

COMISIÓN FEDERAL DE MEJORA REGULATORIA
COORDINACIÓN GENERAL DE MEJORA REGULATORIA SECTORIAL

SH SUBSECRETARÍA DE
CP INGRESOS

20 ENE 2012

SECRETARÍA
DE ECONOMÍA



ACUSE

COORD. DE CONTROL DE GESTIÓN

HORA 18:05 REC. *Araceli*

Of. No. COFEME/12/0213

Asunto: Dictamen Final sobre el anteproyecto denominado *Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores.*

México, D. F., a 20 de enero de 2012

DR. JOSÉ ANTONIO GONZÁLEZ ANAYA
Subsecretario de Ingresos
Secretaría de Hacienda y Crédito Público
Presente

Me refiero al anteproyecto denominado **Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores** y a su respectiva manifestación de impacto regulatorio (MIR), ambos instrumentos remitidos por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), a través del portal de la MIR¹ y recibidos en la Comisión Federal de Mejora Regulatoria (COFEMER), el 13 de enero de 2012. Ello, en contestación al Dictamen Total No Final emitido por este Órgano Desconcentrado mediante oficio COFEME/12/0007, de fecha 4 de enero de 2012. El anteproyecto de mérito, así como su respectiva MIR, habían sido enviados originalmente por la SHCP a la COFEMER el día 21 de diciembre de 2011.

En virtud de lo anterior, considerando la revisión efectuada en esta COFEMER al anteproyecto recibido el 13 de enero de 2012, así como a la referida respuesta al Dictamen Total No Final, con fundamento en los artículos 69-E, fracción II, 69-H y 69-J de la Ley Federal de Procedimiento Administrativo (LFPA), esta Comisión tiene a bien emitir el siguiente:

Dictamen Final

I. Consideraciones generales

Para cualquier prestamista, una preocupación central es la futura recuperación de su dinero, por ello es importante obtener información sobre la calidad crediticia del potencial prestatario y, en algunos casos, condicionar el préstamo a la existencia de un colateral que lo respalde. En ese sentido, las instituciones financieras buscan ayuda externa que les facilite conocer la solvencia crediticia del posible candidato. En otras palabras, el otorgante de un préstamo se enfrenta a un problema conocido en la literatura económica como **asimetría de la información**; es decir, una situación en la que los otorgantes y los receptores del crédito no comparten la misma información. El propósito original de las empresas calificadoras es reducir este vacío de información, a través de las opiniones que publican sobre las emisiones de deuda de corporaciones, gobiernos federales y locales. Estos juicios vienen en forma de calificaciones, las cuales consisten en letras que van desde la AAA para las entidades con mayor calidad crediticia y descienden según su evaluación hasta la D.

¹ www.cofemermir.gob.mx

8

COMISIÓN FEDERAL DE MEJORA REGULATORIA
COORDINACIÓN GENERAL DE MEJORA REGULATORIA SECTORIAL



De acuerdo con Mishkin², un sistema financiero cumple la función esencial de canalizar los recursos ociosos a aquellas personas o empresas que tienen oportunidades de inversión productiva. Para ello, los participantes en los mercados financieros deben ser capaces de hacer juicios precisos sobre las oportunidades de inversión. Por lo tanto, un sistema financiero puede enfrentarse a problemas de información asimétrica. Asimismo, según plantea Joseph Stiglitz³, uno de los problemas que enfrenta cualquier sistema financiero consiste en que los prestamistas y prestatarios no comparten la misma información. Por un lado, el demandante de crédito conoce bien las características de su negocio y la forma en que se utilizará el crédito, así como su capacidad y voluntad de cumplir con sus obligaciones financieras; por otro lado, los prestamistas suelen tener poca información sobre el demandante de crédito y, cuando la pueden obtener, su costo suele ser elevado. De tal forma que si este problema no se resuelve de forma satisfactoria, se generan dos distorsiones importantes en el sistema financiero⁴: la selección adversa y el riesgo moral.

La selección adversa⁵ (*adverse selection*) se produce antes de que la operación financiera se lleve a cabo, es decir cuando los prestamistas no tienen la información adecuada sobre la capacidad y voluntad de pago por parte de los demandantes de crédito. En estos casos, los prestamistas se ven obligados a elevar los costos de crédito para compensar el mayor grado de incertidumbre. Con mayores tasas de interés, solamente los demandantes de préstamo con mayores ganancias esperadas pueden acceder al crédito. Es decir, los demandantes con proyectos más sólidos pero de menor rentabilidad pueden ser desplazados por aquellos con proyectos más riesgosos y con mayor rentabilidad.

Por otro lado, el riesgo moral (*moral hazard*) se produce después de que la transacción se llevó a cabo, es decir, cuando el tomador del préstamo -aislado de las consecuencias de sus acciones- podría variar su comportamiento del que hubiera tenido si hubiera estado expuesto, completamente, a las consecuencias de sus acciones. Esta distorsión se produce cuando el prestamista no conoce con precisión los incentivos del deudor y no monitorea su conducta de forma adecuada. Por lo tanto, los prestamistas a menudo imponen restricciones para que los prestatarios no se involucren en un comportamiento que hace que sea menos probable que puedan pagar el préstamo. Sin embargo, dichas restricciones son costosas de aplicar y controlar, e, inevitablemente, algo limitadas en su alcance. El posible conflicto de intereses entre el prestatario y el prestamista, derivados de riesgo moral, implica que muchos prestamistas presten cantidades menores a sus niveles óptimos.

² Mishkin, F. S. (2001), "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries", NBER Working Papers, n° 8087, enero.

³ J. E. Stiglitz; A. Weiss, "Asymmetric Information in Credit Markets and Its Implications for Macro-Economics" Oxford Economic Papers, New Series, Vol. 44, No. 4, Special Issue on Financial Markets, Institutions and Policy. (Oct., 1992), pp. 694-724.

⁴ Mishkin 1998, pág 35: "La selección adversa se produce en los mercados financieros cuando los prestatarios potenciales que demandan créditos más activamente, y que tienen más posibilidades de ser seleccionados, son los que más probablemente producirán los efectos no deseados o adversos, es decir los malos riesgos crediticios".

Mishkin 1998, pág 36: "El riesgo moral en los mercados financieros es el riesgo de que el prestatario lleve a cabo actividades indeseables, desde el punto de vista del prestamista, haciendo con esto más improbable el hecho de que el crédito sea devuelto".

⁵ AKerlof (1970) "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", the Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3. Aug, pp. 488-500.

J

COMISIÓN FEDERAL DE MEJORA REGULATORIA
COORDINACIÓN GENERAL DE MEJORA REGULATORIA SECTORIAL



En consecuencia, Mishkin⁶ señala que “Una crisis financiera es una alteración de los mercados financieros en los que problemas de selección adversa y riesgo moral empeoran, por lo que los mercados financieros no son capaces de canalizar de manera eficiente los fondos a los que tienen las oportunidades de inversión más productiva”.

Por estos motivos, se fundamenta la existencia de las calificadoras de riesgo al ser entidades que disminuyen los costos de monitoreo y los problemas de información asimétrica. Estas agencias reducen el problema de selección adversa al momento de que proporcionan información sobre la capacidad y voluntad de pago del futuro acreditado. A su vez, hay un efecto conocido como **señalización**⁷, en el cual los demandantes de créditos buenos aparecen en el mercado con el respaldo de una de estas calificadoras. La **Teoría del Signaling**⁸ (Spence, 1974) afirma que, en ausencia de información apropiada y completa, los agentes confían en factores observables o señales como sustitutos de ésta. Las señales que emite una empresa al mercado, como contar con una calificación de calidad crediticia, sirven para reducir la racionalidad limitada del mercado. Además, la información producida por la señal emitida por la calificadora puede, en sí misma, proporcionar mayores beneficios que el simple hecho de la señalización. Esto ocurrirá, siempre y cuando, el hecho de contar con mejor información influye en la calidad de una decisión o en la eficiencia con la que se toma.

Adicionalmente, se requiere ejercer algún tipo de monitoreo, por parte de órganos regulatorios, con el fin de disminuir la asimetría de información que por naturaleza presenta el mercado y la existencia de problemas de agencia (los cuales se explican más adelante) que pueden ocurrir en virtud de que la probabilidad de pago de las emisoras depende del grado de monitoreo que las calificadoras o los organismos reguladores ejercen sobre ellas. En este sentido, el modelo de Raiffeisen⁹ señala que las calificadoras ayudan a reducir los problemas de asimetría de la información cuando se ejerce una visoría continua sobre el riesgo de default del emisor y su solvencia crediticia. Además, la existencia de las calificadoras incrementa la calidad de las emisiones de deuda en los mercados financieros, ya que mejoran la probabilidad de pago de los agentes que son regulados y disminuyen los costos sociales que implican el monitoreo de cada inversionista hacia el emisor de deuda.

En ese sentido y, según queda establecido en la historia financiera mundial, con la intención de reducir al mínimo la exposición al riesgo de las instituciones financieras que invertían en el mercado de deuda, Estados Unidos promovió un cambio de gran magnitud en la relación entre las empresas calificadoras y el mercado de deuda, por lo que a partir de 1936 los reguladores bancarios fomentaron la inversión en instrumentos de deuda seguros y prohibieron a los bancos invertir en instrumentos que fueran

⁶ Mishkin, F. S. (2001), “Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries”, NBER Working Papers, n° 8087, enero.

⁷ Spence, M. (2001) “La señalización y la estructura informativa de los mercados”, Universidad de Stanford, discurso pronunciado por Michael Spence en Estocolmo, el 8 de diciembre de 2001, cuando recibió, junto con George Akerlof y Joseph E. Stiglitz, el Premio Nobel de. El artículo es copyright © de la Fundación Nobel 2001 y se publica en RAE Revista Asturiana de Economía gracias a la autorización de la Fundación Nobel y con el consentimiento del profesor Spence. La traducción ha sido realizada por Eva de Paz y la revisión técnica se debe a los profesores Ana Vifuela Jiménez y Cándido Pañeda Fernández.

⁸ Spence, A.M. (1974): Marketing signaling: informational transfer in hiring and related screening processes. Cambridge, MA: Harvard University Press.

⁹ Beatriz Armendáriz y Jonathan Mourduch, “The Economics of Microfinance”, MIT Press, 2005, Raiffeisen model and roots, pp. 68-70.

2

COMISIÓN FEDERAL DE MEJORA REGULATORIA
COORDINACIÓN GENERAL DE MEJORA REGULATORIA SECTORIAL



SECRETARÍA
DE ECONOMÍA

SE

considerados especulativos. De esta manera, las empresas calificadoras, a través de las notas que emitían, eran las responsables de decidir qué instrumentos tenían carácter especulativo¹⁰. Con esta regulación, los bancos ya no eran libres para elegir la fuente de información que ellos consideran confiable, sino que estaban sujetos a utilizar los juicios de las principales empresas calificadoras de valores. En la práctica, el gobierno estaba delegando parcialmente su facultad de regulador a un grupo de entidades privadas.

En ese orden de ideas, el gobierno de Estados Unidos, a través de la *Securities and Exchange Commission* (SEC), buscó formalizar (y al mismo tiempo regular) el estatus, desde entonces adquirido, de las empresas calificadoras como actores centrales en el mercado de deuda. Por este motivo, conformó la *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* (NRSRO) como una nueva categoría de empresa evaluadora en la que sólo estuvieron contempladas las tres principales compañías de esta industria: Moody's, Standard & Poor's y Fitch Ratings. La SEC reforzó la condición de estas empresas como reguladoras o dictaminadoras cuando impuso la obligación, para todas las instituciones financieras interesadas en invertir en el mercado de deuda, de conformar sus reservas prudenciales según las notas emitidas por aquellas empresas calificadoras.

En estas circunstancias, no podía haber emisión alguna de deuda que pudiera ser adquirida por inversionista alguno que careciera de la evaluación concedida por estas empresas. Por tal motivo, en los inicios de la década de los setenta, el modelo básico de negocio comenzó a cambiar. En lugar de que el inversionista pagara por los servicios de estas entidades (modelo establecido desde 1909 por John Moody), las empresas calificadoras cambiaron a un modelo en el que el emisor paga. Así, se constituyó un nuevo formato para el mercado de evaluaciones en el que existen dos posturas (*two-sided market*). Del lado de la compra, están las instituciones financieras que invierten los recursos de los ahorradores en instrumentos de deuda; y por el otro lado, se encuentran las empresas emisoras de bonos que siempre estarán interesadas en conseguir la aprobación de las empresas calificadoras. Es decir, la información sobre la calidad crediticia de un emisor podía ser adquirida por el inversionista, o podía ser elaborada por encargo de la compañía emisora. En ese sentido, este viraje en el modelo de negocio abrió la puerta para potenciales conflictos de interés: Una empresa calificadora podría sobrevalorar la nota de cierta entidad con tal de mantenerla contenta y prevenir que este emisor emigre hacia otra alternativa. No obstante, la preocupación de las empresas calificadoras por su reputación mantuvo la situación bajo control; sin embargo, en los últimos años, las agencias calificadoras de riesgo han sido cuestionadas por su capacidad para evaluar correctamente el riesgo. Se piensa que han sobreestimado la calidad del crédito y subvaluado el nivel riesgo¹¹.

El problema de delegar facultades regulatorias en entidades tan sólidamente afianzadas y que no persigan el interés común (por su carácter de empresas privadas) ha sido evidente después de la crisis, primero hipotecaria y después financiera, en el año 2008. En ese sentido, desde el punto de vista de la

¹⁰ Actualmente, las emisiones especulativas serían todas aquellas que obtuvieran una nota inferior a la BBB (en la escala de S&P).

¹¹ Las empresas calificadoras han cometido errores notables, por ejemplo, inflar los ratings de varias empresas al borde de la bancarrota como Enron y WorldCom; no obstante, el mercado aún sigue sujeto a los juicios emitidos por estas instituciones. Asimismo, es posible que a algunos inversionistas o instituciones financieras puede no contrariarle que las calificadoras "inflen" o sobrevaloren las notas que arrojan al mercado, pues, entre más seguras parezcan estas inversiones, menores son los requerimientos de capital o de reservas necesarias para respaldarlas.

J

COMISIÓN FEDERAL DE MEJORA REGULATORIA
COORDINACIÓN GENERAL DE MEJORA REGULATORIA SECTORIAL



teoría económica, con la existencia de las calificadoras se genera el problema de que en la lógica del modelo "el emisor paga", las agencias valuadoras tienen incentivos para otorgar calificaciones favorables a sus clientes, lo que genera un *Problema de Agencia*¹². Además, es de señalar que con la participación de los accionistas de las propias calificadoras en los mercados de valores, se puede propiciar un sistema financiero más riesgoso y más volátil¹³.

En ese sentido, es necesaria la intervención gubernamental, a fin de promover los controles que permitan que las instituciones calificadoras operen de manera eficiente y transparente hacia el mercado y sus clientes, reduciendo así la vulnerabilidad del mercado de deuda y, por consiguiente, del sistema financiero internacional en su conjunto, con las implicaciones directas en la economía real que hemos visto en años recientes. Por ello, la principal respuesta ante las críticas vertidas por el exceso de protagonismo, la complacencia, los notables conflictos de interés y los errores en la valuación de los valores ha consistido en intensificar la regulación sobre las tres principales empresas calificadoras. En lo particular, se ha buscado que más actores participen en la industria, limitar la existencia de conflictos de interés e incrementar la transparencia¹⁴.

En atención a lo anteriormente expuesto y, conforme a lo argumentado en la MIR remitida por la SHCP, las instituciones calificadoras tienen el importante papel de señalar correctamente al mercado sobre los riesgos reales que enfrentan los prestamistas y sujetos de créditos en la intermediación financiera, por lo que su función es esencial para potenciar el correcto funcionamiento de los sistemas financieros; sin embargo, la crisis *subprime* en los Estados Unidos y la situación que actualmente se vive en términos de la crisis europea de deuda han puesto en duda la forma en que dichas instituciones efectúan su labor, sobre todo ante las constantes rebajas en las calificaciones no sólo de entidades financieras, sino también de las deudas soberanas de Estados Unidos y diversos países de Europa.

En consecuencia, resulta oportuno contar con una regulación que actualice los criterios utilizados por las instituciones calificadoras al efectuar su labor, a la vez que brinde certeza a los mercados mediante una mayor transparencia sobre la forma en que toman sus decisiones, con lo que se consigue un doble objetivo: por una parte, se dan señales de mayor calidad al mercado que propician un funcionamiento

12 Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976): "Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure" *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 14, pp. 305-360.

13 Del total de los valores respaldados por hipotecas *subprime* que fueron clasificados con una nota AAA por S&P entre 2005 y 2007, el 90% fue degradado en junio del 2009. Lo anterior es muestra de lo optimista que eran estas valoraciones iniciales.

14 A través de la Ley Sarbanes-Oxley de 2002, la SEC está obligada a remitir al Congreso un reporte anual sobre la condición actual de las agencias calificadoras. Sin embargo, dicho reporte ha arrojado poca luz y se ha limitado a lanzar cuestionamientos endebles. Cansado de esta situación, el Congreso reformó el sector a través de la ley *Credit Rating Agency Reform Act* de 2006, con lo que formalizó los procedimientos para convertirse en miembro de la NRSRO y otorgó facultades regulatorias a la SEC. No obstante, y a pesar de que han aumentado el número de miembros de la NRSRO, la ventaja que tienen las tres grandes empresas de la industria ha impedido mejoras sustanciales. Adicionalmente, para lidiar con los potenciales conflictos de interés y con la transparencia, la SEC promulgó regulaciones que restringieron la subordinación indebida que emerge a partir del modelo "el emisor paga". Por ejemplo, la nueva regulación requiere que las calificadoras no revisen aquellos instrumentos en los que estuvieran implicados en su construcción; además, también demanda que los analistas de estas empresas no se involucren en las negociaciones por las cuotas que cobran por sus servicios. En aras de mejorar la transparencia, la nueva legislación requiere que las agencias calificadoras revelen detalles sobre su metodología y los supuestos en los que se basan sus proyecciones.

8

COMISIÓN FEDERAL DE MEJORA REGULATORIA
COORDINACIÓN GENERAL DE MEJORA REGULATORIA SECTORIAL



SECRETARÍA
DE ECONOMÍA

más eficiente y menos riesgoso del sistema financiero y, por otra parte, se protege a las instituciones calificadoras ante las diversas críticas de que son objeto, al ser conocido y transparente su proceso de toma de decisiones.

Por los motivos antes expuestos y, como fue señalado en el Dictamen Total No Final, la regulación propuesta por la SHCP tiene como objetivo reforzar la confianza y credibilidad de los inversionistas respecto de la calificación que las citadas instituciones calificadoras otorgan a los valores. De la misma forma, pretende evitar conflictos de interés que se pueden llegar a suscitar en las evaluaciones que realizan las calificadoras, aún y cuando pudiera darse una rotación del personal encargado del análisis de estos valores. Asimismo, intenta fomentar la transparencia y la revelación de información a los mercados y posibles adquirentes de valores.

Pará tal efecto, se actualiza el marco regulatorio aplicable a dichas entidades financieras, contemplando los nuevos requerimientos de los mercados financieros, las buenas prácticas en el manejo de valores a nivel internacional, así como los criterios señalados por organismos financieros internacionales en materia de calificación de valores. Para ello, la regulación propuesta contiene diversos cambios en los siguientes aspectos: i. se actualizan los requisitos para obtener autorización para organizarse y operar como Institución calificadora; ii. se establece la obligación de actualizar la documentación que acompaña a la citada solicitud de autorización; iii. se adicionan diversos requisitos que deben contener los contratos o convenios que celebren las instituciones calificadoras con sus clientes; iv. se especifica qué se entiende por una operación contraria a los usos bursátiles o sanas prácticas de los mercados financieros con el fin de que las instituciones calificadoras se abstengan de proporcionar sus servicios; v. se señalan las atribuciones de la CNBV para objetar las modificaciones a los procesos para dictaminar la calidad crediticia de los valores o clientes; vi. se establece la obligación al consejo de administración de las instituciones calificadoras para aprobar un informe anual que contenga la información relevante sobre la actividad y operación de la institución calificadora; vii. se establece el uso de medios electrónicos para la remisión de información; viii. se precisa qué se entiende por información confidencial y; por último, se establece la obligación de que se informe a la CNBV el nombre de las personas que remitirán la información a dicho órgano desconcentrado.

En el caso que nos ocupa, dichos cambios permitirán que se cuente con mayor información respecto de los principios que rigen la actuación de las instituciones calificadoras, de sus consejeros y directivos o personal técnico; asimismo, de sus procesos y metodologías utilizadas para el estudio, análisis, opinión, evaluación, dictaminación y seguimiento de la calidad de los valores respecto de los cuales presten sus servicios; así como de las relaciones de la propia institución con sus clientes, inversionistas y demás participantes del sistema financiero. Lo anterior, brindará mayor transparencia en la operación de dichas entidades financieras en favor de los inversionistas y el mercado de valores, dado que contarán con mayores elementos para tomar decisiones sanas e informadas respecto de las inversiones que se lleguen a realizar.

Por tales motivos y, conforme a la información presentada por la SHCP, se aprecia que los beneficios promovidos por la regulación cumplen con los objetivos de mejora regulatoria, en términos de transparencia en la elaboración y aplicación de regulaciones y que éstas generen mayores beneficios sociales que costos de cumplimiento para los particulares.

II. Objetivos Regulatorios y Problemática.

COMISIÓN FEDERAL DE MEJORA REGULATORIA
COORDINACIÓN GENERAL DE MEJORA REGULATORIA SECTORIAL



SECRETARÍA
DE ECONOMÍA

SE

En la última versión de MIR recibida por esta Comisión el 13 de enero de 2012, la SHCP señala que la regulación propuesta tiene por objetivos regulatorios precisar las obligaciones, requisitos y procedimientos que las instituciones calificadoras deben cumplir para lograr una adecuada calificación, control y seguimiento sobre las características propias de los valores, así como evitar conflictos de intereses en las evaluaciones de los mismos.

Lo anterior, con el fin de atender la problemática planteada por esa Secretaría respecto a que la normatividad actual no contempla aquellas disposiciones que atiendan los nuevos requerimientos de los mercados financieros, ni se encuentran estandarizadas en términos de la experiencia internacional y, de la misma forma, no se prevén los principios y prácticas establecidas por los distintos organismos financieros internacionales en materia de calificación de valores. Ello, toda vez que desde el 30 de diciembre de 1999, fecha en que se publicaron en el Diario Oficial de la Federación (DOF) las "Disposiciones aplicables a las instituciones calificadoras de valores"; únicamente se han modificado mediante resolución publicada en dicho órgano de difusión el 15 de diciembre de 2005, por lo que carece de las nuevas necesidades del sistema bursátil en los aspectos señalados.

En tal virtud y, según se manifestó en el apartado de Consideraciones Generales del presente dictamen, esta Comisión considera que la regulación propuesta tiene objetivos que son acordes con los principios de mejora regulatoria plasmados en el Título Tercero A de la LFPA, toda vez que se justifican los objetivos y la situación que da origen a la regulación propuesta y que, además, esta generará beneficios relevantes para los particulares.

III. Alternativas a la regulación.

Como se señaló en el Dictamen Total No Final, esta Comisión observa que la SHCP no consideró viable emitir otro tipo de regulación, en razón de que al contemplar en un sólo instrumento normativo la regulación aplicable a las instituciones calificadoras de valores se generaría mayor seguridad jurídica. Además de que, dicho instrumento normativo estaría acorde a las mejores prácticas internacionales. En ese sentido, esa Secretaría reitera las desventajas de las siguientes alternativas, regulatorias y no regulatorias para atender la problemática:

- a. *No emitir regulación alguna*, la SHCP señala en la MIR que consideró la posibilidad de no emitir la propuesta regulatoria; sin embargo, no lo consideró viable en razón de que no se encuentran actualizadas ni contienen las mejores prácticas internacionales en detrimento del desarrollo del sistema bursátil mexicano en su conjunto. En ese sentido, esa Secretaría señala que se consideró viable la implementación de las obligaciones previstas en la LMV para que la CNBV emita la regulación en la materia.
- b. *Implementación de esquemas autorregulatorios*, la SHCP puntualiza en la MIR haber analizado la opción de emitir un esquema de autorregulación; no obstante, no se consideró viable toda vez que este tipo de régimen no permitiría la estandarización de la actuación de las instituciones calificadoras de valores, ni el establecimiento de mejores prácticas en beneficio de los inversionistas, la transparencia del mercado y del sistema bursátil en su conjunto.
- c. *Implementación de esquemas voluntarios*, la SHCP refiere en la MIR que consideró la posibilidad de emitir este tipo de esquemas; sin embargo, señala que no se estimó adecuado toda vez que resulta necesario que las instituciones calificadoras de valores cuenten con normativa actualizada conforme

2

COMISIÓN FEDERAL DE MEJORA REGULATORIA
COORDINACIÓN GENERAL DE MEJORA REGULATORIA SECTORIAL



a las mejores prácticas internacionales aplicable a todas las calificadoras para llevar a cabo sus actividades relativas al estudio, análisis, opinión, evaluación y dictaminación sobre la calidad crediticia de valores o clientes. En caso contrario, ciertas calificadoras aplicarían solo determinadas normas y otras unas distintas, en perjuicio de la calidad del servicio de dictaminación de valores y de la información al mercado de valores, así como en detrimento de la confiabilidad de los servicios proporcionados por las entidades financieras que nos ocupan, por lo que generar un esquema regulatorio distinto podría dar lugar a incertidumbre jurídica para los destinatarios de la norma.

- d. *Implementación de incentivos económicos*, la SHCP informa que esta alternativa no se estimó viable, debido a la naturaleza de la regulación del anteproyecto, la cual pretende actualizar las normas relativas a las actividades de estudio, análisis, opinión, evaluación y dictaminación sobre la calidad crediticia de valores o clientes.
- e. *Implementación de otras alternativas*, la SHCP señala que no es idóneo esta opción, toda vez que las "Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones calificadoras de valores", son el instrumento jurídico en el que se compila la regulación secundaria para las instituciones calificadoras de valores. Por tal motivo, la emisión de otro tipo de regulación daría lugar a incertidumbre jurídica para los destinatarios de la norma.

En virtud de lo anterior, la COFEMER observa que la SHCP efectivamente analizó las distintas alternativas de política pública que pueden atender a la problemática y objetivos antes descritos, con lo que se garantiza la emisión de regulaciones que generen el máximo beneficio social, en concordancia con el mandato conferido a esta Comisión por el Título Tercero A de la LFPA.

IV. Impacto de la regulación.

En el Dictamen Total No Final, a propósito del análisis costo-beneficio del anteproyecto de mérito, la COFEMER observó que la SHCP señalaba en la versión de MIR recibida el 21 de diciembre de 2011, que la propuesta regulatoria generará diversos efectos favorables a las instituciones calificadoras de valores, el público inversionista y el sistema bursátil mexicano en su conjunto, en virtud de que la actualización de las disposiciones relativas al contenido mínimo del código de conducta que regula la actuación tanto de las propias instituciones como de sus consejeros, directivos y demás funcionarios, representa la certeza de que cualquier institución calificadora de valores que se elija actuará bajo los mismos estándares de ética, por lo que la calificación que se les otorgue a los valores o clientes de que se trate no se sesgará en función de actos que resulten imparciales, fomentando que las instituciones calificadoras se conduzcan de manera equitativa, honesta y con apego a las sanas prácticas del mercado, todo ello en protección del público inversionista. Asimismo, la SHCP mencionó que el mercado de valores tendrá un efecto favorable debido a las disposiciones en materia de revelación de información, toda vez que se proporcionan los elementos que debe considerar el público inversionista para la toma de decisiones, lo cual permite comparar y determinar cuál es la mejor alternativa de inversión, así como los riesgos que asume al comprar un determinado valor.

Al respecto, la COFEMER mencionó en el citado Dictamen que la regulación en comento permitirá que las relaciones entre calificadoras se conduzcan de manera equitativa, honesta y con apego a las sanas prácticas del mercado; asimismo, se observó que con la emisión del anteproyecto se facilitaría el cumplimiento de las obligaciones, dado que podrán utilizar medios electrónicos para la entrega de información.

9

**COMISIÓN FEDERAL DE MEJORA REGULATORIA
COORDINACIÓN GENERAL DE MEJORA REGULATORIA SECTORIAL**



SECRETARÍA
DE ECONOMÍA

En relación con la versión de MIR recibida el 21 de diciembre de 2011, la COFEMER observa que la SHCP efectivamente hizo una valoración de los comentarios emitidos por Moody's de México, S.A. de C.V. y, derivado de ello, esa Secretaría incorporó una contestación puntual a los mismos, a fin de dar cabal cumplimiento a la solicitud. En ese sentido, la SHCP procedió a la modificación de la "Disposición Sexta" de la propuesta regulatoria, toda vez que la independencia debe ser uno de los principales atributos de las instituciones calificadoras de valores, por lo que pretende prevenir que se actualice una situación de claro conflicto de interés debido a una relación patrimonial entre la entidad calificada y la propia institución calificadora o el grupo empresarial al cual esta pertenezca. De esta forma, la modificación consiste en eliminar la prohibición de abstenerse de calificar en dicho supuesto, previendo al tiempo que el cliente tenga la responsabilidad de declarar al momento de la contratación con la institución calificadora de que se trate, que no mantiene una relación patrimonial de manera directa o indirecta con la misma. Se establece además una excepción en el sentido de que en caso de tener una participación accionaria directa o indirecta de hasta el 5%, la institución calificadora sí podría proporcionar sus servicios. Así, del análisis efectuado a la MIR y al propio anteproyecto, la COFEMER considera que los comentarios antes señalados fueron atendidos.

Sin perjuicio de lo anterior, en su Dictamen Total No Final, la COFEMER solicitó que la SHCP realizara un análisis de los costos y de los beneficios de diversas obligaciones que se crean con el anteproyecto. Al respecto, dichas obligaciones fueron evaluadas por esa Secretaría como se indica a continuación:

- La COFEMER solicitó a la SHCP que evaluara los costos y beneficios derivados de los nuevos requerimientos que se deben presentar a la CNBV, para operar como institución calificadora de valores, previstos en la disposición segunda de la regulación propuesta.

En atención a dicho comentario la SHCP brindó la siguiente contestación:

"Al respecto, esta CNBV señala que los requisitos que se adicionan a las Disposiciones son: a) la relación de los responsables de las funciones de auditoría y cumplimiento normativo de la institución calificadora, así como la documentación que acredite la experiencia técnica de estos; b) precisar en los manuales internos quién será el responsable de la aprobación de las metodologías para el estudio, análisis, opinión, evaluación y dictaminación de la calidad crediticia, así como la forma y periodicidad en que la institución realizará el seguimiento de las calificaciones, incluyendo los elementos que tomará en cuenta para su vigilancia; c) la descripción de los planes en caso de una contingencia financiera, incluyendo probables fuentes de financiamiento, y catálogo de productos que pretendan ofrecer a sus clientes, plan de negocios y los sectores a los que irán dirigidos sus servicios.

De lo anterior, se desprende que los costos relativos a los nuevos requerimientos que se deben presentar a la CNBV, a efecto de obtener la autorización para organizarse y operar como institución calificadora de valores, están relacionados con el fortalecimiento del sistema de control interno de las instituciones. Así, debido a que las Disposiciones establecen lineamientos mínimos en este sentido, y las políticas y procedimientos de las instituciones son diseñadas por estas mismas, las referidas instituciones calificadoras de valores cuentan con flexibilidad para que, en el contexto de su estructura y modelo de negocio, cumplan con las Disposiciones. Por ello, el costo regulatorio estará en función de las políticas y procedimientos que establezca cada institución, siendo imposible estimar el costo para el sistema.

Con relación a lo anterior, cabe resaltar que si bien es cierto que se genera el costo descrito, también lo es que el fortalecimiento del sistema de control interno se ve robustecido, al haber certeza respecto de los responsables de determinadas funciones, al tiempo que la autoridad

Página 9 de 14

COMISIÓN FEDERAL DE MEJORA REGULATORIA
COORDINACIÓN GENERAL DE MEJORA REGULATORIA SECTORIAL



SECRETARÍA
DE ECONOMÍA

SE

tendrá mayores elementos de información al momento de resolver sobre la autorización, al conocer, entre otros, los planes de negocio y los sectores a los que prestarán servicio las calificadoras de que se trate. Los beneficios señalados tienen un carácter cualitativo."

Por las razones antes expuestas, la COFEMER considera que la solicitud fue atendida.

- Esta Comisión consideró relevante que la SHCP evaluara los costos y beneficios por informar las modificaciones de la información para operar como calificadora de valores, previsto en la disposición tercera del anteproyecto.

En atención a dicha solicitud la SHCP señala a la letra, lo siguiente:

"Sobre este tema, cabe destacar que en términos del artículo 335, último párrafo de la Ley del Mercado de Valores (LMV), las instituciones calificadoras de valores actualmente se encuentran obligadas a presentar a esta CNBV las modificaciones que efectúen a la documentación que acompañaron a su solicitud de autorización para organizarse y operar como institución calificadora de valores. Asimismo, este precepto legal ya otorga la facultad a la propia CNBV de objetar las modificaciones a dicha documentación. Esto es, al amparo de la LMV, las instituciones calificadoras presentan a esta CNBV las modificaciones a la información señalada en el artículo 335 de la LMV.

En ese sentido, los costos fijos para informar a la CNBV respecto de modificaciones a la documentación que presentaron como parte de su solicitud de autorización no se modifican, por lo que no se genera un costo adicional al esquema vigente.

Sin perjuicio de lo anterior, el costo marginal asociado a este requerimiento debe ser muy bajo.

A mayor abundamiento, esta CNBV estima que, por ejemplo, el envío de las modificaciones a los estatutos sociales de las instituciones calificadoras de valores no representa costos significativos, pues se trata de un mero envío de información a la CNBV. Lo mismo acontece respecto de manuales internos, Código de Conducta, entre otros. Los costos serían más bien por los procedimientos internos o externos que deberán seguir las instituciones calificadoras para la formalización de las modificaciones a la documentación e información, cuestión que, como ya se señaló, dependerá de cada institución calificadora de valores y es una norma con la que hoy deben cumplir.

Por lo expuesto, esta CNBV carece de los elementos para cuantificar los costos asociados al envío de las modificaciones de la documentación e información que las instituciones calificadoras de valores presentaron en su solicitud de autorización ante esta CNBV.

El beneficio asociado a la disposición que se comenta, es dar mayor certeza al destinatario de la norma, al prever en la regulación secundaria lo dispuesto por la propia LMV."

Por lo anterior, la COFEMER considera atendido el comentario.

- La COFEMER solicitó a la SHCP que evaluara los costos y beneficios derivados de la limitación para las instituciones calificadoras de no proporcionar sus servicios a sus clientes, cuando se encuentren en los supuestos señalados en la disposición sexta del anteproyecto.

En atención a dicha solicitud la SHCP señala a la letra, lo siguiente:

"A este respecto, las disposiciones aplicables a las instituciones calificadoras actualmente en vigor contienen una definición de dependencia económica: "Se considera que existe dependencia económica, cuando los honorarios percibidos de un mismo usuario y personas relacionadas con éste, representan la tercera parte o más de los ingresos totales de la institución calificadora de valores, en un ejercicio". Esta definición se encuentra en la Sexta de las disposiciones vigentes.

2

COMISIÓN FEDERAL DE MEJORA REGULATORIA
COORDINACIÓN GENERAL DE MEJORA REGULATORIA SECTORIAL



Al igual que en el proyecto de Disposiciones que se somete a la consideración de esa COFEMER, en el supuesto a que se refiere el párrafo anterior, las instituciones calificadoras de valores deberán abstenerse de proporcionar sus servicios.

Es importante resaltar que el artículo 338 de la LMV prohíbe a las instituciones calificadoras de valores celebrar contratos para la prestación de sus servicios respecto de valores o emisores con los cuales tengan conflictos de interés.

En línea con lo anterior, el proyecto de Disposiciones remitido a esa COFEMER establece los supuestos relativos a la dependencia económica, que pudieran generar un conflicto de interés entre las instituciones calificadoras de valores y las personas que pudieran contratar sus servicios, previendo que en tales casos las instituciones calificadoras deberán abstenerse de prestar los servicios correspondientes. Dichos supuestos, se refieren a i): el monto de los ingresos percibidos por las instituciones calificadoras, esto es, cuando los ingresos provenientes de la persona que pretenda contratar los servicios de las instituciones calificadoras, incluyendo a las personas que integren el grupo empresarial o consorcio al cual pertenezca dicha persona, representarían en su conjunto el diez por ciento o más de los ingresos totales que la propia institución calificadora hubiere obtenido durante el año inmediato anterior a aquél en que pretenda prestar el servicio. ii) El segundo supuesto se refiere a las inversiones en valores por parte del personal, empleados y consejeros de la institución calificadora, es decir, los consejeros, director general, directivos, comisarios, accionistas que mantengan el control, personas que tengan poder de mando y personal técnico responsable de la elaboración de los dictámenes y seguimiento de la calidad crediticia de la institución calificadora, cuando mantengan, directa o indirectamente, inversiones en valores emitidos por el cliente potencial, o bien, mantengan inversiones en instrumentos financieros derivados, cuyo activo subyacente se encuentre referido a acciones representativas del capital social de dicho cliente potencial. Lo anterior, salvo que se trate de acciones representativas del capital social de sociedades de inversión.

La actualización de los supuestos descritos, no implica costos adicionales a las instituciones calificadoras de valores por el cumplimiento de la norma. Por el contrario, resulta congruente con los objetivos regulatorios de las disposiciones vigentes y con el artículo 338 de la LMV, que las instituciones calificadoras no puedan prestar sus servicios cuando se actualicen los supuestos de la definición, debido a que no tendrían la independencia necesaria para tal efecto.

No obstante lo anterior, se plantea modificar la Disposición Sexta de las Disposiciones, para atender el comentario presentado a esa COFEMER por Moody's, que consiste en que las instituciones calificadoras no están en posibilidad de conocer si un cliente detenta directa o indirectamente acciones de la propia institución o del grupo empresarial o consorcio al cual esta pertenezca.

La propuesta de modificación pretende eliminar el supuesto controvertido por Moody's de la Disposición Sexta y, en su lugar, establecer que se solicite a los potenciales clientes una manifestación bajo protesta de decir verdad, al momento de la firma del contrato de prestación de servicios, mediante la cual declaren que dicho supuesto no se actualiza. En este sentido, las instituciones no incurrir en costos para determinar si se ubican o no en el supuesto de la referida definición, sino que lo solicitarían al cliente.

Los beneficios que tal normativa genera, están relacionados con la precisión del alcance del conflicto de interés que impediría a las instituciones calificadoras de valores prestar sus servicios, atento a lo dispuesto por el citado artículo 338 de la LMV."

Por lo anterior, esta Comisión considera que el comentario fue atendido.

- La COFEMER requirió a la SHCP que evaluara los costos y beneficios derivados de presentar información histórica de los tres años más recientes sobre los índices de incumplimiento de pago para cada categoría de calificación, así como de sus clientes principales de dicha

J

COMISIÓN FEDERAL DE MEJORA REGULATORIA
COORDINACIÓN GENERAL DE MEJORA REGULATORIA SECTORIAL



institución señalada, previsto en la disposición décima fracciones IV y VI del anteproyecto, respectivamente.

En atención a dicha solicitud la SHCP señala a la letra lo siguiente:

"Sobre este tema, es importante destacar que actualmente al amparo de las disposiciones vigentes (Anexo 1, fracción III, inciso B), las instituciones calificadoras de valores deben presentar: "Información histórica sobre los índices de incumplimiento de pago para cada una de las categorías de calificaciones, cuando sea posible, así como las matrices de transición entre las calificaciones otorgadas". En ese sentido, este requerimiento no es nuevo para las instituciones calificadoras de valores.

Por lo que toca a la información sobre sus veinte principales clientes, señalando los casos en los que en lo individual, los ingresos provenientes de dichos clientes representaron el cinco por ciento o más de los ingresos de la institución calificadora, si es un nuevo requerimiento de información a las instituciones calificadoras de valores, que es necesario destacar a la COFEMER, solo tienen que presentar una vez al año.

Ahora bien, resulta imposible determinar el costo de dar cumplimiento a estos preceptos, debido a que las instituciones calificadoras de valores se encuentran en condiciones disímiles en cuanto al punto de partida para generar y dar a conocer dicha información. Dependerá de si actualmente cuentan con sistemas automatizados que facilitarían el acopio y presentación de la información de que se trate, o cuentan con bases de datos cuya alimentación sea manual. Así, esta CNBV carece de los elementos necesarios para determinar el costo de cumplimiento para las instituciones calificadoras de valores sobre estos requerimientos.

Nuevamente, el beneficio implícito en esta disposición es de carácter cualitativo y se asocia a la oportunidad de la CNBV de contar con información relevante para realizar de manera más objetiva, sus funciones de inspección y vigilancia."

Por lo anterior, esta Comisión considera que el comentario fue atendido.

- La Comisión consideró relevante que la SHCP realizara un análisis de los costos y beneficios derivados de la entrega de la información financiera descrita en el anexo 2 del anteproyecto.

En atención a dicho comentario la SHCP señala a la letra, lo siguiente:

"En relación con la obligación contenida en el Anexo 2 del proyecto de Disposiciones, relativa a que el consejo de administración de las instituciones calificadoras deberá aprobar un informe anual que contenga la información relevante sobre su actividad, estructura, calificaciones otorgadas, modificaciones en sus políticas y procedimientos, y demás información, al tiempo que dicho informe deberá ser publicado en la página de la red electrónica mundial denominada Internet en el sitio de las propias instituciones calificadoras, requerirá que las instituciones calificadoras elaboren un informe anual. Ello implicará que deberán apoyarse en las distintas áreas con que cuentan. En este sentido, la infraestructura para generar la información de cara al cumplimiento de dicha obligación es distinta al interior de las diferentes instituciones calificadoras de valores, salvo por lo que toca a la aprobación del consejo de administración, por lo que la estimación del costo inherente es imposible de calcular para esta CNBV. No obstante lo anterior, esta obligación se deberá cumplir únicamente una vez al año en términos de las Disposiciones.

Se destaca de nueva cuenta que tampoco podría hacerse una estimación cuantitativa de los beneficios que la norma implica, dado que serían de carácter cualitativo, al proporcionar mayor transparencia al mercado en cuanto a la operatividad de la institución calificadora, así como elementos importantes para su adecuada supervisión".

"Finalmente, se reitera a esa COFEMER que los diferentes costos expuestos en este documento, así como los señalados en la respectiva manifestación de impacto regulatorio relativa a las Disposiciones,

J

COMISIÓN FEDERAL DE MEJORA REGULATORIA
COORDINACIÓN GENERAL DE MEJORA REGULATORIA SECTORIAL



quedan completamente justificados por los beneficios derivados de la implementación de las propias Disposiciones. Dichos beneficios no únicamente serán en el mejor interés de las instituciones calificadoras en el sentido de ordenar y documentar procesos, establecer controles internos que mejoren su actuación, sino también implicará beneficios para el público inversionista, los clientes de las propias instituciones calificadoras y el mercado de valores en general. Los referidos beneficios se centran en una actuación de las instituciones calificadoras de valores más transparente y libre de conflictos de interés de acuerdo a las recomendaciones de organismos internacionales; la revelación de mayor información en congruencia con el principio de revelación de información contenido en la LMV; certeza jurídica en cuanto a los procedimientos que deberán seguir las instituciones calificadoras para la realización de sus actividades, estandarizando de cierta manera los requisitos mínimos para llevar a cabo dichas actividades, así como la posibilidad de que los clientes de estas entidades financieras sean escuchados para precisar la calificación crediticia de que se trate, en interés tanto del propio cliente como de los inversionistas que adquieran sus valores."

Es de señalar que, como se indicó en el apartado de Consideraciones Generales de este Dictamen, se observa la existencia de diversas fallas de mercado que justifican la intervención gubernamental a través de la emisión de regulaciones, como es el caso de la presencia de información asimétrica, y en específico el problema de agencia, por lo que se fundamenta la emisión de la propuesta regulatoria sobre las calificadoras de riesgo. En ese sentido, esta Comisión considera que es importante reforzar la regulación ya existente y, asimismo, facilitar la generación de información y reducir la fragilidad del mercado de deuda. Adicionalmente, la COFEMER considera que la nueva regulación requiere que las calificadoras no caigan en situaciones de conflicto de interés, que los analistas de estas empresas no se involucren en las negociaciones por las cuotas que cobran por sus servicios y que, por lo tanto, la emisión del anteproyecto coadyuva en mejorar la transparencia, toda vez que para asegurar una mayor estabilidad del sistema financiero se requiere que las agencias calificadoras revelen detalles sobre su metodología y los supuestos en los que se basan sus proyecciones.

Por tales motivos y, conforme a la información presentada por la SHCP, se aprecia que los beneficios aportados por la regulación cumplen con los objetivos de mejora regulatoria, en términos de transparencia en la elaboración y aplicación de las regulaciones y que éstas generen mayores beneficios que costos de cumplimiento para los particulares.

V. Consulta Pública

En cumplimiento de lo establecido en el artículo 69-K de la LFPA, este órgano desconcentrado hizo público el anteproyecto de mérito a través de su portal electrónico desde el primer día que lo recibió. Derivado de lo anterior, a la fecha que se emitió el Dictamen total se habían recibido diversos comentarios de Moody's de México, S.A. de C.V., I.C.V.

Al respecto, esta Comisión solicitó a la SHCP atender los comentarios arriba listados o, en caso contrario, brindar una respuesta en la que se señalen los motivos por los que no los consideró pertinentes. En consecuencia, dicha Secretaría remitió las respuestas puntuales a los mismos y, de la misma forma, modificó el anteproyecto como se menciona en el apartado IV. *Impacto de la regulación.*

Asimismo, esta Comisión manifiesta que hasta la fecha de emisión del presente Dictamen no se recibieron nuevos comentarios de los particulares para el anteproyecto y MIR en comento.

Por todo lo expresado con antelación, la COFEMER resuelve emitir el presente Dictamen Final, que surte los efectos respecto a lo previsto por el artículo 69-L, segundo párrafo de la LFPA, por lo que la



COMISIÓN FEDERAL DE MEJORA REGULATORIA
COORDINACIÓN GENERAL DE MEJORA REGULATORIA SECTORIAL



SECRETARÍA
DE ECONOMÍA

SHCP puede continuar con las formalidades necesarias para la publicación del referido anteproyecto en el DOF.

Lo anterior se notifica con fundamento en los preceptos jurídicos mencionados, así como en los artículos 7, fracción 1; 9, fracción XI y último párrafo; y 10, fracción VI, del Reglamento Interior de la Comisión Federal de Mejora Regulatoria, así como en el artículo primero, fracción I del Acuerdo por el que se delegan facultades del Titular de la Comisión Federal de Mejora Regulatoria a los servidores públicos que se indican, publicado en el DOF el 26 de julio de 2010.

Sin más por el momento, aprovecho para enviarle un cordial saludo.

Atentamente

El Coordinador

LIC. JULIO CÉSAR ROCHA LÓPEZ

ALUB/OGH