

Resumen

Este artículo revisa la motivación y el contenido de las principales iniciativas de reforma regulatoria que están siendo discutidas en el ámbito de los mercados financieros. En particular, se evalúan algunas de las reformas previstas en los principios de información financiera y la regulación de las agencias de *rating*. Al mismo tiempo, se enfatiza la necesidad de avanzar más decididamente en la revisión de la normativa europea que regula la transparencia en los mercados de capitales. Finalmente, se apoya, en general, la reciente propuesta de la Comisión Europea para reformar la organización de la supervisión europea, si bien se señalan algunas áreas en las que cabrían mejoras.

Palabras clave: crisis financiera, reforma regulatoria, supervisión europea.

Abstract

This article reviews the motivation and content of the main initiatives of the regulatory reform which are being discussed in the financial markets environment. Specifically, the article examines some of the reforms in the rating agencies' regulation and financial information. At the same time, it emphasizes the necessity to advance more decisively in the revision of the European Norms which regulate capital markets' transparency. Finally, it supports the recent European Commission proposal to reform the organization of the European supervision, although it points out some areas in which improvements could be made.

Key words: Financial crisis, regulatory reform, european supervision.

JEL classification: G01, G18.

LAS IMPLICACIONES REGULATORIAS DE LA CRISIS FINANCIERA

Montserrat MARTÍNEZ PARERA

Fernando RESTOY LOZANO

Comisión Nacional del Mercado de Valores

I. INTRODUCCIÓN

TRANSCURRIDOS más de dos años desde el comienzo de la primera crisis financiera del siglo XXI, son bien conocidos los aspectos que derivaron en la recesión más severa de las principales economías desde la Segunda Guerra Mundial. La crisis de las hipotecas de alto riesgo americana, originada en un contexto de condiciones monetarias y financieras muy laxas, desencadenó una profunda reevaluación del riesgo global con importantes efectos en los principales mercados internacionales. El deterioro de las expectativas y la rápida traslación de los efectos al conjunto de las economías provocaron la quiebra de múltiples instituciones y la necesidad de fusiones y reestructuraciones. El deterioro sufrido por el sistema financiero global generó una crisis generalizada de confianza que perturbó el flujo del crédito y abatió las decisiones de consumo e inversión, sumiendo a la economía mundial en un ciclo depresivo muy intenso.

Las autoridades públicas reaccionaron, en general, con rapidez para recuperar la confianza en el sistema financiero. Con mayor o menor grado de coordinación internacional, se concretaron medidas para mitigar los efectos más adversos de la crisis en el corto plazo, a la vez que se inició el camino para definir una profunda revisión de la regulación financiera que restaurara la confianza y minimizara la probabilidad de

aparición de crisis similares en el futuro.

En este proceso, se ha evidenciado la ausencia de herramientas analíticas suficientemente sólidas no sólo para prevenir la crisis, sino también para predecir sus consecuencias macroeconómicas. Esto ha llevado a algunos críticos (1) a cuestionar las hipótesis utilizadas en los modelos macroeconómicos y, en especial, el comportamiento optimizador de los agentes basado en sus expectativas racionales.

De hecho, resulta incuestionable que los modelos macroeconómicos disponibles no están, en general, diseñados para evaluar los efectos de perturbaciones extremas en el sistema financiero. Los modelos estocásticos de equilibrio general al uso incorporan una rica variedad de rigideces reales y nominales en los mercados de bienes y de trabajo. Sin embargo, no han logrado incluir suficientes fricciones realistas en el funcionamiento de los mercados financieros o en el comportamiento de los flujos de crédito. Dicho esto, romper el supuesto de racionalidad no parece que sea la mejor manera de intentar comprender los desarrollos recientes y, por lo tanto, de perfeccionar los modelos. Ello implicaría asumir que los agentes ignoran sistemáticamente información relevante o la procesan de un modo sistemáticamente inadecuado para sus intereses.

Más productivo resulta preguntarse si existen rasgos en el entor-

no institucional o normativo que impulsen a los agentes a adoptar decisiones racionales que resulten poco compatibles con la estabilidad financiera. De hecho, si algo se ha constatado en los últimos meses es que gran parte de la inestabilidad observada en el sistema financiero está ligada a pautas de comportamiento propiciadas por la ausencia de información fiable sobre contrapartidas o productos financieros, a la laxitud general de la normativa prudencial y a las oportunidades de arbitraje regulatorio, que han incentivado un proceso desordenado de innovación financiera. En otras palabras, la reciente crisis puede entenderse como el resultado de externalidades negativas del comportamiento racional de los agentes individuales que el marco regulatorio no sólo no ha sido capaz de prevenir, sino que, en ocasiones, ha podido propiciar.

En este contexto, resultan prometedoras las iniciativas adoptadas en diversos foros internacionales para perfeccionar las normas que rigen el funcionamiento del sistema financiero internacional (2). Muchos de estos trabajos caen, lógicamente, dentro de la órbita de la regulación prudencial y están siendo acometidos, en su mayor parte, por el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria. Entre ellos, cabe destacar la ampliación del perímetro de entidades reguladas para incluir entidades no bancarias de naturaleza sistémica, el ajuste al alza de los requisitos de capital asociados a la cartera de negociación de las entidades, la reevaluación del riesgo de contrapartida en operaciones con derivados o la introducción de mecanismos que mitiguen los efectos procíclicos de la regulación actual.

Al mismo tiempo, una parte esencial de las reformas propues-

tas afectan a las normas de conducta que regulan la actividad en los mercados financieros. Éstas van dirigidas, fundamentalmente, a mejorar la información disponible para todos los agentes participantes y, por esta vía, a facilitar el funcionamiento ordenado de los mercados, lo que constituye un ingrediente esencial de la estabilidad financiera. Entre ellas se encuentran las normas que afectan a la información suministrada sobre la situación de las entidades emisoras, la naturaleza de los productos intercambiados y las condiciones en los mercados. Asimismo, en este ámbito, cabe incluir la profunda revisión en marcha sobre el régimen regulatorio de las agencias de calificación crediticia.

Finalmente, un tercer ámbito relevante de reflexión es el de la organización de la supervisión. La crisis ha probado que no todos los sistemas supervisores se han mostrado igualmente eficaces para la prevención y la gestión de las crisis. Además, los acontecimientos han constatado algunas deficiencias en los mecanismos de regulación y de cooperación entre supervisores europeos, cuya revisión parece pertinente.

En el presente artículo, se reflexiona sobre las principales vías de reforma regulatoria en el ámbito de los mercados financieros y en el de la organización de la supervisión financiera. Para ello, el artículo se estructura de la siguiente forma: el apartado II se centra en las reformas regulatorias en marcha sobre la información financiera de las entidades emisoras; el III analiza la transparencia sobre mercados; el IV evalúa las reformas en marcha sobre la regulación de las agencias de *rating*; el V analiza los cambios previstos en el diseño institucional de los organismos supervisores y sus li-

mitaciones. El artículo se cierra con un apartado de conclusiones.

II. REFORMA DE LOS PRINCIPIOS DE INFORMACIÓN FINANCIERA

El debate sobre la reforma de los estándares contables ha estado muy influenciado por la preocupación de las autoridades públicas sobre la situación económica y financiera de las instituciones de todo el mundo, y por la posibilidad de que los principios contables estuvieran ejerciendo una presión adicional sobre las mismas. En este sentido, el propio G-20 instó a las autoridades contables a revisar los estándares establecidos, con el objetivo de reducir su prociclicidad, y a coordinarse con los supervisores prudenciales.

No es inusual que el debate sobre los principios contables adquiera especial intensidad en situaciones de dificultades para el sistema financiero. De hecho, las principales reformas de los estándares contables han sido implementadas a raíz de la experiencia obtenida en periodos de inestabilidad financiera. No obstante, las reformas acometidas han experimentado movimientos pendulares a lo largo del tiempo, lo que ha evidenciado la debilidad de la normativa contable como instrumento para mitigar con carácter general los riesgos de solvencia de las entidades, o para prevenir episodios de inestabilidad financiera (3).

En este sentido, en el debate se pierde a menudo la referencia de lo que se supone que debe ser el objetivo de los estándares contables: facilitar que los participantes en el mercado dispongan de información fiable de la realidad económica de las compañías. Ello implica que la contabilidad no debe ser

utilizada como una herramienta de política prudencial, si bien puede y debe contribuir a la estabilidad financiera favoreciendo un nivel adecuado de transparencia en los mercados financieros. De hecho, el acceso por parte de los inversores a unos estados financieros de calidad, fiables y comparables es un elemento esencial para mantener el buen funcionamiento de los mercados, lo que, a su vez, constituye un ingrediente esencial de la estabilidad del sistema.

El debate se ha centrado, sobre todo, en la aplicación del concepto de valor razonable como criterio de medición de una parte de los activos y pasivos de las entidades (4). En ocasiones, se ha defendido que este criterio agudiza las crisis, al hacer depender en exceso los balances y los resultados de los bancos de las turbulencias en los mercados. No obstante, el efecto de la aplicación del concepto de valor razonable sobre las cuentas de las entidades financieras parece haberse sobreestimado.

A partir de las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) sobre las pérdidas de las entidades financieras para el periodo 2007-2010, publicadas en el Informe de Estabilidad Financiera de abril de 2009, es posible obtener una estimación del porcentaje de pérdidas de las entidades que puede atribuirse a la aplicación del concepto de valor razonable. Según estos datos, alrededor de tres cuartas partes del total de las pérdidas provienen de la materialización del riesgo de crédito, siendo el resto atribuible al deterioro de las condiciones de mercado. Esto es, la mayor parte de las pérdidas totales que las entidades financieras reportan no están relacionadas con la aplicación del valor razonable, pues el deterioro debido al riesgo de crédito

se refleja también en los activos medidos a coste amortizado. Si se realizara el mismo ejercicio con las últimas estimaciones del FMI publicadas en octubre, el efecto sería aún menor. Estas conclusiones se mantienen si las estimaciones se realizan a partir de datos que el Banco Central Europeo (BCE) recopila para las entidades financieras de la zona euro (5).

Por ello, resulta impreciso achacar a los principios de información financiera una responsabilidad excesiva en el deterioro de la situación patrimonial de las entidades financieras. Ahora bien, el debate ha permitido detectar áreas en las que es posible introducir algunas mejoras en la aplicación del concepto de valor razonable. En particular, se ha comprobado que el poder informativo de este criterio de medición depende de las características de los instrumentos y de los mercados en los que se negocian, o podrían negociarse, así como de la forma en que dichos instrumentos son gestionados. Así pues, tiene sentido mantener un sistema de atributo mixto de medición según el cual el valor razonable sea, sobre todo, aplicado a instrumentos de renta variable o a otros instrumentos que la empresa gestiona sobre la base de la evolución de su precio de mercado. Por el contrario, el criterio de coste podría utilizarse en préstamos u otros instrumentos de deuda que la empresa normalmente gestiona sobre la base de los flujos de caja que generan.

En todo caso, tal y como muestra la evidencia comentada, la reforma de los principios contables que resulta más relevante no es tanto el perfeccionamiento de los criterios de aplicación del valor razonable como la revisión del sistema de identificación del deterioro por riesgo de crédito (pro-

visiones) de los activos medidos a coste. Actualmente, las entidades deben reconocer el deterioro de los préstamos comerciales y otros instrumentos financieros a partir de un modelo de pérdida incurrida. De este modo, la información financiera no recoge ninguna estimación sobre la evolución prevista del deterioro, a pesar de que ésta constituye una pieza esencial del modelo de gestión de riesgo de las entidades. La transición de los estándares contables desde un modelo de pérdida incurrida a uno de pérdida esperada para la estimación del deterioro de los activos beneficiaría la transparencia de los estados financieros (6). Sería, por tanto, un avance importante en la mejora de la información a los inversores con independencia de que, además, permitiría suavizar la volatilidad de la cuenta de resultados de las entidades, lo que facilitaría el trabajo del supervisor prudencial.

El International Accounting Standards Board (IASB), organismo encargado de elaborar las normas contables internacionales, ha presentado un proyecto de revisión de los estándares de gran alcance que aborda las principales deficiencias detectadas en la aplicación de las normas.

En concreto, la propuesta de reforma publicada en julio de 2009 se organiza en tres fases. La primera, que está actualmente ultimándose, proporcionará nuevos criterios para la clasificación y valoración de los instrumentos financieros, con el objetivo de simplificar la tipología y de revisar la aplicación del concepto de valor razonable. La segunda fase del proyecto revisará las normas de deterioro de los activos financieros, reemplazando el modelo de pérdida incurrida actual por un modelo de pérdida esperada. La tercera fase, por último, aborda-

rá cuestiones relacionadas con la contabilidad de las coberturas. El proyecto parece así incorporar reformas que deben contribuir a mejorar la calidad de la información que suministran las entidades financieras.

La reforma, no obstante, no está exenta de algunos riesgos. Por una parte, el proyecto debe acometerse en un horizonte temporal muy corto. En particular, con objeto de que el acuerdo que se alcance con la revisión de los estándares resultantes de la primera fase pueda ser aplicado por las entidades que así lo deseen en los estados financieros anuales de 2009 (7), el proceso de consulta pública ha sido muy breve. Ello genera riesgos sobre su coherencia técnica y su adecuada aplicación por parte de las entidades que aplican las normas internacionales de contabilidad en más de un centenar de jurisdicciones. Por otra parte, al no haberse podido coordinar el proceso de revisión con la autoridad contable estadounidense (FASB), el proyecto del IASB añade incertidumbre sobre el proceso de convergencia internacional de los principios contables.

III. TRANSPARENCIA DE MERCADOS

La crisis ha evidenciado que una parte importante de las transacciones financieras realizadas transcurren al margen de los mercados organizados. Ello ocasiona que los participantes no dispongan de información suficiente sobre los términos en los que se producen las transacciones, lo que dificulta la gestión del riesgo y las prácticas de valoración. Al mismo tiempo, los mercados *over the counter* (OTC) han expuesto a las entidades participantes a un riesgo considerable de contrapartida

que, al materializarse, ha producido efectos desestabilizadores de amplio alcance. Ello está propiciando la aparición de iniciativas que promuevan la utilización de cámaras de contrapartida central para algunos productos que son típicamente negociados OTC, como los derivados de crédito.

Sin embargo, resulta también preciso reforzar la transparencia de algunos mercados regulados. Así, mientras que los mercados de renta variable deben cumplir requisitos exigentes de información sobre los términos de las transacciones, los estándares de transparencia en otros mercados son habitualmente mucho menores. En Europa, estas diferencias son explícitas en los requisitos establecidos por la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MIFID) para los mercados de renta variable, consistentes en el suministro de información, con carácter general, sobre precios y volúmenes de cada transacción.

Estos requisitos no son exigidos por la regulación europea en el caso de los mercados de renta fija y derivados. Los principales argumentos utilizados en el pasado para no generalizar estas obligaciones han sido la posible reducción de la liquidez y la elevación de los costes de las transacciones. Sin embargo, estos efectos adversos no han sido todavía fehacientemente probados por la literatura académica (8). Por otra parte, la experiencia de la crisis ha cambiado los términos del debate, al constatarse que han sido precisamente los mercados financieros menos transparentes —como los de renta fija privada y derivados— los que mayores problemas de liquidez y profundidad han mostrado.

Incluso dentro de los mercados de renta variable, una parte creciente de la negociación se está

canalizando mediante operativas que aprovechan las excepciones a las obligaciones de transparencia que permite la MIFID. Éste es el caso de los *dark pools of liquidity* para operaciones de elevado volumen o de las operaciones en sistemas multilaterales de negociación a precios públicos generados en otras plataformas. Asimismo, se observa que una parte cada vez más relevante de las transacciones son conducidas a través de *OTC crossing networks*, que permiten eludir las obligaciones de transparencia.

De este modo, procede una profunda revisión de la legislación europea en materia de transparencia de las transacciones. En particular, resulta preciso estudiar la extensión de los requisitos de transparencia más allá de los mercados de renta variable, y aumentar su eficacia revisando las excepciones actuales y cortocircuitando los canales de elusión de las obligaciones de información. La revisión de la MIFID, prevista para los próximos meses, es una buena oportunidad para acometer estas reformas.

IV. AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA

Las agencias calificadoras de riesgo de crédito desempeñan un importante papel en los mercados de capitales, al reducir los problemas de asimetría de información entre demandantes y oferentes de fondos. Las calificaciones que emiten ofrecen a los inversores opiniones sobre la probabilidad de los emisores o prestatarios de cumplir con sus obligaciones financieras. Los inversores, por sí solos, difícilmente podrían llegar a formarse opiniones tan fundamentadas. La falta de información en algunas ocasiones y, principalmente, la

complejidad de las estimaciones que requieren las calificaciones, tanto en tiempo como en conocimientos, son los principales aspectos que otorgan valor a éstas. Adicionalmente, el desarrollo de nuevos productos financieros, por una parte, y el creciente uso de las calificaciones como elementos de la regulación financiera, por otra, han aumentado el protagonismo de las agencias de *rating* en los últimos años.

El inicio de la crisis financiera en el mercado de hipotecas de alto riesgo estadounidense y su posterior diseminación por el mercado situaron a las agencias de *rating* en el epicentro de la crisis, al evidenciarse su incapacidad para prever el deterioro en la calidad de los productos estructurados e instrumentos de deuda de entidades financieras y cuestionarse la fiabilidad de sus *ratings*. El sistema propició una confianza excesiva en las agencias de *rating* por parte de los usuarios y desincentivó el seguimiento de los riesgos subyacentes por parte de las entidades. Aspectos como el riesgo de liquidez o la tasa de recuperación en el caso de fallidos, que acabaron por resultar determinantes en la mayor parte de los casos, habían quedado relegados a un segundo plano.

Los problemas del sector de las agencias de *rating* son bien conocidos desde hace tiempo. En primer lugar, existe un importante problema de agencia en la medida en que los ingresos de las agencias provienen de los emisores a los que califican, lo que cuestiona la calidad de los *ratings*, que puede verse afectada por el deseo de la agencia de complacer al emisor (captura del calificador) (9). En ocasiones, además, las agencias también ofrecen servicios de asesoramiento sobre la estructura o empaquetamiento de los instru-

mentos a calificar, habitual en las titulizaciones, recibiendo además ingresos por ambos servicios. En segundo lugar, al formalizarse el pago al final del servicio, se incentiva que el emisor escoja entre las distintas agencias a aquella cuyo *rating* más le favorezca, a la vez que la agencia puede favorecer al emisor que la escoge entre el resto de los calificadores (*rating shopping*). Por otra parte, existen importantes barreras de entrada, tanto en términos de recursos como reputacionales, que limitan la competencia. El sector es prácticamente oligopolístico, ya que tres grandes agencias de *rating* cubren casi el 95 por 100 del mercado, lo que reduce los incentivos a que las agencias se doten de los medios adecuados para el desarrollo de su trabajo. Por último, la falta de información y de transparencia en el sector aumenta las dudas sobre la validez de la metodología utilizada por las agencias.

Históricamente, la industria de las agencias de *rating* siempre ha defendido que el sector toma las medidas necesarias para reducir los posibles conflictos de interés. A su vez, se argumenta que los elevados costes reputacionales a los que se enfrentan si no ofrecen una calificación adecuada de los productos y emisores es el mejor instrumento de control de la calidad. No obstante, la reputación no es siempre una herramienta suficiente para garantizar el buen funcionamiento del mercado. De hecho, la crisis ha permitido constatar definitivamente que la autorregulación del sector, basada en el cumplimiento del Código de Conducta de IOSCO (10), y los tímidos avances regulatorios llevados a cabo en los últimos años, como el establecimiento de un sistema de registro en Estados Unidos bajo el control de la Securities and Exchange Commission (SEC), no han sido su-

ficientes para solucionar los problemas de las agencias.

Actualmente, existen en todo el mundo varias iniciativas en marcha para fortalecer la regulación del régimen de registro y supervisión de las agencias. En concreto, en la Unión Europea (UE), el Reglamento del Parlamento y del Consejo Europeo sobre agencias de *rating* en Europa, que entrará en vigor en noviembre de 2009, establece que las agencias calificadoras de la UE que quieran emitir un *rating* en el territorio de ésta deberán estar registradas ante la autoridad competente de la Unión. La solicitud de registro deberá realizarse entre los meses de abril y julio de 2010. Las agencias de países fuera de la UE que quieran que sus *ratings* puedan ser utilizados en ésta para fines regulatorios deberán también someterse al Reglamento, para lo que se han establecido unos procedimientos de refrendo y de certificación (11).

Los principales aspectos del Reglamento son los siguientes. Por una parte, se incluyen normas destinadas a mejorar la independencia y evitar los conflictos de interés del sector. Para ello, se detallan requisitos organizativos, como la composición del consejo de administración o las características en términos de conocimiento y experiencia que deben tener los empleados, y se establecen, a su vez, importantes requisitos operativos, como los que limitan la actividad de las agencias de *rating* a la emisión de calificaciones, esto es, no se permite que éstas presten al mismo tiempo servicios de consultoría o asesoramiento. Asimismo, las agencias deberán tomar medidas para evitar situaciones en las que el emisor solicite calificaciones preliminares a diversas agencias para poder identificar a la que más le favorezca (*rating shopping*). El Reglamento hace

frente así a algunos de los principales problemas organizativos del sector.

Por otra parte, el Reglamento detalla importantes requisitos de transparencia destinados a mejorar la calidad de los *ratings*. Las agencias deberán informar sobre la metodología, los modelos y las hipótesis que utilicen en sus estimaciones, así como proporcionar otras comunicaciones periódicas sobre sus actividades. De este modo, los usuarios tendrán la posibilidad de revisar las calificaciones y se reducirán los problemas de asimetrías de información, siguiendo la práctica iniciada con el Código de Conducta de IOSCO. Los requisitos de transparencia también afectan a las publicaciones de los *ratings*, donde, entre otros, las agencias deberán distinguir los *ratings* sobre instrumentos financieros estructurados de los del resto de instrumentos usando un símbolo adicional.

Finalmente, uno de los elementos más relevantes y complejos ha sido el diseño institucional de la función de supervisión de dichas agencias. El diseño final que se concreta en el Reglamento, necesariamente de consenso, presenta una estructura algo compleja, pues asigna poderes a las autoridades nacionales, pero también al resto de supervisores nacionales de la UE a través de la figura de colegios de supervisores, así como al Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR).

En concreto, el Reglamento atribuye formalmente a las autoridades competentes del Estado de origen, esto es, el país donde la agencia tenga su domicilio social, el registro y supervisión de las agencias. De este modo, si la agencia de *rating* tuviera el domicilio en España, la CNMV ejercería las funciones de registro y super-

visión de dicha agencia. Al mismo tiempo, las decisiones que adopte la autoridad nacional competente deben ser consensuadas por un colegio de supervisores, que será integrado por todos los supervisores nacionales donde la agencia tenga un domicilio social adicional, así como por los supervisores que así lo deseen en función, por ejemplo, del uso de los *ratings* de la agencia en cuestión en el país. El CESR mantiene un papel de coordinación y mediación en caso de conflicto, si bien las decisiones finales deberán implementarse a nivel nacional.

Las limitaciones de este modelo de supervisión son reconocidas en el propio Reglamento, que le otorga un carácter temporal y prevé la revisión de su funcionamiento en un plazo breve de tiempo. De hecho, el Reglamento establece que el modelo deberá adaptarse a los cambios en el diseño institucional de la supervisión en la UE, derivados del Informe De Larosière, que transformará los actuales comités de nivel 3, entre los que se incluye CESR, en nuevas autoridades supervisoras previsiblemente con funciones específicas para el caso de las agencias de *rating*.

En definitiva, si bien la nueva regulación de las agencias de *rating* en Europa es un avance importante para mejorar la integridad, fiabilidad y transparencia de su actividad —pues se abordan aspectos claves para la reducción de los conflictos de interés—, el mecanismo colegiado de supervisión que prevé la normativa resulta muy complejo. Por otra parte, dado el ámbito global de actuación de las principales agencias, parece indispensable reforzar la cooperación supervisora a escala internacional y caminar lo más rápido posible hacia la convergencia regulatoria.

En todo caso, la regulación directa de las agencias constituye una condición necesaria, pero no suficiente, para corregir los errores que la crisis ha evidenciado. Así, los *ratings* no son un sustituto, sino sólo un complemento, de las labores de análisis que los intermediarios e inversores deben realizar del riesgo de los productos ofertados. Por otra parte, la regulación financiera debe acotar adecuadamente el uso de los *ratings* como indicador de riesgo, con el fin de no contribuir a la percepción de que éstos constituyen un indicador suficiente de la calidad de los activos.

V. NUEVO DISEÑO INSTITUCIONAL DE LA SUPERVISIÓN FINANCIERA

Uno de los aspectos por los que se recordará la actual crisis es por impulsar importantes reformas en el diseño y organización de las instituciones y organismos supervisores, tanto en el ámbito nacional (12) como en el internacional. La necesidad de adecuarse a la nueva realidad de los mercados y las críticas que han suscitado la gestión y la resolución de la crisis, en la que la presencia de grupos transfronterizos supone un reto para los supervisores, son algunos de los elementos que subyacen en las reformas que se están llevando a cabo.

Las principales lecciones de la crisis, en términos de la organización institucional de la supervisión financiera, pueden resumirse en las siguientes.

En primer lugar, la supervisión microeconómica debe abandonar definitivamente el tradicional enfoque sectorial que establece fronteras entre los distintos sectores (banca, seguros y mercados de va-

lores) que actualmente han desaparecido. Las tendencias recientes apuntan hacia la adopción de una división funcional que distinga entre la supervisión prudencial (o micro-prudencial) y la supervisión de normas de conducta (ya sea de los agentes o de protección de los inversores), independientemente del tipo de entidad que opere en el mercado. Dichas funciones pueden asignarse a distintas autoridades supervisoras, siguiendo un enfoque de modelo *twin peaks* (13), o unificarlas en un único supervisor, el denominado modelo de supervisor único, como sucede en el Reino Unido con la Financial Securities Authority (FSA).

En segundo lugar, es necesario reforzar la supervisión macro-prudencial, entendida como aquella encargada de la preservación de la estabilidad del sistema en su conjunto mediante el oportuno seguimiento de sus riesgos (14).

En tercer lugar, la supervisión de las normas de conducta y del comportamiento de los agentes en los mercados financieros adquiere una importancia creciente en la medida en que gran parte de los fallos detectados tienen su origen en fallos de regulación microeconómicos, generados por asimetrías informativas y problemas de agencia. Los supervisores de normas de conducta, por tanto, deben participar en el seguimiento de la estabilidad del sistema, facilitando información regular sobre prácticas de los agentes y funcionamiento de los mercados de valores, y reforzar la difusión de información al mercado con el objetivo de reducir asimetrías y mantener la confianza en el sistema.

Finalmente, es conveniente prestar atención a los mecanismos de coordinación e intercambio de

información entre los distintos supervisores. Así, la supervisión micro-prudencial presenta claras sinergias positivas con la supervisión macro-prudencial. Por el contrario, la supervisión prudencial y la de conductas pueden, en ocasiones, generar conflictos de interés, lo que proporciona argumentos para asignar estas tareas a dos instituciones distintas, de acuerdo con el modelo *twin peaks* (Gil y Segura, 2007). La asignación a un banco central de responsabilidades supervisoras puede, en principio, presentar inconvenientes por el posible conflicto de intereses con la instrumentación de la política monetaria y los posibles riesgos de contagio de pérdidas reputacionales. No obstante, la experiencia reciente parece sugerir que estos conflictos son de menor relevancia que las sinergias que puede generar la asignación a una sola institución, el banco central, de las labores de gestión de la liquidez y de la supervisión macro y micro-prudencial.

Estas consideraciones explican los planes recientemente anunciados, aunque con un grado de detalle diverso, por las autoridades de diversos países europeos —entre los que se encuentran Alemania, Francia y Bélgica— para adoptar un esquema de organización de la supervisión cercano al modelo *twin peaks*.

El acuerdo alcanzado en la Comisión Europea para la reforma de la supervisión financiera es un hito importante en el proceso de integración. Dicha reforma ha sido diseñada sobre la base de las recomendaciones del informe De Larosière (2009), encargado por la Comisión Europea en noviembre de 2008 con el objetivo de fortalecer el sistema establecido.

Tras constatar las carencias y fallos del sistema, el informe De

Larosière propone afianzar la coordinación de las normas y prácticas supervisoras, a través de la creación de autoridades supervisoras europeas (ESA), y defiende la creación de un órgano a escala europea para la supervisión del riesgo del sistema en su conjunto. La Comisión Europea (CE), que adoptó la mayor parte de las propuestas del informe, propuso un calendario acelerado para la reforma de la supervisión, con el objetivo de que el nuevo marco supervisor pudiera estar operativo durante el transcurso de 2010. En particular, la creación de las nuevas autoridades europeas a partir de los actuales comités de nivel 3, que el informe situaba en una segunda fase, se abordará desde el principio, integrándola con el resto de modificaciones previstas.

Simplificando, la reforma supervisoras establece dos grandes pilares para la supervisión en Europa. Por una parte, se propone la creación de un European Systemic Risk Council (ESRC), que vigilará y evaluará los riesgos para la estabilidad del sistema que se puedan derivar de la política macroeconómica y de la evolución financiera en su conjunto, evitando la fragmentación actual de la supervisión macro-prudencial. A su vez, contará con un sistema de alerta temprana y la posibilidad de emitir recomendaciones de actuación. El ESRC, que funcionará con la participación directa del BCE, otorga a los bancos centrales un papel protagonista en la institución, al contar con la presencia de los gobernadores de los 27 estados miembros de la UE y del Presidente del BCE. Por otra parte, con el objetivo de disponer de la información microeconómica necesaria para el seguimiento de los riesgos, los presidentes de las nuevas autoridades europeas de supervisión (ESA), además de la propia CE, se integrarán también en el ESRC.

Finalmente, participarán también como observadores en las sesiones del ESRC un alto representante de los supervisores nacionales que acompañará a los gobernadores de los bancos centrales, pudiendo éste rotar en función de los asuntos a tratar en el orden del día, así como el Presidente del Comité Económico y Financiero.

Al mismo tiempo, se prevé la formación del European System of Financial Supervisors (ESFS), como red que integrará a las tres nuevas autoridades de supervisión sectoriales europeas creadas a partir de los actuales comités de nivel 3 de Lamfalussy (CEBS, CESR y CEIOPS) para los ámbitos de banca, valores y seguros europeos. La supervisión de las entidades individuales, con la probable excepción de las agencias de *rating*, se mantiene en las autoridades nacionales. Sin embargo, las nuevas autoridades emitirán normas técnicas vinculantes, tendrán poderes de mediación y coordinarán la actuación de los colegios de supervisores.

El proyecto de la CE no está exento de algunas limitaciones que deben ser corregidas en el proceso de discusión ya iniciado en el ámbito del Consejo de la UE, y que próximamente tendrá lugar en el Parlamento Europeo. En primer lugar, será conveniente asegurar la independencia de las nuevas autoridades de los poderes políticos, estableciendo mecanismos de autonomía funcional y económica similares a aquellos de los que disfrutaban la mayor parte de las autoridades supervisoras nacionales.

En segundo lugar, la reforma requiere un complejo equilibrio entre las competencias nacionales y las europeas en el ámbito supervisor y en de la gestión de crisis. Así, las implicaciones que en

ocasiones tiene la actuación de los supervisores sobre la política fiscal de cada jurisdicción puede dificultar el desarrollo de los mecanismos previstos de coordinación. En todo caso, el funcionamiento de las nuevas autoridades en los primeros años será clave para delimitar las fronteras de poderes.

En tercer lugar, la reforma mantiene el tradicional enfoque sectorial de supervisión en Europa, herencia de los antiguos comités de Lamfalussy de nivel 3. La CE elude así posicionarse sobre el mejor modelo de supervisión financiera, y prefiere mantener las estructuras existentes. En este aspecto, la CE no incorpora las sugerencias del informe De Larosière, en la cual se señalaba que, antes de que transcurran tres años desde el inicio del funcionamiento del nuevo sistema, debería considerarse su evolución hacia un modelo de supervisión de dos autoridades, del tipo *twin peaks* (15).

VI. CONSIDERACIONES FINALES

En este artículo, se ha puesto de manifiesto que la crisis financiera iniciada en el verano de 2007 es, sobre todo, el resultado de deficiencias regulatorias que afectan tanto al ámbito prudencial como a las normas que rigen el funcionamiento de los mercados.

Las imperfecciones de la regulación financiera responden a diversos tipos de factores. Entre ellos se encuentran la infravaloración en las normas prudenciales de riesgos relevantes —como son los riesgos de mercado, contrapartida o liquidez— y de la importancia sistémica de entidades no bancarias. Sin embargo, una buena parte de los errores procede de una confianza excesiva en el po-

der disciplinador de los mercados y de los mecanismos reputacionales, lo que justificaba el escaso control de los procesos de innovación financiera y la promoción de la autorregulación.

De este modo, las reformas precisas no sólo atañen al control del riesgo, sino a la restauración de un sistema de incentivos que favorezca que el comportamiento individual de los agentes no genere dificultades para el mantenimiento de la estabilidad financiera. No sólo se requiere reforzar los mecanismos existentes en el sistema financiero para impedir la quiebra de entidades sistémicas, sino también controlar las innovaciones espurias, tan sólo impulsadas por el arbitraje regulatorio, y sobre todo lograr que en los mercados se eliminen asimetrías informativas que perturben la adecuada toma de decisiones por parte de los agentes. Por ello, muchas de las actuaciones públicas que resultan necesarias no tienen como objetivo restringir la operativa de los mercados, sino más bien establecer las condiciones para que el libre funcionamiento de éstos no perturbe su estabilidad.

Con todo, el principal reto que tienen las autoridades financieras es lograr que la nueva regulación no agudice los problemas de riesgo moral que sus intervenciones han generado de modo inevitable. Ello implica buscar fórmulas para limitar las repercusiones sociales de las crisis de entidades concretas y, como mínimo, impedir que las garantías implícitas de apoyo público generen incentivos perversos en la gestión de las entidades financieras.

NOTAS

(1) Paul Krugman ha definido los modelos macroeconómicos de los últimos años como «spectacularly useless at best and positively harmful at worst». Charles Goodhart, por

su parte, se ha referido a los modelos estocásticos de equilibrio general (DSGE) como aquellos que «*it excludes everything I am interested in*».

(2) Entre ellos, cabe citar la reforma financiera del Tesoro estadounidense, diversas comunicaciones del Consejo de la UE o los informes del Foro (ahora Consejo) de Estabilidad Financiera (FSB), empezando por el *Enhancing Market and Institutional Resilience* y del propio Fondo Monetario Internacional (FMI). Por otra parte, en las cumbres de países del G-20 en Washington y, después, en Londres se definieron medidas destinadas a incrementar la transparencia, mejorar la integridad de los mercados financieros y reforzar los mecanismos de cooperación internacional.

(3) Ver SEC (2008) para más detalles sobre el contexto histórico de aplicación del concepto de valor razonable.

(4) Ver RESTOY (2008) para una descripción más pormenorizada del debate sobre el valor razonable.

(5) Para más detalles, ver el recuadro «Pérdidas de las entidades financieras como consecuencia de la crisis y efecto del concepto contable de valor razonable», en CNMV (2009).

(6) Curiosamente, el modelo de pérdida esperada implica un tratamiento para los instrumentos que actualmente están medidos a coste más próximo al concepto de valor razonable.

(7) La aplicación de los estándares revisados será obligatoria a partir de 2012.

(8) Véanse, por ejemplo, DUNNE *et al.* (2006) o EDWARDS *et al.* (2007)

(9) Históricamente, los ingresos de las agencias provenían de los inversores o usuarios de los *ratings*, pero los elevados costes de aplicación y las dificultades para evitar los problemas de *free rider* motivaron el cambio. Actualmente, el carácter público de los *ratings* hace inviable recuperar el sistema.

(10) International Organization of Securities Commission (IOSCO).

(11) Ver, para más detalles, GARCÍA y RUIZ (2009).

(12) Cabe señalar en este sentido la reforma presentada en Estados Unidos o los avances realizados en países como Francia.

(13) Modelo introducido por M. Taylor en 1995, en el cual la prestación de servicios financieros y actividades desarrolladas en los mercados de valores se engloban bajo el supervisor de conductas, mientras el supervisor prudencial controla la actividad interna de las entidades y su solvencia.

(14) Ver, por ejemplo, el informe del Tesoro estadounidense (US Treasury Department, 2009).

(15) Recomendación nº 24 del informe DE LAROSIÈRE.

BIBLIOGRAFÍA

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES —CNMV— (2009), «Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas», *Boletín de la CNMV*, trimestre III

DE LAROSIÈRE (2009), *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU report*, elabo-

rado por el Grupo presidido por Jaques de Larosière por encargo de la Comisión Europea, y presentado el 25 de febrero de 2009.

DUNNE, P.; MOORE, M., y PORTES, R. (2006), *European Government Bond Markets: Transparency, Liquidity, Efficiency*, Centre for Economic Policy Research (CEPR), mayo.

EDWARDS, A.; HARRIS, L., y PIWOWAR, M. (2007), «Corporate bond market transaction costs and transparency», *The Journal of Finance*, vol. 62, n.º 3, junio.

GARCÍA, R.; RUIZ DEL POZO, J. (2009), «Agencias de *rating*: análisis de la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo», *Boletín de la CNMV*, trimestre I, Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

GIL, G., y SEGURA J. (2007), «La supervisión financiera: situación actual y temas para debate», *Estabilidad Financiera*, n.º 12, Banco de España.

RESTOY, F. (2008), «The sub-prime crisis: some lessons for financial supervisors», *Monografía n.º 31*, Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

SEC (2008), «SEC's congressionally mandated study on mark-to-market accounting», *Special Studies*, Securities Exchange Commission (SEC).

US TREASURY DEPARTMENT (2009), *Financial Regulatory Reform. A new Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*, The Department of the Treasury of the United States, junio.