

---

# **EL CONSUMIDOR FINANCIERO ANTE LA SECURITIZACIÓN DE ACTIVOS Y LA RESPONSABILIDAD DE LAS CALIFICADORAS DE RIESGO: HERRAMIENTAS PARA EL MANEJO DEL RIESGO SISTÉMICO\***

*Patricio Nahuel GIRALT\*\**

---

## **Resumen:**

Este ensayo demuestra la importancia del buen gobierno corporativo. Para dejar ello en evidencia, consideraré qué papel juega el consumidor financiero frente a los procesos de securitización. Ello llevará a considerar la importancia de las 'calificadoras de riesgo' y su responsabilidad ante el consumidor.

## **Palabras Clave:**

Consumidor financiero - Mercado de capitales - Calificadoras de riesgo - Securitización - Responsabilidad

## **Abstract:**

This paper refers to the importance of a good corporate governance. To that effect, the author considers the role of the stock market consumer and the securities. The securities introduce the problem: consider the importance of the 'risk or credit rating agencies' and their responsibility to the consumer.

## **Keywords:**

Financial Consumer - Financial markets - Risk rating agencies - Securitization - Liability

---

Fecha de recepción: 14 de enero de 2014.

Fecha de aprobación: 31 de enero de 2014.

\* Un afectuoso agradecimiento a mis profesores, por sus enseñanzas y su confianza depositada en mí: Ana C. ALONSO, Ma. Anahí CORDERO, Francisco A. OYUELA y Jorge A. STELLA.

\*\* Abogado con orientación en Derecho Económico Empresarial (UBA). Auxiliar docente de Elementos de Derecho Procesal Civil y Comercial (UBA).

## I. Primera Parte

### A. El mercado de capitales local

El mercado de capitales de nuestra República está considerado entre aquellos fronterizos<sup>1</sup> y con un nivel deficiente de desarrollo en comparación con otros países de la región (FRICK, 2013: 153). La Comisión Nacional de Valores (en adelante, “CNV”), la ley 26.831 de Mercado de Capitales<sup>2</sup> (en adelante, “LMC”), y el decreto 1023/2013 del Poder Ejecutivo Nacional (en adelante, el “Decreto”) han tenido por objetivo la puesta a tono del mercado de capitales local con los del resto del mundo;<sup>3</sup> y, además, han adecuado criterios normativos ya existentes en la ley 17.811 y el decreto 677/2001, unificando parte importante de sus disposiciones. Aquel reordenamiento apuntaría a la atracción de capitales transnacionales, pero también a la introducción del pequeño consumidor bursátil argentino en el mercado de capitales, estimulando su crecimiento cualitativa y cuantitativamente. Este estímulo está enfocado en la atracción y supuesta protección de los inversores minoristas (los consumidores financieros) al mercado donde confluyen la oferta y demanda de capital para llevar adelante inversiones de todo tipo.<sup>4</sup> Considero que se está viviendo un momento que hace necesario dar certeza jurídica para incentivar la participación en el mercado de capitales de aquellos consumidores financieros. Esto mismo ha sido considerado al momento de la reglamentación de la LMC. Así, el Decreto en sus considerandos expresó la necesidad de generar “políticas tuitivas de los ahorros de los inversores, abordando fundamentalmente aspecto de transparencia, información plena, menores costos y trámites menos complejos para el acceso al mercado de capitales”.

### B. El Teorema de Coase, como obligación del Estado

Ha sido ALBERDI quien sostuvo que “[e]l gobierno no ha sido creado para hacer ganancias, sino para hacer justicia; no ha sido creado para hacerse rico, sino para ser el guardián y centinela de los derechos del hombre, el primero de los cuales el derecho al trabajo, o bien la libertad de industria” (1854: 34) .

Entre nosotros, SOLA (2004a: 217, 402) ha interpretado que aquellos deberes del Estado a los cuales se refiere ALBERDI implican la no-creación de *costos de transacción* y la

---

1 Diario IPROFESIONAL, 20.02.2009. Cfr.: [Online](#)

2 Ley de Mercado de Capitales, Boletín Oficial de la República Argentina 28/12/2012.

3 Uno de los considerandos de la LMC refiere a la crisis internacional del año 2008, producto de la cual los mercados internacionales, han procedido a regular más férreamente los mercados de capitales. Los casos más resonantes, receptados por la prensa internacional, son los relativos a la quiebra de *Lehman Brothers*; y la estafa orquestada por Bernard Madoff, ambos casos en los Estados Unidos de Norteamérica: donde la SEC (Securities and Exchange Commission) ha intensificado los controles sobre los mercados y las sociedades abiertas que hacen oferta pública de sus acciones y derivados financieros en esos mercados.

4 El artículo 1º de la LMC, en la parte que aquí nos interesa, dispone que: “[s]on objetivos (...) Promover la participación en el mercado de capitales de los pequeños inversores (...) Fortalecer los mecanismos de protección y prevención de abusos contra los pequeños inversores (...) Fomentar la simplificación de la negociación para los usuarios”.

*definición de derechos* en la forma que lo ha postulado COASE (1960: 1-44). Tampoco debe perderse la importancia de 'la información', que es un bien definido por MOCHÓN y BEKER como escaso, imperfecto (2003: 18, 303, 311, 589, 672 ) y asimétrico (2003: 312, 588, 613), y es por ello que el Decreto y la LMC refieren en numerosas ocasiones a otorgar al consumidor bursátil *información plena*.

La importancia del Teorema de Coase es trascendental. Según he sostenido (GIRALT, 2013a) una visión muy resumida de dicho teorema es la siguiente: (i) si existe un conflicto, (ii) si los derechos están claramente definidos, (iii) sin importar el derecho aplicable, (iv) si las partes negocian; y (v) si los costos de transacción tienden a cero, (vi) se llegará a un resultado eficiente. COASE (1988: 213) ha demostrado con una serie de ejemplos hipotéticos y otros reales cómo se desarrolla la mecánica del infame teorema.

Pero no se agota en la eficiencia. Se ha postulado que las soluciones eficientes son soluciones justas, y que los individuos racionales habrán de buscar soluciones eficientes (POSNER, 1998: 3). Y, finalmente, una solución justa será una solución acorde al mandato de nuestro contrato fundamental, la Constitución Nacional, dado que las soluciones justas generan bienestar. Esas decisiones que deben generar bienestar se ven materializadas en leyes, decretos, sentencias judiciales, actos administrativos en sentido amplio, etcétera.<sup>5</sup> Así, desde la óptica del Derecho Constitucional Económico se sostiene que las políticas públicas de los Estados deben tender a la eficiencia (GIRALT, 2013b) y que sólo así serán constitucionales (SOLA, 2004b). En consecuencia, la obligación del Estado de legislar en miras del bienestar se cumplirá con la disminución de los costos de transacción, el dictado actos que tiendan a soluciones eficientes, aumentando los niveles de información al consumidor bursátil y financiero, y definiendo claramente los derechos.

### ***C. Prácticas de buen gobierno corporativo***

De la mano de políticas públicas eficientes debo llamar la atención sobre las buenas prácticas del gobierno corporativo. ¿En qué consisten dichas prácticas? Corría el año 1975 cuando se creó el COMITÉ DE BASILEA EN SUPERVISIÓN BANCARIA (2010), el cual redactaría catorce principios necesarios para conservar la transparencia de las instituciones, entidades financieras y del sistema en sí mismo. Según la redacción de principios de Basilea (III) se establece la necesidad de: (a) responsabilizar a la administración de las entidades por la implementación de estos principios; (b) tener un alto grado de capacitación para administrar; (c) definir cómo aplicar las prácticas de gobierno corporativo apropiadas; (d) asegurar que las actividades de la entidad sean consistentes con la estrategia de negocio; (e) poseer un sistema de control, calificación y administración de riesgos; (f) realización de auditorías; (g) remunerar adecuadamente a los empleados; (h) comprender la estructura organizacional del negocio; e (i) contar con transparencia ante sus accionistas y autoridades de contralor.

---

<sup>5</sup> La Constitución Nacional, en su artículo 75, inciso 18, establece la importancia del dictado de leyes que tiendan al bienestar. SOLA (op. cit.) considera que una norma que no propenda al bienestar será contraria al mandato constitucional. Aquel inciso ha sido profundamente estudiado por los catedráticos de derecho constitucional económico argentino como la *cláusula del progreso*.

El informe elaborado por DELOITTE (2011) identifica a las prácticas de gobierno corporativo no sólo como causa (por su incumplimiento), sino como remedio de la crisis financiera internacional desatada en septiembre del año 2008 (GARAU, 2013). En nuestro país, KOZAK (2011: 4) sostuvo que la crisis de las hipotecas *subprime* ha despertado nuevamente el interés en la necesidad de nuevas prácticas de gobierno corporativo que permitan administrar el riesgo derivado de las entidades financieras durante el proceso de securitización de activos para ser negociados. Dichos llamados de atención me han persuadido de la importancia de las buenas prácticas en el gobierno corporativo; pero, más específicamente, del papel de las calificadoras de riesgo a la hora de la securitización de créditos por parte de las entidades bancarias, para luego negociarlos en el mercado, donde puedan ser adquiridos por consumidores financieros e inversores corporativos. Así todo, los pocos desarrollos de la doctrina nacional en la materia (FRICK, 2010) y la casi inexistencia de procesos judiciales seguidos con éxito en la República Argentina develaron la importancia de ahondar en la responsabilidad de las calificadoras de riesgo ante el consumidor financiero. Los derechos claramente definidos –retomando los lineamientos del Teorema de Coase– harán que los conflictos sean solucionados de la forma más beneficiosa para todas las partes intervinientes.

## **II. Segunda Parte**

La hipótesis que he desarrollado apunta a la necesidad de contar con un marco normativo que se adapte a las particularidades del mercado de capitales a la hora de contemplar la responsabilidad de las calificadoras de riesgo. Como ha demostrado COASE (1960: 2) resulta fundamental contar con una adecuada definición de derechos; algo que no se ha alcanzado en nuestra República en torno de las calificadoras de riesgo en su rol ante los consumidores financieros. Ese marco normativo no puede soslayar la figura del consumidor financiero. No pretendo introducir aquí el debate en torno a qué rama del derecho se dedicará a la cuestión –la rama empresarial/corporativa o la privada/de los consumidores– Y digo que esta figura no puede ser soslayada porque precisamente la información resultante de la calificadora de riesgo está dirigida a éste –al consumidor–

## **III. Tercera Parte**

### ***A. Funcionamiento de la securitización***

A partir de este punto, resulta imprescindible ahondar en el modo en el cual se lleva adelante el proceso de securitización de activos, y cuál es el papel de las calificadoras de riesgo, para luego determinar cómo debe ser tratada la eventual responsabilidad de éstas.

#### ***1. La creación secundaria de dinero en las entidades financieras***

Las entidades financieras forman parte del sistema de creación secundaria de dinero mediante la concesión de préstamos a consumidores bancarios y la existencia de un coeficiente de encaje. El coeficiente de encaje depende de las políticas económicas que un Estado decida aplicar. Se limita de esta forma la capacidad de las entidades financieras para

dar crédito a los consumidores bancarios (MOCHÓN y BEKER, 2003: 452).

## 2. La iliquidez como límite para la creación secundaria de dinero

Ahora bien, muchos de esos préstamos concedidos a los consumidores bancarios cuentan con garantías reales, prendarias, o son conferidos sin una garantía que los avale en caso que el consumidor se haya sobreendeudado. Asimismo, los plazos para cancelar aquellas obligaciones suelen ser prolongados (en el caso de los mutuos hipotecarios especialmente). Ello hace que la entidad financiera no pueda *recuperar rápidamente* la inversión; y, a su vez, esto limita su capacidad de volver a prestar nuevamente el dinero devuelto. Y es allí donde se encuentra la función de creación secundaria de dinero por parte de las entidades financieras (MOCHÓN y BEKER, 2003: 453).

## 3. La securitización de créditos

La solución a esta demanda de liquidez de las entidades financieras ha sido la securitización de esas obligaciones. La securitización es un instituto que frecuentemente va de la mano del fideicomiso financiero (KIPER, 2004: 559, 643). Consiste en convertir activos crediticios inmovilizados en títulos de crédito negociables en los mercados y cuyo pago está garantizado por aquéllos. Más claro: ciertos créditos (como los créditos hipotecarios –que suelen cancelarse tras plazos muy largos– o los prendarios –que suelen cancelarse en plazos medianos–) son convertidos e instrumentados en títulos representativos que pueden ser negociados en el mercado de capitales.

Gracias a esta ingeniería financiera se logra que los créditos de plazos medianos (prendarios) y largos (hipotecarios) puedan negociarse inmediatamente en el mercado. Así, su tenedor primario lo negocia ante un tercero a cambio de una suma de dinero. De este modo, el tenedor primario recupera liquidez instantáneamente; y, por otro lado, el tenedor que lo adquiere obtiene un crédito que puede vender rápidamente y tiene una garantía confiable (prenda o hipoteca en muchos casos). Este instrumento financiero es empleado por bancos (especialmente los hipotecarios), compañías de crédito, financieras y vendedoras de productos de uso (especialmente las cadenas de electrodomésticos y fabricantes de autos). Incluso las deudas de clientes de tarjetas de crédito pueden ser securitizadas y vendidas en el mercado, como ocurre con la *Tarjeta Shopping*.<sup>6</sup>

Una vez efectuada la operación –sea un mutuo personal, prendario o hipotecario; o la venta de un producto con crédito– la entidad otorgante se constituye en acreedora del consumidor. Ahora bien, para que la entidad otorgante recobre liquidez, se procede a securitizar los créditos. Se emiten títulos negociables que contienen aquellos créditos; y aquéllos (los títulos) son colocados entre los consumidores bursátiles del mercado de capitales. La obligación principal sigue siendo garantizada de la misma manera, pero su tenencia comienza a circular en el mercado.

---

<sup>6</sup> COMISIÓN NACIONAL DE VALORES, información financiera. Cfr. [Online](#).

El fideicomiso financiero es la forma ideal para securitizar créditos inmovilizados, porque los inversores colocan sus aportes fuera del alcance sus acreedores; y el manejo de estas carteras está llevado adelante por entidades especializadas y controladas por la Comisión Nacional de Valores.

#### *4. Colocación de los títulos en el mercado: el fideicomiso financiero y el underwriting*

De este modo, previo a ser colocados entre los consumidores financieros y los inversores corporativos, los títulos deben contar con una calificación de riesgo (es decir, una calificación de qué es lo que están adquiriendo). Una vez que los activos están adecuadamente catalogados, se recurre a contratos de *underwriting* (MARTORELL, 1993: 504) mediante los cuales las entidades financieras (especialmente banca corporativa y de inversión) colocan y distribuyen los títulos entre los inversores definitivos. La figura del contrato de *underwriting* es aquella por la cual una entidad autorizada (usualmente, una entidad financiera) pre-financia títulos valores emitidos por una sociedad comercial para su posterior colocación en el mercado (BOLLINI SHAW, 1997: 453).

#### *5. Por un puñado de dólares*

Antes de pasar al siguiente punto, deseo llamar la atención sobre una particularidad interesante: “los que pagan por las calificaciones son los emisores y no los inversores. Y el inversor quiere buscar la calificadora que el ponga el mejor rating”.<sup>7</sup> Entonces, si el pago (de los honorarios) a la calificadora de riesgo corresponde a quien lanza y vende esos títulos al mercado, ¿cómo saben los inversores qué es lo que realmente hay bajo los títulos primorosamente securitizados? El lector podría suponer que las calificadoras de riesgo –importantes entidades con muchas décadas de trayectoria, acreedoras de la confianza del público inversor (siendo esta confianza su mayor capital)– jamás torcerían su nota o rating por un puñado de dólares... Pero veamos algunos casos para desengañarnos.

#### ***B. El caso australiano: la condena a Standard & Poor's (2012)***

¿Qué pasa cuando el riesgo (de no pago/cobro) de una deuda está mal calificado? ¿Puede responsabilizarse del mismo modo a las calificadoras de riesgo en sus predicciones que a los meteorólogos? Parecería razonable no juzgar penalmente a los meteorólogos por sus estimaciones sobre el clima, cuando éstas son erradas; pero ¿qué pasaría si se encuentra evidencia de que ciertos meteorólogos conocían la inexactitud maliciosa de su pronóstico?

Esto último es lo que parece haber ocurrido durante la crisis de las hipotecas *subprime* a nivel global. Una enorme cantidad de créditos hipotecarios había sido securitizada, calificada como de bajo riesgo crediticio y comerciada de ese modo, cuando, en rigor de verdad, el tiempo demostraría que se trataba de préstamos de alto riesgo. Porque la crisis de 2008 que tuvo al quebrado banco *Lehman Brothers* como la cara más visible se originó en una reunión de amigos, tres años antes, cuando cinco CEOs de los bancos de inversión más importantes del mundo se reunieron en una cena.

---

<sup>7</sup> Diario LA NACIÓN, de fecha 23.03.2008. Cfr.: [Online](#).

Allí, en esa mesa redonda que tuvo como comensales a Greg Lippman, del Deutsche Bank, Rajiv Kamilla, de Goldman Sachs, Todd Kushman, de Bear Stearns; y dos amigos de Citibank y JPMorgan-Chase, fue donde surgió la idea de las hipotecas subprime, según retrató en su momento la agencia Bloomberg. ¿Por qué no darles créditos hipotecarios a personas con bajo nivel de ingresos y poca solvencia? A cambio, se cobrarían tasas y comisiones más elevadas que en una hipoteca común, ya que el riesgo es mucho mayor. El Club de los Cinco, como se los nombró alguna vez, brindó por su nueva aventura.<sup>8</sup>

Estos títulos representativos de la deuda de baja calidad (y alto riesgo de incumplimiento) fue catalogada como créditos *seguros*. Cuando llegó el momento de recibir el pago por los préstamos hipotecarios, la deuda no pudo ser afrontada; y los que habían adquirido esa deuda a los prestamistas originales no pudieron recuperar su inversión: se estaba iniciando la crisis más profunda de las últimas décadas. Como ya dije, las agencias calificadoras de riesgo son un eslabón más en la cadena de catalogación y comercialización de productos financieros. Colaboran con los bancos de inversión, fabricantes de los nuevos productos que los inversores adquirirán en el mercado. Los asesoran y ponen su marca de calidad para facilitar la comercialización.

La crisis de las hipotecas subprime cobró su primera víctima en septiembre de 2008, como ya dije, arrastrando a la quiebra al cuarto banco de inversión más grande de los Estados Unidos, *Lehman Brothers*, que había adquirido una enorme cartera de hipotecas securitizadas, las cuales, llegado el momento de ser canceladas, resultaban impagas. Se trataba de productos complejos, derivados sintéticos, sin garantía real.<sup>9</sup>

Pasarían más de cuatro años hasta que el Tribunal Federal de Australia, el de 5 de noviembre de 2012, condenase a una calificadora de riesgo (Standard & Poor's) a indemnizar las pérdidas ocasionadas a doce municipios australianos por casi 15 millones de dólares.<sup>10</sup>

La calificadora de riesgo, había calificado con la nota más alta: 'AAA' los derivados sintéticos denominados *Bonos Rembrandt* emitidos bajo su asesoramiento por el *ABN AMRO Bank*, adquiridos por los citados municipios, confiando en el rating del producto y en la información recibida de su intermediario financiero.<sup>11</sup>

El tribunal, consideró que existió culpa de la calificadora de riesgo, pues dicho producto debería haber recibido la nota de 'bono basura' desde el mismo momento de su emisión (las posibilidades de cobro eran en torno del 1%, según resulta del fallo comentado por ÁMBITO FINANCIERO).

---

<sup>8</sup> APERTURA, Revista de fecha 13.09.2013. Cfr.: [Online](#)

<sup>9</sup> REUTERS, de fecha 15.09.2008. Cfr.: [Online](#).

<sup>10</sup> FINANCIAL TIMES. Cfr.: [Online](#).

<sup>11</sup> DIARIO ÁMBITO FINANCIERO, de fecha 05.11.2012. Cfr.: [Online](#).

La novedad consiste en que el tribunal australiano considera que la calificadora de riesgo, no queda protegida por las cláusulas de exención de responsabilidad incluidas en los contratos.

Según estos *disclaimers*, los rating representan meras opiniones sobre la calidad crediticia y no garantizan el producto ni constituyen una recomendación para su adquisición.

### ***C. El caso argentino: otra condena a Standard & Poor's (2010)***

Bajo pena de sonar chauvinista, hay que reconocer que en la República Argentina se dio un caso de condena a Standard & Poor's como calificadora de riesgo<sup>12</sup> mucho antes que en el caso de Australia. Sin embargo, los hechos del caso no se remontan a la crisis financiera internacional del 2008, sino a la crisis local del año 2001. *¡Qué premura!* No obstante, existen similitudes con el caso anterior.

En el caso argentino, un conjunto de títulos representativos de deuda privada lanzados al mercado por Citibank N.A. y Bank Boston Argentina S.A., habían sido calificados como 'AAA', cuando a juicio de la Comisión Nacional de Valores, la calificación que debía otorgarse a esa deuda era 'E'. Queda en evidencia el yerro de la calificación: de la categoría más alta existente a la más baja en aquella época –ya que actualmente la calificación 'E' ha sido dejada de lado–.<sup>13</sup> Volviendo al ejemplo de los meteorólogos, el pronóstico indicaba “día soleado”, cuando se acercó “la tormenta eléctrica perfecta, fuertes ráfagas de viento, y caída de granizo”.

### ***D. El caso estadounidense: demanda a Moody's***

El inicio del año 2013 trajo consigo una demanda iniciada por un representante del fisco de los Estados Unidos, contra Moody's, otra calificadora de riesgo, rival de Standard & Poor's, respecto de la calificación de riesgo de hipotecas *subprime*. Aún no existe una condena concreta contra esta calificadora de riesgo; sin embargo, en el día que se dio a conocer la demanda se originó una importante caída de la cotización de las acciones de Moody's. La demora en promover la demanda se debió a un acuerdo por medio del cual las calificadoras de riesgo ahora demandadas se habían comprometido para mejorar los mecanismos de control y evitar fraudes a la hora de calificar derivados financieros.<sup>14</sup> En la jerga bursátil se afirma que los mercados suelen adelantarse a los eventos que vendrán en los próximos meses.<sup>15</sup> Si aquella afirmación resulta verdadera, posiblemente se haga lugar a la condena solicitada por el fiscal que promovió la demanda o, al menos, eso parecen indicar los *animal spirits* (KEYNES, 1936: 141) del mercado:

---

<sup>12</sup> CNCOM., Sala D – Sentencia del 08.10.10. Consulta del fallo [Online](#).

<sup>13</sup> STANDARD AND POOR'S, web page. Cfr. [Online](#).

<sup>14</sup> Diario PÁGINA 12, de fecha 09.02.2013. Cfr.: [Online](#).

<sup>15</sup> Revista EXPANSIÓN, Blog de José Luis Martínez Campuzano. Cfr. [Online](#).





Fuente: *Online*

El cuadro que antecede, deja en evidencia cuáles fueron las percepciones del mercado ante la noticia del proceso judicial contra Moody's. Aquel aforismo que reza: una imagen vale más que mil palabras, encuentra su justificación.

#### IV. Cuarta Parte

##### A. Recapitulación previa

La conclusión de un trabajo, no debería ser la recapitulación de todo lo dicho hasta el momento. Sin embargo, dispéñese, para que pueda llegar a una conclusión mediante el repaso de lo dicho hasta el momento.

En la primera parte de este trabajo, demostré el estado de cosas del mercado de capitales en la República Argentina y también traje a la mesa de trabajo principios del *law and economics*; conceptos de eficiencia, definición de derechos, la importancia de la reducción de costos de transacción y derecho constitucional económico. Demostré que nuestra Constitución contiene una obligación, consistente en legislar de modo tal de obtener el bienestar. También demostré que las buenas prácticas de gobierno corporativo habían sido la causa (por su incumplimiento) y también una solución a la crisis financiera internacional del año 2008.

En la segunda parte, sostuve una hipótesis de trabajo: contar con un marco normativo adecuado para regular la responsabilidad de las calificadoras de riesgo ante los

consumidores financieros y los inversores corporativos.

En la tercera parte, demostré cómo funciona el proceso de securitización y la importancia de la calificación de los valores negociables que son colocados en el mercado para ser adquiridos por los inversores. También, relaté el primer caso a nivel mundial de responsabilización a una calificadoradora de riesgo por los hechos de la crisis financiera internacional del año 2008, el caso de la condena argentina a una calificadoradora de riesgo en el año 2010, y la demanda recién iniciada en Estados Unidos contra otra calificadoradora de riesgo, por su actuación en los hechos de la crisis del año 2008.

## **B. Conclusión y palabras finales**

Y finalmente, llega la hora de sacar conclusiones.

Como ya lo he sostenido<sup>16</sup> recientemente, los hechos de la crisis financiera internacional del año 2008 desplazan el foco de la atención de la relación entre los consumidores y las entidades financieras. Diversa legislación (como el derecho concursal argentino) ha tendido a balancearse entre los intereses que defendía (en una primera etapa los de los acreedores; luego los de los deudores; actualmente los intereses de los trabajadores).

Sin embargo, aquellos *dimes y diretes* han quedado atrás. La cuestión actual es mucho más compleja. No se trata de la insolvencia de los consumidores y usuarios de tarjetas de crédito, ni de las entidades financieras que prestan dinero y su posibilidad de declararse en quiebra. Se trata, sí, del riesgo sistémico intrínseco en las operaciones financieras. Las crisis venideras pueden referirse a la caída de un sistema económico, ya no de personas físicas o entidades financieras.

Y como quedó expuesto en este trabajo, las deudas que un usuario de tarjetas de crédito contrae -he citado en este trabajo el caso de la *Tarjeta Shopping-*, la entidad bancaria que otorga el préstamo, y el inversor que adquiere esa deuda (mediante títulos representativos de participación en un fideicomiso financiero) dependen de la actuación de una figura singular y poco estudiada: las calificadoras de riesgo.

Por eso, para la prevención y eventual manejo del riesgo de fracaso sistémico, deberá apelarse a herramientas tales como los principios que llevan a un buen gobierno corporativo, institutos del *law and economics* como la definición de derechos y responsabilidad de las calificadoras de riesgo ante su accionar culposo o doloso, tal como algunos tímidos pronunciamientos judiciales citados han comenzado a considerar.

Allí mi conclusión. Centrar la mirada en algo más que la relación individual entre

---

<sup>16</sup> Al defender la ponencia premiada que llevó el título de *“El consumidor frente a los procesos concursales: Inexistencia de un marco regulatorio para el consumidor y propuestas para la prevención de su insolvencia”*. Facultad de Derecho, Universidad de Buenos Aires, 15 de noviembre de 2013, Salón Rojo.

entidades financieras y consumidores bancarios y bursátiles. Adoptar valores corporativos que aseguren la supervivencia ya no de una entidad financiera o de un individuo; sino del sistema todo. Es que, como he argumentado (y fue confirmado en oportunidad de la crisis financiera del año 2008), la securitización de activos ocasiona la *atomización del riesgo de incumplimiento*, el cual, de estar mal calificado –en muchos casos, intencionalmente– (algo que también he argumentado), hará muy difícil estimar hasta dónde llegan las pérdidas ocasionadas, para reparar las consecuencias sistémicas del daño. Esos serán los desafíos en un nuevo escenario de crisis sistémica.

## Bibliografía

ALBERDI, Juan B. (1854), *El sistema económico y rentístico de la Confederación Argentina Según la Constitución de 1853*, Planeta, Buenos Aires, 2010.

BOLLINI SHAW, Carlos y BONEO VILLEGAS, Eduardo J. (1979). *Manual para Operaciones Bancarias y Financieras*. Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 1997.

COASE, Ronald H. (1960), “The problem of social cost”, en *The Journal of Law and Economics*, Vol III, Octubre 1960.

— (1988). *La empresa, el mercado y la ley*, Alianza, Buenos Aires 1994.

COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA (2010), *Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios*. Edición 2010. Cfr.: [Online](#).

DELOITTE, informe (2011), *El Gobierno Corporativo y las mejores Prácticas en el Sector Bancario*. En Boletín Gobierno Corporativo, Primavera, 2011. Cfr.: [Online](#).

FRICK, Pablo D., (2010) *La transparencia corporativa y las calificadoras de riesgo en el mercado de valores*. Cita online: elDial.com - DC13A5. Publicado el día 23.06.2010. [Consultar](#) online para usuarios registrados.

— (2013), “Las calificadoras de riesgo como intermediarias reputacionales del mercado de valores”, en PIAGGI, Ana I. (Dir.) , *Cuestiones Complejas de Derecho Mercantil Moderno*, t. III, Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 2013.

GIRALT, Patricio N. (2013a). *Pollitos en fuga y el teorema de Coase*. Cfr.: [Online](#).

— (2013b) *Eficiencia Económica de Políticas Públicas*. Cfr. [Online](#)

GARAU, Joaquín, (2013), *A cinco años de la caída de Lehman Brothers, el emblema de la crisis subprime*, Revista Apertura, 13.09.2013. Cfr.: [Online](#).

KEYNES, John M. (1936), *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, Fondo de Cultura Económica, México, D.F., 2001.

KIPER, Claudio M. y LISOPRAWSKI, Silvio V. (2004), *Tratado de Fideicomiso*, Lexis Nexis, Buenos Aires, 2004.

KOZAK, Marcelo F. (2011). *Seminario: Gobierno Societario - desafío para la región y las pequeñas empresas*. Buenos Aires, 2011. Cfr. [Online](#).

MARTORELL, Ernesto E, (1993), *Tratado de los Contratos de Empresa*, t. I, Depalma, Buenos Aires, 1993.

MOCHÓN, Francisco y BEKER, Víctor (1993), *Economía, Principios y Aplicaciones*, McGraw-Hill, Madrid, 2003.

POSNER, Richard (1998), *Values and Consequences*, University of Chicago Law School, Program in Law and Economics. Working Paper 53, 1998.

SOLA, Juan V. (2004a) *Constitución y Economía*. Abeledo-Perrot, Buenos Aires, 2004.

— (2004b) *Fallo que pone en riesgo a las pymes*, Diario La Nación, de fecha 26 de septiembre de 2004. Cfr. [Online](#).