contrario sólo invirtiendo la carga de la prueba.

Nos hemos referido al art. 72 que establece la política de control del analista, en este caso específico se siguen lineamientos recientemente sancionados en los mercados más desarrollados del mundo requiriendo del ACR un control cuando un analista culmine su relación de empleo con un ACR, comience un trabajo con una entidad contratante o sus vinculadas y que calificaba directa o indirectamente.

El art. 73 estipula la necesidad de conservación de la documentación por 10 años, lo que sigue pautas ya existentes. El art. 74 establece que la documentación sobre derechos y obligaciones del ACR y los calificados se mantenga mientras dure la relación ni menos de 10 años.

Sección XVIII - Confidencialidad

Esta sección vela por proteger la confidencialidad y reserva de la información y actos confiados. Siguiendo los principios generales del derecho comercial se les prohíbe utilizar información confidencial. Nuevamente, resulta de principios contenidos en las normas generales y la lista de los incisos a) al d) no es taxativa. De todas formas su inclusión es correcta al igual que lo que se dispone.

Sección XIX - Cumplimiento permanente

El art. 76 también parece redundante al enunciar que una vez registrados los ACR deben observar el cumplimiento de la totalidad de los requisitos que establezca la CNV, mientras su art. 77 establece la sanción de la suspensión preventiva ante el incumplimiento de cualquiera de los requisitos, condiciones u obligaciones reglamentarias (obviamente resulta igual frente a obligaciones legales), estableciéndose la suspensión preventiva ante el incumplimiento hasta que hechos sobrevinientes hagan aconsejable la revisión de la medida, sin perjuicio de las sanciones del art. 132, de la LMC. Consideramos razonable la medida sin perjuicio de creer que en toda la reglamentación no queda claramente estipulado un procedimiento que garantice el derecho al debido proceso y a la defensa. Tengamos en cuenta que la propia naturaleza de los ACR exige independencia de criterio además de diligencia e idoneidad y la única forma de garantizar esa independencia es evitar cualquier influencia ajena a la necesidad de opinar sobre las probabilidades de incumplimiento de una emisión o de un calificado. Esto implica la necesaria garantía de que no existan influencias ni del calificado ni del estado —con prescindencia de quién ocupa la administración de turno—. Por el carácter reputacional del servicio prestado, es fundamental asegurar que la libertad de opinión será respetada y que la misma está garantizada por el regulador en forma expresa y con total garantía. En EEUU se ha llegado al extremo de considerar sus dictámenes opiniones garantizadas por su Constitución (primera enmienda, Const. EEUU) y equiparables a las que tiene la prensa. Nos parece que el sistema adoptado por la ley y el decreto reglamentario establece una garantía de independencia con responsabilidad que debiera haberse tutelado más expresamente. Esta observación es especialmente importante porque el fin último de la calificación es servir a los inversores y porque en general la reglamentación ha sido muy casuística y rigurosa con otros aspectos por lo que llama la atención que en esta materia no haya sido tan precisa. No olvidemos que por la naturaleza reputacional del instituto, cualquier posible influencia podría afectar al inversor y también a la calificadora con resultados nefastos para el mercado, salvo que exista la garantía de pronto recursos frente a potenciales gravámenes irreparables. La suspensión preventiva de una calificadora es prácticamente una sentencia de

cierre. Frente a la innumerable cantidad de situaciones en que por el procedimiento administrativo o la administración o la justicia revoca resoluciones, en los casos en que una medida preventiva pudiera generar situaciones imposibles de rever posteriormente, debería ser plena pero cuidadosa la reglamentación con el régimen de sanciones bajo riesgo de considerarse inconstitucional y generar efectos irreversibles en el futuro.

Sección XX - Acciones promocionales

Los arts. 78 y 79 se refieren a la libertad para realizar servicios de difusión siempre que sea completa y veraz, exigiendo que se haga referencia en su papelería, documentación, carteles, internet, etc., se mencione su denominación completa y el número de registro con la CNV, nos parece adecuado cuando se amplía el concepto aceptándose una leyenda similar.

Sección XXI - Forma de presentación de la documentación ante la comisión

El art. 80 explicita claramente las pautas a cumplir para la presentación de la documentación ante la comisión.

Sección XXII - Fuerza probatoria

Art. 81 establece los requisitos para que los documentos gocen de la presunción de autenticidad (art. 54 LMC) y para el uso de la firma digital.

Sección XXIII - Hechos relevantes

Art. 82, define qué hechos relevantes deben ser informados por los órganos de administración y fiscalización de los ACR en forma inmediata a la CNV aclarando que su enunciación en los incisos a-h es ejemplificativa.

Sección XXIV - Régimen informativo general

En un extenso artículo 83 se indica qué información deberán remitir los ACR a la CNV vía la AIF con el fin de informar y actualizar los datos requeridos. Dicha información se separa según la obligación sea de periodicidad mínima trimestral, semestral, anual o toda vez que existan cambios relevantes cuya frecuencia no puede ser estimada, p.ej. Cambios de estatutos o contrato social, de accionistas, de domicilio legal, domicilio de sucursales, dirección de URL, actas del órgano de administración, nómina de los miembros de este órgano, del de fiscalización, consejo de calificación, gerentes generales, apoderados, analistas, organigramas, código de conducta, etc.

ANEXO I — PRINCIPIOS DEL CÓDIGO DE CONDUCTA PARA LOS AGENTES DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS. CÓDIGO DE CONDUCTA IOSCO ADAPTADO A LAS NORMAS ARGENTINAS

Nos parece una reglamentación en sí misma. Establece el anexo los principios y buenas prácticas a las que tendrán que sujetarse los ACR, menciona tres secciones en que se dividirán: a) La calidad e integridad del proceso de calificación b) Independencia de las Calificadoras y Evitar Conflictos de Interés; y c) Las responsabilidades de las calificadoras para con el público inversor y emisores. Similares principios recomendados por la IOSCO han sido aplicado en muchos mercados. Nos parece muy adecuado.

CAPÍTULO II - ACR UNIVERSIDADES PÚBLICAS

Introducción:

La LMC seguramente se inspiró en la necesidad de asegurar competencia en un rubro como el de las calificadoras. Una forma de hacerlo es por medio de organizaciones públicas testimoniales que pudieran contrabalancear el conflicto de intereses que podrían existir entre el emisor que contrata la calificadora y ésta. Nos parece un buen objetivo y hemos propiciado este tipo de soluciones por largo tiempo al igual que la idea de rotar cartera (10). Nos parece que la norma ha sido excluyente cuando podría haber sido más amplia e inclusiva de cualquier entidad pública no estatal o de una ONG idónea e independiente. El proyecto original por lo menos apuntaba a permitir a las universidades en general la tarea de calificar. El mismo fue modificado para incluir sólo a las universidades públicas. No entendemos el motivo concreto detrás de esta modificación o de no incluir otros entes. Si la idea era tener organismos testimoniales que pudieran contrabalancear el potencial conflicto de interés, lo ideal hubiera sido —y es lo que hemos propiciado por mucho tiempo— permitir que las ONG en general pudieran presentarse en la medida que llenaran los requisitos de idoneidad, imparcialidad, solvencia financiera y moral para ello. Por otra parte,

la idea detrás de evitar el conflicto de interés económico—desde nuestra visión— era el lograr contrabalancear el mismo lo cual se lograba si las ONG (incluyendo lógicamente las universidades públicas que cumplieran los requisitos) pudieran tener un sistema distinto de financiación de sus actividades (rentas públicas, publicaciones, contrato con los inversores institucionales u organismos estatales, etc.). La nueva ley no ha aclarado en qué basa la incorporación excluyente de las universidades públicas (11) ni los motivos por los que el régimen de contratación es en definitiva igual al de las demás calificadoras. En ese caso hubiera bastado con decir que no sólo las sociedades comerciales podían ser ACR (como originalmente lo reguló el Dec. 656/92). Finalmente, la ley citada no ha contemplado las particularidades de la organización universitaria lo que implica que la reglamentación ha hecho un gran esfuerzo para incluir estas instituciones dentro del marco operativo de la regulación a los fines de su autorización y registro. Como no se podía asimilar su sistema al de otras formas jurídicas contempladas en el Capítulo I del presente Título, con mucha creatividad se ha estipulado la necesidad de crear un ente dentro del ente, (instituto, centro, ente, etc.) que pueda individualizarse y a los fines de la calificación actúe como sujeto de derechos, lo que resulta algo complejo ya que en algunos aspectos la naturaleza de estos órganos— especialmente las universidades públicas— es distinto del de los órganos habituales de los que son los ACR, pueden existir problemas de conflicto o tachas de inconstitucionalidad si se considera que se efectúan excepciones reglamentarias a la ley sancionada (12). A contrario sensu, sabemos que si se dejara la ley como está la norma sancionada sería inaplicable en la práctica por lo que estimamos que —más allá de la potencial impugnación— la reglamentación —con los reparos efectuados—ha cumplido una loable tarea (13).

También es de esperar que las autorizaciones de la CNV a los peticionantes tengan en cuenta la idoneidad e independencia de las entidades, de tal forma de asegurar que la incorporación mejore las prácticas y calidad de los trabajos y no a la inversa. El destinatario final de los ACR es el inversor y se espera que la tarea sea realizada por idóneos y experimentados analistas ya que no basta haber cumplido con una carrera académica para estar en condiciones de emitir opiniones relacionadas al riesgo crediticio (14).

Orgánicamente la reglamentación bajo este capítulo repite muchas disposiciones aplicables a los ACR en el capítulo anterior por lo que no se comprende demasiado los motivos para esa duplicación. Existen diversas interpretaciones posibles. Por un lado es común que las normas generales ordenadas de la CNV tiendan a repetirse en el afán de ser cada capítulo auto comprensivo. Pero acá se trata de una entidad que realizaría la misma tarea (lo cual surge también del articulado de este capítulo), por lo tanto existen dudas del motivo para dedicarle un capítulo repitiendo disposiciones en común cuando se podría haber regulado los aspectos diferenciales entre los ACR y los ACR UP salvo que se hubiera pretendido que las ACR universitarias cumplan una función o analicen desde una óptica distinta (que es lo que se supone agregaría valor). Pasaremos por ello a enunciar la estructura orgánica del capítulo y luego nos abocaremos someramente a los comentarios específicos.

En todo lo demás, la reglamentación es correcta y simétrica por lo que sólo a título ilustrativo incluimos la enunciación de los temas abarcados a continuación.

ESTRUCTURA DEL CAPÍTULO II SOBRE ACR UNIVERSIDADES PÚBLICAS:

SECCIÓN I - DISPOSICIONES GENERALES CAP II - SECCIÓN I - DISPOSICIONES GENERALES - UNIVERSIDADES PÚBLICAS

ART. 1. Trata la especial naturaleza de las universidades públicas que han sido recientemente incluidas en la LMC (art. 57, L. 26.831 y Dec. 1023/13) cuya naturaleza jurídica le impediría en principio participar si se aplicaran por analogía los requerimientos que se implementan para los ACR privados. Por ese motivo la reglamentación exige que las universidades soliciten la inscripción en la medida que designen un ente específico, instituto o unidad que tenga la finalidad de calificar y si bien no es lo que surge de la ley, la reglamentación realiza una ficción jurídica al enunciar que las disposiciones serán de aplicación a ese ente específico registrado como ACR UP. Ya nos hemos referido al problema derivado de una deficiente enunciación legislativa y que la reglamentación ha procurado subsanar aunque no sea esa su función. Si una universidad solicita la inscripción bajo la estructura de una persona jurídica, se aplicarán las normas generales del Capítulo I, es decir de la ACR sociedades anónimas u otras organizaciones (Cap. II, art. 2). El art. 3 establece que debe evitar en esta actividad generar confusión al público en general, el

interés es correcto sin embargo debemos admitir que seguimos muy confundidos ya que si lo que se desea es no confundir a la universidad con la calificadora, ¿para qué se creó este sistema? Por lo menos debería quedar bien claro cuál era la voluntad del legislador para incluirlo excepcionalmente como legitimado para hacer calificaciones.

La mayoría de las disposiciones de este capítulo son las mismas que las referidas a las ACR por lo que consideramos hubiera sido mejor identificar claramente las normas que por la especial naturaleza de las ACR UP deberían serle aplicables y de esa forma permitir claramente diferenciarlas (en definitiva la existencia de una capítulo especial las diferencia). Ello también impediría sugerir que tienen algún tipo de privilegio o carga especial que no tienen los demás ACR del régimen general.

Respecto al régimen excepcional, vale la pena preguntarse por ejemplo qué requisitos patrimoniales o presupuestarios se impondrán (art. 7, I) para equiparar los requisitos exigidos a los otros ACR teniendo en cuenta desde ya que las universidades tienen un importante apoyo público y generalmente un patrimonio adecuado. ¿Por qué a este ente no se le requiere que sus auditores u organismos de control sean los registrados en la Comisión como se exige a los otros ACR? Si se asume que su responsabilidad se presume entonces no se entiende para qué se pide auditores, y de lo contrario no se entiende por qué no requerir que estén los mismos registrados como se pide a los otros ACR.

Se aclara que sólo resaltaremos los aspectos en que la norma difiere con el Cap. I. Veamos:

Art. 1. - Universidades Públicas (es junto al art. 2 prácticamente la única diferencia).

Art. 2. - Aplicación del Régimen General (ídem art. Anterior).

Art. 3. - Diferenciación de Actividad.

Art. 4. - Prohibiciones e Incompatibilidades.

Art. 5. - Objeto de Calificación.

Art. 5. - Excepción.

SECCIÓN II - INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO

Art. 7. - Requisitos Generales.

Art. 8. - Organización Interna.

SECCIÓN III - TRÁMITE DE INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO DE ACR UP

Art. 9. - Plazo.

Art. 10. - Denegatoria.

SECCIÓN IV - PROHIBICIONES Y LIMITACIONES A LA ACTIVIDAD DE LOS ACR UP

Art. 11. - Prohibición de Auditorías, Consultorías o Asesoramientos.

Art. 12. - Prohibición de propuestas o Recomendaciones.

Art. 13. - Tercerización.

SECCIÓN V - ACTIVIDADES AFINES Y COMPLEMENTARIAS

Art. 14. - Actividades Afines y Complementarias.

SECCIÓN VI - FUNCIÓN DE CUMPLIMIENTO REGULATORIO

Art. 15. - Función de Cumplimiento Regulatorio.

Art. 16. - Incompatibilidades.

Art. 17. - Garantías.

Art. 18. - Conductas ilícitas.

SECCIÓN VII - FUNCIÓN RELACIONES CON EL PÚBLICO

Art. 19. - Función Relaciones con el Público.

SECCIÓN VIII - SERVICIOS DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS

Art. 20. - Convenios de Calificación.

Art. 21. - Plazo máximo de Convenios.

Art. 22. - Entidades Contratantes.

Art. 23. - Prospectos.

Art. 24. - Continuidad de calificaciones Dentro de la Oferta Pública. Excepción.

Art. 25. - Rescisión o Modificación de los Convenios de Calificación.

Art. 26. - Honorarios.

Art. 27. - Convenios con otras entidades del Exterior.

Art. 28. - Rescisión o Modificación de Convenios con Entidades del Exterior.

Art. 29. - Actuación en el Exterior.

SECCIÓN IX - METODOLOGÍAS DE CALIFICACION DE RIESGOS

Art. 30. - Registro.

Art. 31. - Contenido Mínimo.

Art. 32. - Categorías de Calificación.

Art. 33. - Trámite para Registro de Metodologías.

Art. 34. - Vigencia de Metodologías.

Art. 35. - Revisión de Metodologías de Calificación de Riesgo.

Art. 36. - Trámite para el Registro de Modificaciones.

Art. 37. - Calificaciones Afectadas.

SECCIÓN X- EMISIÓN DE INFORMES DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS

Art. 38. - Información Utilizada en las Calificaciones.

Art. 39. - Contenido de los Informes.

Art. 40. - Recomendaciones de Política.

Art. 41. - Informes Resumidos.

Art. 42. - Publicación de Informes.

Art. 43. - Falta de Información Confiable.

Art. 44. - Calificaciones Prohibidas.

Art. 45. - Comunicados de Prensa.

Art. 46. - Revisión de Calificaciones.

Art. 47. - Régimen de Rotación.

SECCIÓN XI - CONSEJO DE CALIFICACIÓN

Art. 48. - Funciones.

Art. 49. - Actuación Diligente.

Art. 50. - Integración.

Art. 51. - Consejeros de Calificación. Solvencia Moral y Conocimientos Técnicos.

Art. 52. - Incompatibilidades.

Art. 53. - Independencia.

SECCIÓN XII - REUNIONES DEL CONSEJO

Art. 54. - Funcionamiento. Quorum.

Art. 55. - Régimen Informativo de Reuniones del Consejo de Calificación.

Art. 56. - Reuniones a Distancia.

SECCIÓN XIII - ACTAS DE REUNIONES DEL CONSEJO DE CALIFICACIÓN

Art. 57. - Libro de Actas del Consejo de Calificación.

Art. 58. - Régimen Informativo de Actas de Reuniones.

Art. 59. - Contenido Mínimo.

Art. 60. - Publicaciones Posteriores a las Reuniones.

SECCIÓN XIV - CONOCIMIENTOS Y EXPERIENCIA DE LAS AUTORIDADES U ÓRGANO DE GOBIERNO

Art. 61. - Autoridades. Solvencia Moral y Conocimientos Técnicos.

Art. 62. - Antecedentes.

SECCIÓN XVI - INDEPENDENCIA Y PREVENCIÓN DE CONFLICTOS DE INTERESES

Art. 63. - Independencia y Prevención de Conflictos de Intereses.

Art. 64. - Retribución.

Art. 65. - Canales de Información y de Comunicación.

Art. 66. - Prohibición de Negociar Honorarios.

Art. 67. - Prohibición de Operar.

Art. 68. - Abstención y Prohibición de Participar en Calificaciones.

Art. 69. - Prohibición de Aceptar Dinero, Obsequios o Favores.

Art. 70. - Concentración de Clientes del ACR.

Art. 71-Política Control Analistas.

SECCIÓN XVII - CONSERVACIÓN DE LA DOCUMENTACIÓN

Art. 72. - Conservación de la Documentación.

Art. 73. - Documentación Sobre Derechos y Obligaciones del ACR UP y Entidades Calificadas.

SECCIÓN XVIII - CONFIDENCIALIDAD

Art. 74. - Protección de Bienes y Documentación. Prohibición de Utilizar Información Confidencial.

SECCIÓN XIX - CUMPLIMIENTO PERMANENTE.

Art. 75. - Regla General.

Art. 76. - Suspensión Preventiva (este es un punto en el que dudamos sobre la aplicabilidad y procedencia, sin perjuicio de lo comentado con anterioridad respecto a la nota del autor Bernardo Carlino op.cit al pie 13).

SECCIÓN XX - ACCIONES PROMOCIONALES

Art. 77. - Difusión Voluntaria.

Art. 78. - Difusión Obligatoria.

SECCIÓN XXI - FORMA DE PRESENTACIÓN DE LA DOCUMENTACIÓN ANTE LA COMISIÓN

Art. 79. - Requisitos para la Presentación de Documentación ante la Comisión.

SECCIÓN XXII - FUERZA PROBATORIA

Art. 80. - Requisitos para Gozar de Autenticidad.

SECCIÓN XXIII - HECHOS RELEVANTES

Art. 81. - Hechos Relevantes.

SECCIÓN XXIV - REGIMEN INFORMATIVO GENERAL

Art. 82. - Régimen Informativo por Medio de AIF.

ANEXO I. - PRINCIPIOS DEL CÓDIGO DE CONDUCTA PARA LOS AGENTES DE CALIFICACIÓN DE RIESGOS UNIVERSIDADES PÚBLICAS. CÓDIGO DE CONDUCTA DE LA IOSCO ADAPTADO A NORMAS ARGENTINAS

V. Conclusión

Destacamos la velocidad con la que se terminó la gigantesca tarea de reglamentación y especialmente la forma en que se intentó remediar un problema de la ley respecto a la universidades públicas de forma de hacer valer precisamente la idea de la norma que incorpora a estas entidades.

En términos generales creemos que la regulación es buena, sigue su antecedente que precedió a muchas reformas en los países más desarrollados a los que la crisis financiera les mostró sus debilidades regulatorias. Creemos que quedan algunos puntos que deberían ser motivo de futuro debate y modificación según ha sido resaltado en la obra y a ello nos remitimos sabiendo que por un tiempo no debemos esperar cambios y formulando votos para que un sistema que ha funcionado bien localmente siga en el mismo rumbo. Los principios enunciados al inicio de este trabajo son en definitiva los que deben orientar cualquier vacío normativo o interpretación en caso de duda.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

EFFAS Summer Schoo, Panel Moderator, Mr. Vincent Bazi, July 2008, www.effas.org.

"Global Credit Analysis" MIS, IFR Books.

"Local and Regional Government" S&P Publications.

Moody`s Rating Methodology Handbook, 200-2002.

Economics & The Law, 2d Ed. Mercurio and Medema.

Understanding Securities Law, M. Steinberg, M. bender.

Odds-On Imperfection: Monte Carlo Simulation, WSJ, May 2, 2009, Eleonor Laise.

FT. Com, EU Votes for Rating Agency Rules, April 23, 2009, Nikki Tait.

France leads crackdown on Rating Agencies, Paul Davies, Jan 21, 2009, Financial Times.

"Quo Vadis, Raters?" FT, Feb 22, 2009.

"Moody's to Investigate Staff Over Rating Bug", Sam Jones and Gillian Teet, FT.Com, Jul1,08.

Rating Agencies Part of Banking Crisis: Investors", Emily Chasan and Jennifer Ablan, Sep. 24, 2008.

Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas, Revista Año XXV, Abr. 9, pgs. 33-44.

Notation Financière et risque deliquidité, Sami Gotrane y Jean Jacques Ngonu, Analyse Financière, Nro. 32, pg. 55.

La Calificación de Riesgo, M. Camerini, Depalma, 2000.

"La Nueva Regulación de las Agencias de Rating en Europa, Validez y eficacia de las Calificaciones Emitidas en Otros Países. Caso Europeo & Independencia y Procedimientos Para Evitar los Conflictos de Interés" de Raquel García Alcubilla, Asesora Presidencia, CNMV, España y Ana Puente Perez, Coordinadora de area, Dirección general del Tesoro y Política Financiera, Min. Eco. y Hacienda, España. Conferencia en el IIMV, dada por las representantes del Gabinete Presidencia, secretaría CESR, Agencias Rating, España. (28 sept. 2009).

Analyse Financière, La Revue de la Société Française des Analystes Financiers, Pg.51, Douglas Elespe.

Idem, pg. 54, The EFFAS-ECB Position About Credit Rating Agencies, Chris Golden, EFFAS.

"Las Agencias de Calificación Crediticia, Agencias de Rating", Alberto Tapia Hermida, Aranzadi, España, Thomson Reuters, 2010.

(1) Derechos reservados.

(2) En 1975 la SEC estableció la Regla 15 c3-1 que prácticamente recogía tangencialmente la actividad de las calificadoras. Luego y por las críticas del sistema se dictó una ley mejorada y más explícita la "Credit Rating Agency Reform Act de 2006" que modificó la sección 15 E de la Ley de Mercado de Valores (SEA) y luego se modificó la regulación mediante las reglas SEC 17g-1 a SEC 17g-6 en junio del 2007. Desde entonces se han ampliado los requisitos debido a los problemas de la crisis en EEUU, especialmente reglas para los fideicomisos que se emitieron, Rules for NRSRO, Jun 2008.

(3) Hacia fines del 2011 la Comisión formuló propuestas y paneles de discusión tendientes a regular la actividad de las agencias calificadoras con el fin de superar algunas de las críticas subyacentes. Las nuevas reglas fueron aprobadas por el Parlamento Europeo y entraron en vigencia a mediados del 2013. Especialmente la Regulación 462 del 13 y la Directiva 2013/14/EU. Las mismas enfatizan la independencia y los procedimientos para evitar los conflictos de interés. Recibe las recomendaciones del código de IOSCO en cuanto a reclamar independencia respecto a: a) Autoridades competentes b) Emisores y terceros c) Administradores y empleados.

(4) V. www.iosco.org

(5) A nuestro entender en muchos casos bien fundados, ver Douglas Elespe, Analyse Financière, La Revue de la Société Française des Analystes Financiers, Nro. 32, Jui, Aout, Sept. 2009, 51, "The Credit rating agencies and the Financial Crisis"

(6) Técnicamente cuando el servicio meteorológico dice que hay 90% de probabilidades de lluvia está diciendo que las chances de lluvia son altas pero no descarta ese 10% de probabilidades de que no llueva. Sin embargo, cuando una persona lleva todo el día su sombrilla-paraguas y no llueve, ese pronóstico le suena a "equivocado" cuando técnicamente no lo fue, se dio el 10% con menos chances de ocurrencia. Como consecuencia de esa diferencia de apreciación a nadie se le ocurriría abolir el servicio meteorológico y los profesionales idóneos lo saben muy bien, a nadie se le ocurriría volar una aeronave o navegar un velero sin previamente consultar al servicio meteorológico y su pronóstico. Lo mismo sucede con una calificación. Que un título sea calificado A no significa que tiene 100% probabilidades de pago. Como con el caso del servicio meteorológico es mejor entender el alcance de la calificación y también darse cuenta que es mejor tenerlo y consultarlo que no tenerlo.

(7) Distinto es el caso de calificar las acciones preferidas que prometen una renta fija en caso de existir utilidades.

(8) No la IGJ que supervisa y mantiene el registro de las demás sociedades que no hacen oferta pública.

(9) Habría que prohibir la inversa ya que existen actividades de calificación que actualmente desarrollan algunas firmas de auditorías en bancos oficiales.

(10) Ver nuestra investigación publicada en Revista Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas, 2010, ref: Calificadoras de Riesgo en la Crisis.

(11) Dicho de otro modo, porqué dejó fuera a otros entes que podrían hacer bien la tarea dado que la falta de fundamentación podría ser motivo de impugnación constitucional basado en el art. 16 de la C.N.

(12) Arts. 11 y 31 de la CN

(13) Recomendamos la obra de Carlino, Bernardo P., Pto 2 en Suplemento Especial del Mercado de Capitales 2012, Edit. La Ley, Suplemento, 6-12-12, 29 "Los Riesgos de las Universidades como Calificadoras de Riesgos" en el que el citado autor hace un muy buen análisis del problema en el que la ley entró, al igual que al referirse al régimen de sanciones y responsabilidades referidos al Tít. IV, Cap. I, arts. 132 y art. 56 LMC. - También recomendamos la obra de Alberto Tapia Hermida, "Las Agencias de Calificación Crediticia, Agencias de Rating", Aranzadi, Thomson Reuters, 2010.

(14) Es conocido que en la academia hay muy buenos profesionales que también son "practitioners" de excelencia pero que conviven con teóricos que pueden tener problemas para efectuar pronósticos concretos que pueden tener influencia en el mercado. Muchos de ellos jamás serían contratados para posiciones en ese mercado.

© Thomson Reuters