

## LAS CLASIFICADORAS DE RIESGO

### Elsa Manrique

Abogada. Escribana. Universidad Nacional de Cuyo. Posgrado de Especialización en Derecho de Contratos y Daños de la Universidad de Salamanca-España. Doctorando de la Universidad Nacional de Córdoba. Profesora en la Facultad de Derecho y Ciencias Sociales de la Universidad Nacional de Córdoba y en la Universidad Nacional de La Rioja.

#### **Palabras claves:**

*Sociedades anónimas.  
Calificadoras de riesgos.  
Mercados financieros.  
Valores negociables.*

#### **Key words:**

*Anonymous Societies.  
Risk rating. Financial  
markets. securities.*

### Resumen

Las agencias calificadoras de riesgo son entidades especializadas que brindan análisis objetivos y evaluaciones independientes que permiten a los inversores o instituciones conocer si los emisores de valores negociables podrán cumplir con sus obligaciones en relación con dichos valores. Estas agencias son cuestionadas por su falta de objetividad y el sesgo ideológico que las guía.

## Abstract

The rating agencies are specialized entities that provide objective analysis and independent evaluations that allow investors or institutions to determine whether issuers of securities can fulfill their obligations in relation to those securities. These agencies are challenged by their lack of objectivity and ideological bias the guide.

## Introducción

Las sociedades calificadoras de riesgo son sociedades anónimas integradas por especialistas que brindan una opinión técnica independiente sobre la posibilidad de repago en las condiciones convenidas de las diversas obligaciones negociables y/u otros títulos de deuda colocados y negociados en los mercados. Es decir, ayudan a los inversores o instituciones a conocer si los emisores de valores negociables serán capaces de cumplir con sus obligaciones con respecto a dichos valores. En el caso de la calificación de acciones, se evalúa su capacidad de adquirir ganancias y liquidez.

El objeto es brindar una mayor información a los inversionistas potenciales o actuales sobre la solvencia de un instrumento y surgieron con la necesidad de los inversores de confiar con una entidad que buscara, analizara y procesara, de manera centralizada, toda la información indispensable para pronunciar una opinión sobre el riesgo inherente de un activo financiero. Como así también, acrecentar la transparencia y asegurar la independencia de las agencias calificadoras a fin de que resultara uniforme y consistente en todos los distintos países.

La calificación de valores tuvo origen en Estados Unidos a finales del siglo XIX, se llevó a cabo a través de un sistema de información crediticia. En este país (a comienzo del siglo XX) y con el impulso de

la industria ferroviaria, se realizaron las principales emisiones de obligaciones (bonos), lo que motivó la creación de empresas consagradas al estudio y análisis de la calidad de esos instrumentos.

En Argentina las agencias de calificación de riesgo surgieron a mediados de los años noventa y contribuyeron al progreso del mercado de valores nacional.

## **Cuáles son los beneficios que representan una calificación de riesgo**

La calificación de riesgo implica un estudio cualitativo y cuantitativo de la información suministrada por el emisor y la que existe de forma pública.

Entre los fundamentos metodológicos que se tienen en cuenta para una calificación de riesgo, se consideran: los estados financieros históricos y programados, la gestión operativa y gerencial del emisor, las estrategias y posicionamientos en el mercado, el origen y la calidad que ostenta la garantía, el cumplimiento de obligaciones anteriores, el entorno legal y macroeconómico, la calidad y confiabilidad de la información<sup>65</sup>.

Las calificaciones de riesgo se han convertido en una imperiosa necesidad de los mercados y los inversionistas para ponderar el riesgo de valores negociables.

Es así, como los inversores utilizan la información brindada por estas agencias para la toma de decisiones de inversión, cotizaciones y precios de colocación. Los emisores por su lado, utilizan los servicios proporcionados por estas sociedades para el ingreso a mercados financieros, cotización de sus emisiones.

Asimismo, cuando una entidad (gobierno, empresa, banco, aseguradora, etc.) necesita emitir deuda o solicitar financiación, encomienda a una agencia calificadora que la evalúe.

---

<sup>65</sup>BOCCA, Federico, 2012, "Agencias calificadoras de riesgos", [http://www.fen.espol.edu.ec/boccafederico\\_agenciascalificadorasderiesgo](http://www.fen.espol.edu.ec/boccafederico_agenciascalificadorasderiesgo)

Esta evaluación ofrece a los inversores y prestatarios una guía para estipular el tipo de interés al que otorgarían la financiación.

En definitiva, los mercados financieros globales, principalmente los de crédito, dependen de las organizaciones de calificación estadística.

## **Principales Agencias Calificadas**

Las tres más importantes agencias calificadoras de riesgo que se reparten el mercado de la calificación crediticia en el mercado son *Standard & Poor's* (Estados Unidos), *Moody's – Moody's Investors Service* (Estados Unidos)-y *Fitch – Fitch Ratings* (Estados Unidos – Reino Unido – Francia) están certificadas por la Comisión de Valores e Intercambio de los Estados Unidos como Organización de Calificación Estadística Nacionalmente Reconocida (NRSRO por las siglas en inglés correspondiente a "*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*")<sup>66</sup>.

Las sociedades de calificación de riesgo tienen sus propios métodos de calificación, que debe ser aprobado por la comisión nacional de valores o ente análogo.

Por lo general todas utilizan un sistema uniforme en lo internacional. Las categorías de calificación se encuentran establecidas con las letras A, B, C, D, y E. Las primeras cuatro categorías deberán utilizarse para los títulos emitidos por emisoras que hayan cumplido favorablemente con los requisitos de información demandados por las leyes vigentes. Para cuando las emisoras que no hayan cumplido apropiadamente los requisitos de información establecidos por las normas vigentes e ineludibles para la calificación de sus valores negociables, se reserva la categoría E.

La calificación A se esgrime para los valores negociables de óptima calidad y más bajo riesgo y en orden descendiente, la calificación D corresponderá a los valores negociables de menor calidad y mayor

---

<sup>66</sup>TUCK, Jenifer, 2012, "Las calificadoras de riesgo S&P; (por Standar & Poor 's), Moody's y Fitch" [http://www.ehowenespanol.com/calificadoras-riesgo-sp-por-standar-poors-moodys-fitch-sobre\\_137431/](http://www.ehowenespanol.com/calificadoras-riesgo-sp-por-standar-poors-moodys-fitch-sobre_137431/).

riesgo. Es así, como las calificaciones de S&P para distinguir a los prestatarios de mayor a más baja calidad son: AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C y D. La calificación para una inversión recomendable es BBB o mayores.

*Moody's* utiliza las siguientes calificaciones: Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca y C. Se suman números para efectuar nominaciones intermedias como Baa1, Baa2, entre otras. La calificación de inversión recomendable y prudente es B o mayor, cualquier otra por debajo es considerada especulativa.

*Fitch* pertenece a una sociedad francesa, *Fimalac SA*, *Fitch* opera internacionalmente y es la más pequeña de las tres grandes, esta agencia usa la misma escala que S&P (*Standard & Poor's*).

Se puede apreciar que existen un grupo trascendental de agencias de calificación de riesgos y cuyas notas son observadas con atención por los mercados:

Estas agencias calificadoras son:

- A. M. Best (Estados Unidos)
- Baycorp Advantage (Australia)
- China Credit Information Service (China)
- Crisil Ltd. (India)
- Dagong Global Credit Rating – Dagong Global Credit Rating Co. Ltd (China)
- Dominion Bond Rating Service (Canadá)
- Dun & Bradstreet (Estados Unidos)
- Egan-Jones Rating Company (Estados Unidos)
- Rating Agency Malaysia (Malasia)
- Japan Credit Rating Agency (Japón)
- Japan Credit Rating Vital Information Services (Pakistán)
- The Pakistan Credit Rating Agency Limited (Pakistán)
- NKC Independent Economists (Sudáfrica)
- Dagong Global Credit Rating – (China)
- Axesor (España)
- Clasificadora de Riesgo Humphreys (Chile)

-Clasificadora de Riesgo Feller-Rate (Chile)

-Clasificadora de Riesgo Apoyo y Asociados (Perú)

La Unión Europea sostenía que las calificadoras estadounidenses favorecían a las emisoras de ese país en detrimento de las emisoras europeas, por tal motivo la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) ha aprobado el registro de *Economist Intelligence Unit* (EIU) con fecha 30 de Mayo del año 2013.

Esta agencia calificadora surgió a fin de aumentar la transparencia, y disminuir los riesgos de conflictos de intereses. Además, la Unión Europea aprobó una normativa para las calificadoras de riesgo constituidas en su zona, entre la que se pueden mencionar las siguientes:

Rotación. Los emisores de productos financieros estructurados con activos subyacentes retitularizados deben rotar de agencia cada cuatro años.

Doble nota. Los productos estructurados deben ser calificados por dos agencias de riesgo.

Conflicto de intereses. Se requiere que las agencias de calificación que publiquen especifiquen si alguna de las entidades que "ellas califican" tiene más del 5 % de su capital o derechos de voto en las mismas.

Indemnización. Los inversores podrán demandar una indemnización a la agencia si soportan una pérdida por una infracción perpetrada por la misma.

## **Descenso de la calificación realizado por una Calificadora de Riesgo**

El *rating* es una nota o calificación de la solvencia que posee una empresa, un país, instituciones públicas y emisiones de deuda. Una degradación del *rating* es una mengua de la confianza de los inversores y, por tanto, implica un incremento de los costes financieros.

El descenso de la calificación realizado por una agencia puede generar varios problemas, por ejemplo:

a) Que los intereses para otorgar créditos a la empresa se incrementen, esta circunstancia puede afectar negativamente a los contratos que se firmen con otras instituciones.

b) A veces, los contratos de préstamo de capital pueden incluir una cláusula que obliga a devolver a la entidad prestadora el dinero proporcionado si la calificación de la empresa baja.

c) Una calificación baja provoca el despido de los trabajadores en forma masiva.

Los efectos de la baja de la calificación realizada a un emisor por parte de una agencia calificadora puede ser dramático, desbastador y muy nocivo.

## **Modelos de negocio de las agencias de calificación de riesgos**

En sus orígenes, estas agencias se crearon fundadas en un modelo de suscriptores, por este sistema las agencias les cobraban a sus abonados la tarea de brindar sus calificaciones. Los detractores de este sistema sostenían que la mayoría de las emisiones de valores, conforme a este sistema, se encontraban sin calificar, porque el interés de los suscriptores se concentraba siempre en las grandes emisiones.

En la actualidad y en oposición a este sistema, la mayoría de las grandes y medianas agencias de calificación se basan en un modelo de negocio en el que la mayoría de los ingresos proceden de las erogaciones que les realizan los emisores. Los detractores de este modelo manifiestan que las emisoras pueden solicitar que la califiquen las agencias que les brinden una mejor valuación.

### **Las calificadoras de riesgo en nuestro país**

En nuestro país se ha creado la Comisión Nacional de Valores (CNV) por la Ley de Oferta Pública N.º 17.811 sancionada en el año 1968 y está regida por la Ley de Mercados de Capitales N.º 26.831 aprobada en el año 2012. La Comisión Nacional de Valores es el organismo oficial que tiene a su cargo la promoción, supervisión y control del Mercado de Valores, es una entidad autárquica con jurisdicción en toda la República Argentina<sup>67</sup>.

Esta institución tiene su domicilio en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires pero podrá sesionar y establecer delegaciones regionales en cualquier lugar del país. La CNV depende del PODER EJECUTIVO NACIONAL por intermedio del MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS PÚBLICAS, que entenderá en los recursos de alzada que se interpongan contra sus decisiones, sin perjuicio de las acciones y recursos judiciales regulados en la LMC.

La principal función que cumple la CNV es el resguardo de los intereses de los inversores y de los accionistas de las empresas, principalmente los minoritarios.

La Comisión Nacional de Valores es el ente autorizado para ejercer las funciones de fiscalización y control de las sociedades calificadoras de riesgo. Entre estas funciones se encuentra llevar el Registro de las Calificadoras autorizadas, registrar sus manuales de calificación; registrar a los consejeros que califican y fiscalizar toda la actividad de las calificadoras. La actividad de la CNV es un control de legalidad, no califica<sup>68</sup>.

### **Ahora bien, El marco regulatorio de las Sociedades Calificadoras de Riesgo en nuestro país está formado por:**

a) El Decreto N.º 656/1992 (modificado por el Decreto N.º 749/2000).

b) El Capítulo XVI – Calificadoras de Riesgo – de las Normas de la CNV (N.T. 2001 y mod.).

<sup>67</sup> COMISIÓN NACIONAL DE VALORES, <http://www.cnv.gob.ar/web/secciones/quees.aspx>

<sup>68</sup> Ídem.

c) El régimen de información previsto en el Capítulo XXVI – Autopista de la Información Financiera – de las Normas de la CNV (N.T. 2001 y mod.).

d) El Capítulo XVI – Calificadoras de Riesgo-.

e) El Capítulo XXVI – Autopista de la Información Financiera- de las Normas de la CNV.

f) La Resolución General N.º 605/12 (publicada en el Boletín Oficial el 17 de abril de 2012).

Esta Resolución es el resultado de un análisis exhaustivo elaborado por la CNV de las regulaciones de las Calificadoras a efectos de enaltecer las normas de transparencia y brindar asistencia a los inversores a fin de que tengan un óptimo acceso a la información de mercado<sup>69</sup>.

g) A efectos de mejorar la carga de la información a través de la AIF, la CNV modificó el inciso b) del artículo 11 del Capítulo XXVI – Autopista de la Información Financiera-.

h) La Ley de Reforma del Mercado de Capitales – (Ley N.º 26.831), sancionada: 29/12/2012.

Tal como lo establece el considerando del Decreto N° 656/92: *"la calificación no debe interpretarse como una recomendación para adquirir, negociar o vender un instrumento financiero determinado, sino como una información adicional a tener en cuenta por los inversores e intermediarios en la toma de decisiones"*.

Sin perjuicio de ello la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES podrá determinar la obligatoriedad de la calificación cuando las especiales circunstancias de la emisión así lo demanden.

Las entidades estatales, provinciales o municipales, igualmente podrán requerir la calificación de los valores mobiliarios que emitan.

De conformidad con el artículo 57 de la Ley N.º 26.831 La Comisión Nacional de Valores debe establecer las formalidades y requisitos que deben cumplir las entidades que requieran su registro

<sup>69</sup> BELLER Ricardo W. DEL PINO, Miguel, (2012), "Calificadoras de Riesgo", <http://marval.com.ar/publicacion/?id=5894>

como agentes de calificación de riesgo, incluyendo la reglamentación de lo establecido en la ley y estipulando las clases de organizaciones que podrán llevar a cabo esta actividad.

Además, el mismo artículo determina que La Comisión Nacional de Valores podrá incluir dentro de este registro a las **universidades públicas autorizadas** a funcionar como tales, determinando los requisitos que deben acreditar considerando su naturaleza.

De acuerdo con lo establecido en el artículo 58 de dicha Ley los agentes de calificación de riesgo, a solicitud de las emisoras y otras entidades, podrán calificar cualquier valor negociable, sujeto o no al régimen de oferta pública. Es decir, que se pueden calificar: Acciones, Obligaciones negociables, Valores negociables de deuda de corto plazo (RG N.º 344), Títulos públicos, Fondos comunes de inversión, Fondos comunes cerrados de crédito, Fideicomisos financieros, entre otros.

Las empresas interesadas deben obtener matrícula para poder desarrollar su actividad en este país. La COMISION NACIONAL DE VALORES llevará el Registro de las Sociedades Calificadoras de Riesgo (artículo 47 de la Ley N.º 26.831).

Las SCR nacionales registradas actualmente ante esta CNV son cuatro<sup>70</sup>:

-*STANDARD & POOR'S INTERNATIONAL RATING LLC.* (Sucursal Argentina), Inscripta bajo el N° 2.

-*FITCH ARGENTINA CALIFICADORA DE RIESGO S.A.*, Inscripta bajo el N° 3.

*MOODY'S LATIN AMERICA CALIFICADORA DE RIESGO S.A.*, Inscripta bajo el N° 4.

*EVALUADORA LATINOAMERICANA S.A. CALIFICADORA DE RIESGO*, Inscripta bajo el N.º 6.

Las Sociedades Calificadoras inactivas son:

<sup>70</sup> COMISIÓN NACIONAL DE VALORES, <http://www.cnv.gov.ar/web/secciones/quees.aspx>

- *Duff & Phelps De Argentina Sociedad Calificadora de Riesgo S.A. (Ahora Fitch Argentina).*
- *Humphreys Argentina Calificadora de Riesgo S.A. (Ahora Mood ys Latin America).*
- *Magister/Bankwatch Calificadora de Riesgo S.A. (Ahora Mood ys Latin America).*
- *Value Calificadora de Riesgo S.A. (Dada de Baja).*

**A los fines de obtener y mantener su inscripción en el Registro de Calificadoras de Riesgos estas sociedades deben cumplir con los siguientes requisitos:**

ESTATUTO o CONTRATO SOCIAL: Inscripto en el Registro Público correspondiente a la jurisdicción donde tenga su domicilio legal.

OBJETO: Poseer como objeto social exclusivo el de calificar valores negociables y las actividades afines.

CAPITAL SOCIAL: Si se constituye como sociedad anónima, deberá estar representado en acciones nominativas no endosables o escriturales, cuya negociación tendrá que ser comunicada a la COMISION.

NOMINAS: Se deberá presentar una nómina de los directores, consejeros de calificación, síndicos, gerentes de primera línea, representantes y apoderados, indicándose domicilio real, datos y antecedentes personales.

MANUALES DE PROCEDIMIENTOS: Se tendrá que registrar los manuales de procedimientos ante la COMISIÓN.

CODIGO DE PROTECCIÓN AL INVERSOR: Deberá poseer un Código de Protección al Inversor que reglamente el comportamiento de su personal, avalando entre otros aspectos, la seguridad y eficiencia en los servicios prestados, el respeto del deber de confidencialidad y la prevención de conflictos de intereses (conforme artículo 1 del Capítulo XVI).

En caso de incumplimiento de cualquiera de los requisitos expresados precedentemente, la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES podrá disponer la caducidad de la autorización.

La calificación puede consultarse en el boletín de la bolsa de comercio en donde cotice el valor negociable.

## Nueva Calificadora Argentina

En la actualidad se establece la necesidad de que se desarrollen en nuestro país agencias calificadoras argentinas y de carácter público, pues con el progresivo endeudamiento público, en los últimos años por parte del estado nacional y las administraciones locales, el debate sobre el carácter de las Agencias Calificadoras de Riesgo se tornó muy significativo.

La propuesta de que se constituyan este tipo de organizaciones públicas, tiene como objetivo que a las personas se les pueda proporcionar información fidedigna, sobre las opciones para invertir sus ahorros. Estas instituciones, en principio, deben actuar sin fines de lucro en forma objetiva y no poseer ningún sesgo ideológico que las guíe por su carácter público.

De esta forma, la creación de estas sociedades calificadoras de riesgo públicas debe servir al interés público y además, vigorizar la relación entre estas instituciones, gobierno e inversores privados. La creación de estas calificadoras podría equilibrar la influencia y el predominio que las agencias privadas poseen actualmente.

Nuestro país está a la vanguardia en esta labor, pues con la sanción de la Ley de Mercado de Capitales en el año 2012 (Ley N. 26.831), que permite que las universidades públicas puedan constituirse en "agentes de calificación de riesgo". Entre los objetivos de estas calificadoras, se formula el de brindar un fuerte impulso al desarrollo del mercado nacional de capitales, para contribuir el progreso productivo de nuestro país.

La Comisión Nacional de Valores otorgó el **Registro Nro.1** a la Universidad Nacional de Tres de Febrero, primera universidad pública argentina en constituir una AGENCIA CALIFICADORA DE RIESGOS UNIVERSIDAD PÚBLICA, tras haber cumplimentado los exigentes

requisitos que impone la nueva Ley de Mercado de Capitales. La Universidad Nacional de San Martín y la Universidad Nacional de Moreno están confeccionando proyectos similares en estos días.

Esta decisión de habilitar a las universidades para constituir agencias calificadoras de riesgo que cumpliendo con la normativa que impone la CNV, que en definitiva, son las mismas normas del organismo internacional IOSCO posee un valor trascendental, porque las universidades son autónomas, concepto que culturalmente se encuentra muy arraigado en nuestro país, lo que implica que la labor de calificación la realiza una institución sin fines de lucro y además sin ningún deber de acatamiento de las órdenes del Estado. Esta independencia le otorga un gran valor a la tarea encomendada.

### **Conclusión**

El fondo monetario internacional (FMI) culpó a las agencias de calificación de contribuir a la inestabilidad financiera del año 2009 por lo que solicitó a sus estados miembros que optimicen la transparencia y traten de reducir los conflictos de interés en estas empresas.

Conforme a lo determinado por un informe del banco central europeo (BCE), las agencias de calificación de riesgo estipulan una calificación más elevada a los grandes bancos y a las instituciones con más posibilidades de suministrar un significativo negocio (circunstancia teñida de arbitrariedad).

Se acusa a estas Sociedades Calificadoras de Riesgo de estar "muy allegadas" a la empresas de sus clientes favoreciéndolos injustamente, igualmente se las ha atacado de organizar burdas tácticas de chantaje para "ganarse nuevos clientes" a través de la disminución de las calificaciones de esas empresas.

Estas agencias han sufrido mucho descrédito, son cuestionadas permanentemente por su falta de objetividad y el sesgo ideológico que las orienta. Se considera que es labor de los Estados colocar las

finanzas al servicio de la producción, el comercio y el empleo, y no de la especulación.

Argentina, se convirtió en un modelo a tener en cuenta por las universidades de otros países.

## Bibliografía

BELLER Ricardo W. DEL PINO, Miguel, 2012, "Calificadoras de Riesgo", <http://marval.com.ar/publicacion/?id=5894>.

BOCCA, Federico, 2012, "Agencias calificadoras de riesgos", [http://www.fen.espol.edu.ec/boccafederico\\_agenciascalificadorasderiesgo](http://www.fen.espol.edu.ec/boccafederico_agenciascalificadorasderiesgo).

HERNÁNDEZ MUÑOZ, Lázaro, 2003, "Los riesgos y su cobertura en el comercio internacional", FC Editorial. España.

MORLES HERNÁNDEZ, 2006, Alfredo. "Régimen legal del mercado de capitales", Ed. UCAB. Venezuela.

PÉREZ, Elena, 2012, "Gobernanza y supervisión de ciertos "controladores" del riesgo de inversión: El caso de las agencias de calificación de riesgos". En: Tópicos Selectos de Optimización, Ed. ECORFAN. España.

PEREZ H, Jorge, 2012, "Rol de las Agencias Calificadoras", <http://es.slideshare.net/ramfy/rol-de-las-agencias-calificadoras-de-riesgo-ii>.

TUCK, Jenifer, 2012, "Las calificadoras de riesgo S&P; (por Standar & Poor's), Moody's y Fitch" [http://www.ehowenespanol.com/calificadoras-riesgo-sp-por-standar-poors-moodys-fitch-sobre\\_137431/](http://www.ehowenespanol.com/calificadoras-riesgo-sp-por-standar-poors-moodys-fitch-sobre_137431/).

COMISIÓN NACIONAL DE VALORES, <http://www.cnv.gob.ar/web/secciones/quees.aspx>.

### Cita de este artículo:

MANRIQUE, E. (2016) "Las Clasificadoras de Riesgo. Revista IN IURE [en línea] 15 de Mayo de 2016, Año 4, Vol. 2. pp. 47-60. Recuperado (Fecha de acceso), de <http://iniure.unlar.edu.ar>