

Las soluciones propuestas por los organismos internacionales a la crisis financiera¹

M.^a Nieves García Santos*

1. Introducción

Se han escrito numerosos artículos explicando la crisis financiera que se desató en Estados Unidos hace algo más de un año. Puede destacarse como una de sus principales características, si no la principal, el contagio entre países, mercados y entidades por una generalización de la pérdida de confianza.

Hay que resaltar que la crisis ha coincidido con el asentamiento de una etapa de desaceleración económica en las economías occidentales. Suele ocurrir que durante las fases de auge económico la confianza en general, y la financiera en particular, aumentan y cuando cambia la coyuntura la confianza se reduce en paralelo con las dificultades económicas. Así, la falta de información, transparencia, inadecuación de la regulación son factores que se venían produciendo con anterioridad a la crisis pero su corrección parecía tener costes elevados en términos de freno de oportunidades de negocio. Muchos organismos internacionales señalaron en distintas ocasiones la reducción anómala de la prima de riesgo de muchos mercados y los peligros asociados con instrumentos y vehículos de inversión con escasa regulación y supervisión.

Tras el estallido de la crisis, los inversores y las entidades que operaron bajo las circunstancias anteriores se han unido a los organismos internacionales y autoridades competentes para señalar los fallos del sistema y de la regulación que les afectan directa o indirectamente. La confianza

es el factor clave del sistema financiero y su pérdida conlleva paralización de los mercados y dificultades operativas para las entidades financieras, como se está viendo.

Como respuesta a la crisis, numerosos organismos internacionales públicos y privados, y asociaciones de agentes de mercados han ofrecido su diagnóstico y sus propuestas para solucionar las numerosas debilidades que se han señalado en múltiples aspectos del sistema financiero.

En este artículo se resumen las recomendaciones de los principales organismos internacionales, el Foro de Estabilidad Financiera, el Fondo Monetario Internacional y la Comisión Europea. Por otro lado, han existido aportaciones de diversos foros destacados de naturaleza privada y en este artículo se recogen las del Instituto de Finanzas Internacionales y la Federación Europea de Bolsas.

Las propuestas y recomendaciones se articulan en torno a los siguientes temas: mayor transparencia, mejor valoración de productos complejos y mejor regulación de algunas entidades. La revisión de las agencias de *rating* se enmarca en la necesidad de que aborden los tres aspectos anteriores: mejoren la valoración de productos complejos, diferenciándolos de los simples, proporcionen más información de las metodologías usadas y de los *inputs*, y se sujeten a una mayor regulación, proporcionada por el propio sector (autorregulación) u oficial.

2. Recomendaciones del Foro de estabilidad Financiera

El Foro de estabilidad Financiera (FEF) publicó un informe en abril de 2008 con propuestas para reforzar la re-

* Directora de Estudios y Estadística de la CNMV.

¹ Este artículo refleja exclusivamente las opiniones de la autora y no las de la institución donde presta sus servicios.

sistencia de los mercados y de las entidades financieras. Este informe había sido solicitado por los ministros de economía y gobernadores de los bancos centrales de los países integrados en el G-7 en octubre de 2007. Hay que señalar que uno de los hechos resaltados en el informe es que a fecha de su publicación, ocho meses después del estallido de la crisis, los problemas aún no se habían resuelto. Esto es indicativo de la gravedad de la crisis, de su profundidad y extensión.

Las medidas que propone el FEF son, por lo tanto, de gran calado y necesitarán un periodo largo para su implementación. El FEF señala cinco áreas en las que se necesita tomar medidas, aunque reconoce que muchas iniciativas tomadas, tanto de política pública como de iniciativa privada, se pueden englobar dentro de sus propuestas.

2.1. Refuerzo de la supervisión prudencial del capital, de la liquidez y de la gestión del riesgo

En este epígrafe se incluyen 20 propuestas dirigidas a mejorar los sistemas de gestión del riesgo de las entidades y modificar los mecanismos de incentivos que pueden provocar arbitraje regulatorio o debilitar, precisamente, el control de los riesgos. Las propuestas se refieren a los requisitos de capital, la gestión de la liquidez, la supervisión de los sistemas de gestión de riesgo y las infraestructuras para los derivados OTC.

Respecto a los **requisitos de capital**, en primer lugar se señala la necesidad de que se apliquen los señalados en el Acuerdo de Basilea II. Se ha comprobado que el Acuerdo de Basilea I adolecía de defectos, como su falta de sensibilidad al riesgo o su inflexibilidad a la innovación financiera. Sin embargo, el esquema de Basilea II permite una mejor aproximación al riesgo de las entidades, y también considera como elementos fundamentales la supervisión y la disciplina de mercado. Por todo ello, resulta imprescindible que las entidades adopten Basilea II lo antes posible y que los supervisores examinen su efecto en el capital de las entidades. Se debe recordar que bajo el marco de Basilea II, los supervisores pueden elevar los requisitos de capital obligatorios en sus respectivos países. Esta posibilidad podría ser aconsejable en el caso de las actividades relacionadas con productos estructurados o que estuvieran fuera del balance.

Precisamente el Comité Bancario de Basilea va a proponer a lo largo de 2008 que se eleven los requisitos de capital para algunos productos estructurados, como es el caso de los CDO de ABS², para recoger su mayor sensibilidad a

cambios en las condiciones económicas en relación con la sensibilidad que tienen los ABS. Adicionalmente, se esperan propuestas de mayores requisitos de capital para las carteras de negociación de las entidades, dado que se ha puesto en evidencia que esas carteras contienen muchas veces posiciones con riesgo de crédito, precisamente en el intento de explotar el arbitraje regulatorio derivado de sus menores requisitos en comparación con las carteras de posiciones bancarias. Por último, también se recomendarán mayores requisitos de capital para las posiciones de financiación bancaria a los instrumentos de titulización de pagarés de empresa³.

Por otro lado, se pide a los supervisores que se mantengan vigilantes en la consideración y tratamiento de los riesgos que hace el marco de Basilea II, para ver si son necesarios cambios. En especial, se ha llamado la atención sobre la posibilidad de que los requisitos de capital sean procíclicos y pedido que durante el resto del año 2008 se analice esta cuestión por si fuera necesario tomar medidas.

Por último, en relación con la adecuación de capital, se deben revisar los requisitos exigidos por las garantías concedidas a las aseguradoras *monoline*. A su vez, el IAIS está desarrollando estándares para la gestión de riesgos, requisitos de capital y criterios de supervisión de estas entidades.

La segunda línea de actuación dentro de este grupo de medidas se refiere a la **gestión de la liquidez**. El plan es que en julio de 2008 se someta a consulta pública una guía sobre gestión y supervisión de la liquidez cuyo contenido abarca la identificación de los riesgos de liquidez, la realización de los *tests* de tensión, y el papel de los supervisores y la disciplina de mercado para reforzar las prácticas de gestión de liquidez. El propósito es que los supervisores examinen con regularidad el cumplimiento por los bancos de los principios señalados en la guía y que haya una mayor convergencia y coordinación al respecto.

La tercera línea de actuación implica una mayor supervisión de la **gestión del riesgo**, incluyendo las operaciones fuera de balance, lo que implica un mayor uso del llamado pilar 2 de Basilea II. Los supervisores, por lo tanto, deben tomar un papel más activo en el examen de las prácticas de gestión del riesgo de las entidades que deben utilizar análisis cuantitativos y cualitativos, y tratar de prevenir la evolución futura de los riesgos. Una herramienta a potenciar son los llamados *test* de tensión o *stress tests*.

² Producto de "segunda vuelta": *collateralized debt obligation* cuyo subyacente es un *asset backed security*.

³ Vehículos de ABCP que están fuera del balance bancario pero que disponen de líneas de financiación de los bancos.

Entre otras cuestiones, los supervisores vigilarán que las entidades hagan una gestión global del riesgo de la empresa y, en especial, que se controle la concentración de exposiciones. También serán focos de atención las exposiciones a productos estructurados, actividades de titulación o a contrapartidas apalancadas.

El cuarto y último grupo en esta sección contiene recomendaciones para mejorar la fortaleza de las infraestructuras operativas y legales de los derivados OTC. A este respecto, se recomienda modificar la documentación de la negociación de derivados para incluir la liquidación en efectivo de las obligaciones, que es una opción que genera menores tensiones en los mercados que la obligación de liquidación en especie. Otros aspectos a mejorar se refieren a las resoluciones rápidas de errores en la negociación y, en general, se aboga por una mejora de la infraestructura operativa de los derivados OTC a largo plazo.

2.2. Mejora de la transparencia y de las valoraciones

Un segundo grupo importante de recomendaciones se centra en la transparencia y en las valoraciones de activos. Las recomendaciones en este capítulo se agrupan en torno a cuatro líneas: información pública de riesgos, estándares de contabilidad e información de vehículos fuera de balance, valoración y transparencia en los procesos de titulación.

La mejora de la **información** puede ser un requisito establecido bajo el pilar 3 de Basilea II. En especial el FEF recomienda que en los informes financieros de mediados de 2008 las entidades financieras publiquen de forma completa sus riesgos. Se pide que informen de la exposición total, incluyendo posiciones dentro y fuera de balance, las exposiciones antes y después de realizar coberturas y asumir las pérdidas. Pueden especificarse las exposiciones a CDO, MBS, vehículos de propósito especial, financiaciones apalancadas o a otras exposiciones *subprime*. El denominado *Grupo de Supervisores Senior* ha publicado las prácticas de información realizadas por algunos de las principales entidades financieras internacionales utilizando estas recomendaciones⁴.

⁴ Senior Supervisor Group. Leading-Practice Disclosures for Selected Exposures. April 11, 2008. El Senior Supervisor Group está formado por los siguientes organismos: *Banking Commission de Francia; Federal Financial Supervisory Authority de Alemania; Federal Banking Commission de Suiza; Financial Services Authority del Reino Unido; Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve Bank of New York, Office of the Comptroller of the Currency y Securities and Exchange Comisión, de Estados Unidos.*

Con el horizonte de 2009, el Comité Bancario de Basilea se ha comprometido a proporcionar criterios para la información de las exposiciones a titulaciones (en el escalón primero y posteriores), las obligaciones contraídas respecto a las operaciones fuera de balance, los contratos de liquidez respecto a los ABCP y de las valoraciones. Precisamente, la contabilidad y la información de las entidades fuera de balance es un tema sobre el que el IASB se ha comprometido a avanzar, en especial fomentando la convergencia internacional.

Respecto a la **valoración de activos**, el FEF señala que los organismos responsables deben mejorar los criterios para contabilizar, informar y auditar las valoraciones. Esto atañe tanto a las propias entidades como a los supervisores. Las valoraciones debieran acompañarse de información sobre su metodología, así como de las incertidumbres que las acompañan. Se pide al IASB que establezca recomendaciones de valoración de instrumentos financieros en el caso en que sus mercados hayan desaparecido, como se ha producido en la actual crisis.

Para que las entidades financieras puedan realizar valoraciones rigurosas deben contar con procesos establecidos de antemano para instrumentos complejos o ilíquidos, realizar verificaciones de los datos que alimentan a los modelos y de éstos mismos. También los supervisores deben contar con criterios que les ayuden a verificar los procesos de valoración que hacen los bancos. Por último, los auditores también deben contar con guías para llevar a cabo auditorías de las valoraciones de activos complejos o ilíquidos.

En esta crisis se ha puesto de manifiesto la necesidad de que haya una mayor **información sobre los productos titulizados** y sobre sus subyacentes. Así, las entidades originadoras, los distribuidores y las agencias de *rating* deben mejorar la transparencia en cada escalón del proceso. En especial, los originadores deben informar sobre los estándares de los subyacentes, los inversores y los gestores deben tener acceso a la información sobre los créditos que están en la base de los activos, y debe estudiarse la posibilidad de contar con bases de datos de precios y volúmenes cruzados en los mercados secundarios de estos productos.

2.3. Cambios en el papel y en los usos de las calificaciones crediticias

Las agencias de calificación crediticia juegan un papel relevante en la valoración y en la difusión de información sobre muchos productos financieros, entre ellos los estruc-

turados. La crisis financiera ha revelado la responsabilidad de estas agencias en la inadecuada percepción y gestión del riesgo de los inversores. El análisis de la situación ha puesto de manifiesto la escasa diligencia en la comprobación de los datos utilizados y en el uso de modelos inadecuados. También las agencias han realizado actividades que generan conflictos de interés, sin haberse planteado antes de la crisis alternativas para impedirlo. A partir de la crisis han surgido diversas iniciativas, tanto individuales como colectivas, para encontrar soluciones a los diversos problemas que aquejan a estas entidades.

El FEF propone recomendaciones relativas a la mejora en la calidad del proceso de calificación, diferenciación en las calificaciones de los productos complejos, revisión de la calidad de los datos utilizados y de la utilización de los *ratings* por inversores y reguladores.

Es obvio que la primera recomendación tiene que ir dirigida a las agencias de calificación para que mejoren la calidad de sus procesos de *ratings* y resuelvan los conflictos de interés que se plantean en el caso de productos estructurados. Se están dando pasos ya en este sentido, como la separación operativa y legal entre las actividades de *rating* y el resto, la ruptura de la ligazón entre la compensación de los gestores y el negocio de la empresa, y la mejora del proceso de supervisión de sus propias metodologías y resultados de los *rating*. Por su parte, IOSCO ha revisado ya su Código de Conducta para las agencias de calificación, también con los objetivos de contribuir a mejorar el proceso de *rating*, reducir los conflictos de interés y proporcionar a los inversores información sobre las metodologías y los criterios utilizados, y datos sobre el comportamiento histórico de los *ratings*. El siguiente paso es que los supervisores vigilen que las entidades calificadoras apliquen el Código.

Una cuestión importante es que los *ratings* de los productos estructurados se diferencien de los de la deuda sencilla y que, además, actualicen la información de forma continuada. Para ello, se propone que se utilice una escala de *rating* diferente o que se añadan símbolos. De esta forma, se alertará a los inversores de que estos productos tienen riesgos que se comportan de forma diferente, y que los datos y metodologías son también distintos. Además, de forma continuada debe proporcionarse información sobre los cambios en los supuestos en que se basan las valoraciones, análisis de pérdidas y de flujos de caja de los productos estructurados, y de la incertidumbre o limitaciones que pueden afectar a los *ratings*.

En los productos estructurados la calidad de los datos subyacentes cobra una dimensión especial porque se basa en gran medida en procesos llevados a cabo por los origi-

nadores y emisores de los productos. En particular, se aconseja que se proporcione información de los procesos de *due diligence* que hayan llevado los originadores de los productos y su revisión por las agencias de *rating*.

A pesar de que se mejoren las calificaciones, los inversores deben también reconsiderar su confianza excesiva en ellas. Los inversores deben realizar su propio análisis de los riesgos de los productos que compran, valorar su complejidad y, en último caso, no invertir en productos que no son capaces de comprender o tolerar su riesgo.

2.4. Incremento de la capacidad de respuesta de las autoridades a la percepción de riesgo

A pesar de la evidencia de la acumulación de riesgos financieros, las autoridades financieras no actuaron de forma preventiva. El FEF realiza una serie de propuestas para que los análisis de riesgos se trasladen a la realidad para que mejore la cooperación entre autoridades y para que los organismos internacionales tengan un mayor papel.

Así, se recomienda que los supervisores comuniquen a las entidades de forma temprana sus preocupaciones por los riesgos y por la gestión que ellos estén haciendo y, si lo consideran necesario, pueden recomendar medidas para mitigarlos. Por otro lado, debe aumentar el intercambio entre supervisores y entidades sobre la percepción de riesgos para la estabilidad financiera y los planes establecidos para mitigarlos. En particular, las entidades privadas deben informar a los bancos centrales de sus planes para afrontar tensiones de liquidez.

La operativa de las entidades financieras de ámbito internacional y de enfoque global es importante por sus posibles efectos sistémicos. El FEF recomienda que se formen colegios de supervisores y, específicamente, que exista un colegio para cada entidad global a finales del año 2008. Con estos colegios, no sólo la coordinación mejorará, sino que se puede llevar a cabo una supervisión de forma continuada. Se propone que los colegios funcionen en 2009 y que informen de su experiencia.

2.5. Utilización de acuerdos sólidos para hacer frente a situaciones de tensión en el sistema financiero

Los bancos centrales deben reforzar los mecanismos de qué disponen para tratar situaciones críticas. Las reco-

mendaciones se refieren a las operaciones de los bancos centrales y a acuerdos para solucionar los casos de entidades con problemas.

Así, en primer lugar se recomienda que haya flexibilidad en términos de frecuencia de las operaciones, vencimiento, tipo de instrumento, contrapartidas y colateral a utilizar en caso de crisis financiera. En el caso de problemas de liquidez en moneda extranjera, los bancos centrales deberían contar con líneas de *swap* entre ellos o poder usar el colateral de forma transfronteriza.

Por otra parte, deben aclararse y reforzarse los mecanismos para tratar la resolución de entidades con problemas. Para ello sería adecuado contar con principios internacionales sobre los sistemas de garantía de depósitos que, además, tuvieran en cuenta los acuerdos de redes de seguridad, en especial el marco legal y operativo para resolución de los casos de entidades en crisis. Por otro lado, el FEF ha propuesto que antes de finales de 2008 se forme un grupo para estudiar cómo abordar la planificación de la gestión de crisis transfronterizas.

3. Los informes del Fondo Monetario Internacional

El Fondo Monetario Internacional publica dos veces al año un informe sobre estabilidad financiera. El correspondiente a la segunda parte de 2007⁵ ya incluía un análisis de la crisis y señalaba medidas necesarias para mejorar los sistemas de alerta ante riesgos de estabilidad financiera, y la gestión de tales riesgos por las entidades. En el informe del primer semestre de 2008 se concretan iniciativas de política económica según su horizonte temporal.

3.1. Medidas a tomar a corto plazo

Las medidas más inminentes deben estar dirigidas a reducir la incertidumbre y ayudar a recuperar la confianza en los mercados financieros. El FMI propone unas medidas que pueden tomar las entidades privadas y otras que corresponde a las autoridades.

Las propias entidades pueden tomar medidas como aumento de la información, saneamiento de los balances bancarios, mejora en la gestión del riesgo y revisión de las estructuras de compensación de los gestores. Por otra

parte, es importante que las entidades revisen sus programas y sistemas de gestión de riesgo, en especial con el propósito de integrar todos los riesgos a los que se expone la entidad, y de comunicar públicamente dichos sistemas o estrategias. También se deben corregir los incentivos que provocan que las decisiones de los gestores se hagan a corto plazo y que se retrase el reconocimiento de errores en la percepción del riesgo.

Por otra parte, la primera medida a tomar por las autoridades económicas debiera ser la búsqueda de consistencia en el tratamiento de activos de valoración difícil. También se recomienda que los supervisores refuercen la vigilancia de los riesgos que pudieran quedar fuera del alcance del pilar 1 de Basilea II, sin descartar que se puedan exigir requisitos de capital o coberturas de liquidez adicionales. Como herramienta que contribuirá a mejorar la valoración de la situación, el FMI propone que se realicen informes de estabilidad que, además, serán útiles en el caso de necesitarse planes para afrontar situaciones de inestabilidad. Para ello, además de haber realizado un diagnóstico de la situación, resulta imprescindible contar con planes de contingencia ante riesgo de inestabilidad sistémica que cubran las actuaciones a realizar para evitar que entidades con problemas puedan provocar daños sobre la economía real.

3.2. Medidas a tomar a medio plazo.

Las medidas a medio plazo son necesarias para corregir defectos que se han puesto de manifiesto en el funcionamiento de los mercados y de la supervisión. Dos son las áreas señaladas por el FMI que deben estudiarse con detenimiento: los derivados de crédito y el modelo de negocio de "originar para distribuir".

También aquí se diferencian entre las recomendaciones al sector privado y al público. Al primero se le plantean medidas dirigidas a avanzar en la estandarización de algunos componentes de los productos estructurados, mejorar la información en la originación, reformar los sistemas de *rating* y, en general, aumentar la transparencia de la exposición al riesgo de la entidad financiera.

Es evidente que la estandarización de los productos facilitará la comprensión de sus riesgos, su negociación y la posibilidad de que existan cámaras de compensación que contribuyan a reducir el riesgo de contrapartida. Una recomendación del FMI es que el *rating* de estos productos utilice una escala distinta a la de los productos simples en la que, además, se informe sobre su sensibilidad al deterioro crediticio de los activos subyacentes. Por último, se recomienda que las entidades financieras proporcionen mayor

⁵ Publicado en septiembre de 2007.

información sobre sus compromisos de riesgo a través de diferentes canales, como son las posiciones fuera de balance.

A las autoridades públicas se les hacen tres recomendaciones. En primer lugar, se aconseja que busquen alternativas que eviten la exigencia de realizar ventas forzosas de activos cuando su valoración desciende por debajo de un umbral. En segundo lugar, se recomienda que revisen los requisitos regulatorios que incentiven la transferencia de riesgos a vehículos fuera de balance, aunque se reconoce que este peligro ha disminuido con Basilea II. A pesar de ello, se recomienda revisar las reglas de consolidación de balance de estos vehículos, así como una supervisión estricta de la aplicación de Basilea II en lo referente a transferencias de riesgos y a requisitos de capital. Por último, se pide que los distintos supervisores financieros colaboren en la elaboración de guías de buenas prácticas para los originadores de hipotecas.

Una cuestión de relevancia especial se refiere a la gestión de la liquidez realizada por las entidades financieras. La crisis actual ha puesto de manifiesto la necesidad de que las entidades revisen sus modelos de riesgo de mercado para incorporar los efectos de aumentos de correlación entre activos o la posibilidad de que se produzcan saltos inesperados en los precios. También deben contar con planes de contingencia, en los que se contemple la posibilidad de que se reduzcan sus vías de financiación y la liquidez de las posiciones de activo.

Por otro lado, las autoridades monetarias también han visto la necesidad de revisar la instrumentación y operativa de la política monetaria, y la utilidad de mejorar la coordinación entre los supervisores financieros y la necesidad de que los supervisores tengan mayor capacidad de intervención en las entidades exigiendo el cumplimiento de requisitos impuestos. Por último, el FMI también considera que debe reforzarse su propio papel promocionando buenas prácticas entre los bancos centrales para gestionar la liquidez internacional o la resolución de crisis.

4. Las propuestas de la Unión Europea

El Consejo de Ministros de Economía de la Unión europea (ECOFIN) fijó en octubre de 2007 una serie de actuaciones para cubrir cuatro objetivos: (i) aumentar la transparencia a inversores, mercados y reguladores; (ii) mejorar las normas de valoración, (iii) reforzar las reglas prudenciales y la gestión del riesgo en el sector financiero, y (iv) mejorar el funcionamiento del mercado, incluyendo el papel de las agencias de *rating*.

Posteriormente en el ECOFIN de diciembre de 2007 se añadió otro mapa de ruta con el objetivo de revisar algunos de los elementos del proceso Lamfalussy, en particular cuestiones referidas al nivel tres sobre las recomendaciones o interpretaciones llevadas a cabo por los supervisores financieros.

Los mapas de ruta que abarcan actuaciones para reforzar la estabilidad o la estructura de regulación han sido revisados en los ECOFIN celebrados en la primavera de 2008 y se ha concluido que se avanza en el camino correcto en los temas planteados, que son:

Transparencia y confianza: Se pide que las instituciones financieras desglosen las exposiciones al riesgo y las pérdidas incurridas, tanto dentro como fuera del balance.

La Comisión Europea ha pedido a la industria europea bancaria y de titulización que elaboren propuestas para mejorar la transparencia de los productos estructurados que deberán estar finalizadas en junio de 2008.

Valoración: Se requiere que los supervisores y los reguladores contables se aseguren de que haya una información financiera adecuada, con normas claras en valoración que se apliquen de forma consistente.

Gestión de riesgos: La Comisión Europea propone que se revise la Directiva de Adecuación de Capital en septiembre de 2008, especialmente en cuestiones de solvencia relativas a la titulización, régimen de grandes riesgos e instrumentos de capital híbridos.

Agencias de *rating*: La Comisión Europea desea que se lleven a cabo diversos objetivos como son: fortalecer la integridad de los procesos de *rating*, asegurar su independencia, proporcionar una mayor transparencia acerca de los riesgos en los métodos de *rating* y mejorar la comprensión general que los inversores tienen de los *rating*.

Por su parte, el Comité de Reguladores de Valores (CESR)⁶, que es el organismo de nivel tres de Lamfalussy correspondiente a los mercados de valores, también ha realizado diferentes propuestas para llevar a cabo las recomendaciones del FSF y algunas de las decisiones adoptadas por el ECOFIN. El trabajo de CESR se ha centrado en las siguientes cuestiones:

⁶ Los comités de nivel tres de otros sectores financieros son, para el bancario, CEBS, y para el de seguros, CEIOPS. Ambos coordinarán sus trabajos con CESR en la implementación de medidas.

Agencias de *rating*: CESR ha realizado un análisis de las agencias de *rating*⁷ con coordinación tanto con CEBS como con la SEC norteamericana e IOSCO⁸. La propuesta de CESR a la Comisión Europea es que se establezca un organismo que fije estándares para estas instituciones y revise su cumplimiento. Este organismo sería de naturaleza privada, aceptado por la industria y debería funcionar con ámbito internacional o al menos de la Unión Europea. Las propias agencias participarían en el organismo en la fase de establecimiento de estándares, aunque no en la fase de supervisión de su cumplimiento.

Valoración de activos: Dentro del marco de las actuales normas internacionales de contabilidad, CESR ha trabajado para formar una interpretación común de la aplicación de los principios contables de las compañías cotizadas, referidos a la valoración de instrumentos financieros ilíquidos a la luz de las condiciones actuales de mercado.

Gestión de riesgos: CESR está trabajando para conseguir una progresiva convergencia en los sistemas de medición de riesgos utilizados por las compañías de gestión de inversiones. Un primer trabajo ha sido la elaboración de un cuestionario acerca de cómo están aplicando los miembros de CESR la Recomendación de la Comisión Europea sobre el uso de instrumentos financieros derivados.

Contribución de CESR a la identificación de riesgos potenciales de mercado: A petición del ECOFIN, CESR elaborará un informe periódico con la finalidad de identificar las fuentes principales de riesgos potenciales en los mercados financieros para el grupo encargado de la estabilidad financiera dentro del Comité Económico y Financiero (EFC).

5. El informe del Instituto de Finanzas Internacionales

El Instituto de Finanzas Internacionales (IFI) ha publicado en abril de 2008 una serie de recomendaciones de

⁷ CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and The role of credit rating agencies in structured finance. Ref: CESR/08-277. May 2008.

⁸ IOSCO, el organismo que aglutina mundialmente a los supervisores de valores revisó recientemente su Código de Conducta para las agencias de *rating*. Ver. IOSCO, Comité Técnico. *Code Of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies*. Revisado Mayo 2008. También ver: IOSCO, Comité Técnico. *The Role Of Credit Rating Agencies In Structured Finance Markets*. Final Report. Mayo 2008.

buenas prácticas dirigidas a corregir las deficiencias puestas de manifiesto por la crisis financiera. Las recomendaciones son el resultado de un informe preliminar analizando los acontecimientos registrados, y se espera que en el tercer trimestre de 2008 se publique otro final donde se perfilarán las buenas prácticas.

Las áreas de atención son: incentivos, vehículos y riesgo de liquidez, valoración, estándares de originación, procesos de *rating*, transparencia e información, y el papel de la regulación.

5.1. Incentivos

Aunque en general las entidades cuentan con sistemas adecuados de gestión de riesgos, la crisis ha puesto de manifiesto que a veces los consejos de administración no supervisan las actividades o no las entienden. Se debe mejorar en los siguientes aspectos:

Cultura de riesgo y gobierno: Tener una cultura del riesgo es imprescindible y debe ser una responsabilidad prioritaria del consejero delegado de la entidad. En cualquier caso, los consejos tienen que tener capacidad de pensar en la estrategia de negocio con un cierto horizonte temporal y luego revisar si se está desviando del curso previsto. Es decir, deben ser capaces no sólo de percibir los riesgos cuando se han producido sino de estar atentos a su posible generación.

Gestión del riesgo: Los acontecimientos han señalado que ciertas prácticas de gestión del riesgo deben mejorarse y los gestores deben tener parámetros de riesgo frente a los que medir la situación en cada momento. Es especialmente importante que las empresas hagan una gestión integral, rompiendo un tratamiento compartimentado entre áreas de riesgo de crédito, de mercado, operativo y de liquidez. Este análisis integrado es crítico en los casos de la evolución de los productos financieros, cuyas transformaciones pueden modificar sus perfiles y, por tanto, tener implicaciones para las entidades.

Tests de tensión: Una recomendación es que los tests de tensión no se conviertan en algo mecánico sino que se diseñen para recoger la situación específica de cada entidad. Los *tests* deben ayudar a las empresas a precisar sus necesidades de capital, según el pilar 2 de Basilea.

Basilea II: La implementación de Basilea II acabará con los incentivos de arbitraje regulatorio de Basilea I. En especial el pilar 2 institucionalizará los análisis de adecuación de capital.

No obstante quedan temas para resolver como la coordinación entre supervisores y la supervisión de las filiales bancarias. Otras cuestiones a considerar se refieren a la gestión de los temas de liquidez o a los efectos de prociclicidad del acuerdo. El IFI considera que los requisitos de capital no son la forma adecuada para responder a las necesidades de liquidez en general e, incluso, pueden suponer un freno a la recuperación de las entidades con problemas.

5.2. Incentivos

Existe la convicción de que muchas políticas de compensación de ejecutivos no se ajustan a los objetivos de tener una empresa eficiente y competitiva, y que responda a las necesidades de los clientes. En general, se trata de alinear las compensaciones de los ejecutivos con los intereses a largo plazo de los accionistas.

5.3. Vehículos y riesgo de liquidez

El IFI establece recomendaciones respecto a tres cuestiones:

Temas de riesgo de liquidez: Las prácticas de gestión de riesgo de liquidez deben ajustarse a las necesidades de cada entidad ya que es difícil establecer de forma genérica salvaguardas adecuadas. Las recomendaciones son similares a las de otros organismos: las entidades deben evitar la dependencia de alguna forma de financiación, incluyendo los mercados de capitales; deben revisar las metodologías de gestión del riesgo y las sensibilidades a supuestos; las entidades deben realizar *tests* de tensión que incluyan necesidades no anticipadas de liquidez.

Vehículos de financiación estructurada: Las recomendaciones están dirigidas a que las exposiciones a estos vehículos queden recogidas en la gestión y planificación del riesgo de las entidades, que estas tengan capital adecuado e incrementen la transparencia.

Consideraciones para el sector oficial: Las autoridades monetarias deberían proporcionar mayor claridad sobre sus papeles de prestamistas de última instancia en crisis, no sólo de entidades, sino de mercados también. Por otro lado, se deberían realizar planes de contingencia sobre estas situaciones, de forma que se pueda comprobar su capacidad de hacer frente a la crisis

5.4. Valoración

Cuestiones prácticas a corto plazo: El uso de contabilidad con valor razonable plantea cuestiones técnicas como las variaciones drásticas en los precios de mercado de los *inputs*. El IFI propone que se abra un debate entre las empresas, auditores, analistas, agencias de *rating* y supervisores sobre la mejor forma de informar sucintamente de los supuestos, incertidumbres y otras limitaciones que afectan a las valoraciones.

Problemas generalizados: El IFI llama a que se reflexione sobre los efectos procíclicos de los sistemas de valoración de mercado o de valor razonable, y que se consideren técnicas de valoración alternativas en mercados estrechos, o la posibilidad de implantar “mecanismos de interrupción” de las valoraciones.

5.5. Estándares de originación

La primera necesidad es que la industria utilice unos estándares elevados en la originación de activos. El IFI está considerando la emisión de recomendaciones específicas y estudiando la posibilidad de estandarizar los documentos de oferta de algún tipo de productos estructurados. Estos proporcionarían a los inversores información sobre cuestiones como la probabilidad de impago o las pérdidas esperadas en este caso.

5.6. Procesos de *rating*

El IFI ha analizado el proceso de *rating* de los productos estructurados, desde la originación hasta la información que se difunde. La conclusión es que los inversores necesitarían detalles de los subyacentes, datos de *tests* de tensión y supuestos utilizados en los modelos. No obstante, a pesar de ello, muchos inversores serán incapaces de valorar por ellos mismos la calidad de los *ratings* y el IFI recomienda que haya validaciones por externos independientes.

Se ha señalado que las agencias de *rating* pueden entrar en diversos conflictos de interés, de forma inicial porque trabajan para los originadores, que son quienes les pagan, y, adicionalmente, porque pueden diseñar las estructuras que luego califican. Esta última posibilidad parece que se descartará a partir de ahora si las agencias se sujetan al Código de Conducta de IOSCO, recientemente revisado.

Adicionalmente, el IFI señala que los inversores no deben contar con la única fuente de los *rating* para tomar sus decisiones, sino hacer su propio análisis de riesgos en el caso de productos estructurados y vigilar la evolución de la información que influye en los *rating*.

5.7. Transparencia e información

El IFI llama la atención sobre distintas cuestiones relativas a la transparencia de los productos estructurados. En primer lugar, sobre la diversidad en la información ofrecida dependiendo de los originadores o del país de emisión. Para facilitar la comparación entre productos, el IFI propone que exista siempre una página de resumen de los riesgos de los productos, lo que facilitaría las decisiones de los inversores.

Otras cuestiones a estudiar se refieren a la posibilidad de estandarización de las estructuras o de información sobre los precios de los productos estructurados y de los subyacentes. También se puede estudiar la posibilidad de establecer formatos estandarizados de información para los inversores, incluyendo valoraciones y sus metodologías, riesgos, incertidumbres, etc.

5.8. Papel de la regulación

Los acontecimientos producidos desde hace un año ponen de manifiesto que existe una mayor conexión entre los distintos ámbitos y participantes del sistema financiero. Esto implica que es necesario mejorar la coordinación y cooperación entre autoridades, y avanzar en la elaboración de planes de contingencia que incorporen estas interrelaciones entre sectores y países. Para el IFI, la recomendación es que la regulación y supervisión tengan un enfoque basado en el riesgo y que se coordine de forma transnacional.

6. Conclusiones

Como se ha visto, la respuesta de los organismos internacionales ha sido amplia. Todos los principales organismos han ofrecido su análisis de la crisis y sus recomendaciones para corregir aspectos de los mercados o de la operativa de las entidades cuya incorrección se ha puesto en evidencia. Las propuestas más recurrentes se centran en la mejora de los procesos de valoración de ac-

tivos complejos, en la información más clara y completa sobre estas valoraciones y los supuestos que hay detrás de ellas, y en la necesidad de que las entidades mejoren el control de sus riesgos, con un enfoque global que incorpore el riesgo de liquidez.

La introducción y puesta en marcha de estas recomendaciones tiene costes. Por un lado, hay que considerar diversos costes operativos ya que en muchos casos se aboga por crear departamentos de control de riesgo o mejorar el funcionamiento de los que ya existen, introduciendo nuevos métodos, datos a capturar o validar y formatos de información a publicar. Por otro lado, habrá costes en términos de negocio, ya que muchos de los nuevos requisitos implicarán un freno a ciertas actividades ligadas a la originación, diseño y comercialización de productos estructurados. En general, se puede considerar que la mayor percepción del riesgo conlleva una ralentización de la actividad financiera. Los inversores también tienen que afrontar el coste de comprender la información que se les proporciona y realizar su propia formación de juicio.

Las medidas recomendadas tienen distintos niveles de adopción: unas dependen de iniciativas de la propia industria y otras de regulación y supervisión. Su aplicación requerirá tiempo y coincidirá con una fase de desaceleración de la economía de los países desarrollados. Se puede considerar que nos encontramos en el final de una etapa de un modelo de negocio financiero y de una prolongada fase de crecimiento económico.

Bibliografía:

- ECOFIN (2007). 2822nd Council meeting. Economic and Financial Affairs. Luxembourg. 9 October 2007.
- ECOFIN (2008). 2866th Council meeting. Economic and Financial Affairs. Luxembourg. 14 May 2008.
- Financial Stability Forum (2008). Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience. April 2008.
- International Monetary Fund (2008). Global Financial Stability Report. Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness. April 2008.
- International Monetary Fund (2007). Global Financial Stability Report. Financial Market Turbulence: Causes, Consequences, and Policies. October 2007.
- Institute of International Finance (2008). Interim Report of the IIF Committee on Market Best Practices. April 2008.
- IOSCO. Comité Técnico (2008). Report On The Subprime Crisis Final Report. May 2008.