

# **MECANISMOS DE PREVENCIÓN Y GESTIÓN DE FUTURAS CRISIS BANCARIAS**



ISBN: 978-84-615-5104-0  
Depósito Legal: M-46299-2011  
Edita: Fundación de Estudios Financieros  
Imprime: Global F. Marketing C.S.L.



**ÍNDICE\***

<b>EQUIPO DE TRABAJO</b> _____	7
<b>PRESENTACIÓN</b> _____	9
<b>INTRODUCCIÓN.</b> Raimundo Ortega, Coordinador _____	11

**PARTE I****I. LA RESPUESTA DEL MARCO REGULATORIO ESPAÑOL ANTE LA CRISIS**

Raimundo Poveda Anadón _____	19
Resumen _____	19
I.1. La regulación bancaria española antes de la crisis _____	19
I.2. Dos años de inacción _____	23
I.3. El cambio de signo de la política prudencial _____	24
I.4. Revisión de la política de provisiones _____	26
I.5. Política de transparencia _____	27
I.6. Aspectos prudenciales de la reforma de las cajas de ahorros _____	29
I.7. El nuevo coeficiente de capital principal _____	30
I.8. Adaptaciones a la normativa europea _____	32
I.9. Una restricción a la competencia _____	33
I.10. Reflexiones finales _____	34

**II. LECCIONES DEL PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN BANCARIA EN ESPAÑA**

Santiago Carbó Valverde _____	35
Resumen _____	35
II.1. Introducción _____	36
II.2. Las reformas en revisión: secuencia temporal _____	36
II.3. La reestructuración en perspectiva y los retos pendientes _____	44

**III. EL PAPEL DE LOS BANCOS CENTRALES DURANTE LA CRISIS FINANCIERA:  
LECCIONES PARA EL FUTURO**

Juan Ayuso, José Luis Malo de Molina _____	49
--	----

\* La Introducción y los Capítulos de este Estudio se redactaron antes del 20 de septiembre de 2011 y las Conclusiones antes del 19 de octubre de ese mismo año.



Resumen	49
III.1. Introducción	49
III.2. La reacción de los bancos centrales ante la crisis	50
III.3. Lecciones de la crisis y retos para el futuro	56
III.4. Conclusiones	59
Bibliografía	61

## PARTE II

### I. ¿UNA NUEVA ESTRUCTURA INSTITUCIONAL PARA LA SUPERVISIÓN Y ESTABILIDAD FINANCIERA?

José Pérez	65
Resumen	65
I.1. Introducción	65
I.2. La quiebra de un paradigma	65
I.3. Algunas enseñanzas de la crisis reciente	69
I.4. Reformas recientes en el diseño institucional de la supervisión financiera	72
I.5. Balance interino de situación	78
I.6. Conclusiones	82

### II. LA ESTRUCTURA DEL NUEVO MARCO PRUDENCIAL Y SUPERVISOR: HACIA BASELEA III

Fernando Mínguez Hernández	83
Resumen	83
II.1. Introducción	84
II.2. Las deficiencias apreciadas en marco regulatorio	85
II.3. Líneas básicas de Basilea III	86
II.4. Calendario	94
II.5. Reglas especiales para los bancos sistémicamente importantes	94
II.6. Desarrollos normativos	95
Bibliografía	97

### III LECCIONES EN MATERIA DE REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DERIVADAS DE LA CRISIS FINANCIERA: LA SUPERVISIÓN MACROPRUDENCIAL

José María Roldán	99
Resumen	99
Introducción	100



III.1. La regulación y supervisión macroprudencial	100
III.2. Efectos prácticos del nuevo enfoque macroprudencial	101
III.3. Los cambios sobre el modelo actual de supervisión	103
III.4. Los riesgos asociados a la supervisión macroprudencial	104
III.5. Conclusión	105
<b>IV ANTE LOS BANCOS EN CRISIS: ¿CONTINUIDAD O LIQUIDACIÓN? O ¿CÓMO ASEGURAR LOS INTERESES PÚBLICOS?</b>	
José Manuel Gómez de Miguel	107
Resumen	107
IV.1. Introducción	107
IV.2. El interés público ante una crisis bancaria	108
IV.3. La liquidación de un banco comercial	110
IV.4. Atributos esenciales de un nuevo marco de <i>resolución</i> bancario	113
IV.5. Las implicaciones del nuevo marco de <i>resolución</i> sobre la financiación de las crisis	117
IV.6. Las implicaciones del nuevo marco de resolución sobre la seguridad del tráfico y las potestades públicas	120
IV.7. Conclusiones	122
<b>PARTE III</b>	
<b>I. CRISIS FINANCIERA, BANCA Y CONVERGENCIA CONTABLE</b>	
Jorge Pérez Ramírez	125
Resumen	125
I.1. Instrumentos financieros	130
I.2. Valor razonable	132
I.3. Consolidación y titulizaciones	134
I.4. ¿Qué hacer en el futuro desde la contabilidad?	135
<b>II. LA DEFENSA DEL CONSUMIDOR DE PRODUCTOS FINANCIEROS</b>	
Nieves García Santos.	137
Resumen	137
II.1. Introducción	137
II.2. Mecanismos para la defensa del consumidor financiero	138
II.3. Protección del consumidor en la regulación y supervisión financiera	143
II.4. Iniciativas recientes para la protección del consumidor financiero	145
II.5. Conclusiones	148



Bibliografía	149
<b>III. ¿QUÉ HACER CON LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN?</b>	
Miguel Córdoba Bueno	151
Resumen	151
III.1. Introducción	151
III.2. Aspectos básicos de la calificación de activos	152
III.3. Las agencias de calificación y el «rating» de empresas	154
III.4. Las agencias de calificación y la crisis	158
III.5. Las agencias de calificación y el riesgo soberano	160
III.6. ¿Qué soluciones se pueden aportar de cara al futuro?	161
III.7. Conclusiones	164
Anexo	167
<b>IV. TITULIZACIÓN DE ACTIVOS, CRISIS Y RIESGO SISTÉMICO</b>	
José Antonio Trujillo del Valle	169
Resumen	169
IV.1. Introducción	169
IV.2. Financiación con respaldo de activos	170
IV.3. Titulización y crecimiento del crédito	175
IV.4. Deterioro de los estándares de concesión	176
IV.5. El colapso de los mercados	179
IV.6. Qué hacer	181
Bibliografía	182
<b>V. LAS AUDITORÍAS: ¿CUÁL DEBERÍA SER SU PAPEL EN LA PREVENCIÓN DE FUTURAS CRISIS?</b>	
Chiqui Cabezudo Ramírez	185
Resumen	185
V.1. Función de la auditoría externa	185
V.2. Cambios en la auditoría externa a lo largo del tiempo	186
V.3. Problemas que persisten en la actividad de auditoría	190
V.4. Conclusión	193
<b>A MODO DE CONCLUSIONES.</b> Raimundo Ortega	195
<b>PAPELES DE LA FUNDACIÓN</b>	209
<b>ENTIDADES PATRONO DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS</b>	211



**EQUIPO DE TRABAJO**

***DIRECTOR***

**Raimundo Ortega Fernández**

*Ex Director General del Tesoro y Política Financiera y del Banco de España  
Ex Presidente del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores*

***COLABORADORES***

**Juan Ayuso**

*Director del Departamento de Estudios Monetarios  
y Financieros, Servicio de Estudios. Banco de España*

**Chiqui Cabezudo Ramírez**

*Subdirectora de la CNMV*

**Santiago Carbó Valverde**

*Catedrático de Análisis Económico, Universidad de Granada*

**Miguel Córdoba Bueno**

*Profesor Agregado de Economía Financiera de la Universidad CEU-San Pablo*

**Nieves García Santos**

*Directora de Inversores de la CNMV*

**José Manuel Gómez de Miguel**

*Jefe de División de Regulación, Banco de España*

**José Luis Malo de Molina**

*Director General del Servicio de Estudios  
Banco de España*

**Fernando Mínguez Hernández**

*Abogado, Economista e Inspector de Entidades de Crédito  
del Banco de España (excedente)*

**José Pérez Fernández**

**Jorge Pérez Ramírez**

*Jefe de la División de Normativa Contable del Banco de España  
Profesor Asociado de Economía de la Empresa y Contabilidad  
de la UNED*

**Raimundo Poveda Anadón**

*Ex Director General de Regulación del Banco de España*

**José María Roldán Alegre**

*Director General de Regulación del Banco de España*

**José Antonio Trujillo**

*Presidente de IM Titulización*



**GRUPO DE CONSULTA**

**Francisco Celma**  
*Socio de Deloitte*

**Alfredo Jiménez Fernández**  
*Director de Análisis y Estudios de la FEF*

**Javier Méndez-Llera**  
*Director General Adjunto de la FEF*

**Rafael Sarandeses Astray-Caneda**  
*Director General de la FEF*

**Juan Carlos Ureta Domingo**  
*Presidente de FEF-IEAF*





## PRESENTACIÓN

Las causas que motivaron la actual crisis financiera ya han sido convenientemente analizadas por numerosos organismos internacionales y por entidades privadas de todo tipo, que han puesto de relieve la magnitud y profundidad de la misma y los errores y excesos que se cometieron por parte de numerosos agentes implicados. En la Fundación de Estudios Financieros (FEF) creemos que ya ha llegado el momento de analizar si disponemos de los necesarios sistemas y mecanismos para evitar que situaciones como las que hemos vivido se vuelvan a repetir.

Por ello, la FEF se propuso realizar un estudio para extraer las enseñanzas que deben deducirse de la reciente crisis y revisar los mecanismos actuales u otros que fueran necesarios implantar para prevenir episodios semejantes en el futuro. En concreto, una de las cuestiones más relevantes que la crisis ha evidenciado es la necesidad de prevenir las crisis bancarias, por la importancia que tienen dentro del sistema económico de una nación. Fruto de esta reflexión, el Patronato de la FEF acordó en diciembre del pasado año incorporar al Plan de Actividades Fundacionales 2011 el informe que ahora presentamos.

El objetivo inicial que nos planteamos era extraer las enseñanzas de la crisis y revisar si se dispone en nuestro país de suficientes herramientas e instrumentos para evitar la repetición de crisis bancarias en el futuro. Se trata, en definitiva, de plantear las reformas básicas que son necesarias para conseguir un sistema bancario más estable y resistente, dotado de la suficiente flexibilidad e innovación y puesto al servicio de la economía real.

El estudio se estructura en tres partes, la primera de ellas analiza el marco regulatorio español vigente durante la crisis, examinando su eficacia. En esta parte se describe el proceso de reestructu-

ración de entidades bancarias que se ha llevado a cabo en nuestro país y, también, se analiza el papel realizado por los bancos centrales en la ejecución de la política monetaria y en qué medida su actuación ha podido contribuir al desarrollo de la crisis.

La segunda parte analiza cuál sería el marco más eficaz para llevar a cabo una regulación macroprudencial que evite la aparición y la difusión de riesgos sistémicos. También se aborda los nuevos retos de solvencia y liquidez de la banca y se indaga en las formas en las que se podría liquidar, en la práctica, una entidad de gran importancia para el sistema en su conjunto.

La última parte comprende cuestiones diversas que se ha demostrado que son mejorables por el papel que han jugado en la crisis financiera como son: la necesaria convergencia contable, la titulización de activos y sus riesgos, el cometido de las agencias de calificación, la tarea de los auditores y la defensa del consumidor de productos financieros.

El estudio contiene unas conclusiones que recogen las líneas principales de las distintas colaboraciones que conforman esta obra y un conjunto de recomendaciones sobre las cuales asentar una reforma orientada a asegurar, especialmente en España, un sistema financiero más eficaz y estable.

De las numerosas conclusiones y recomendaciones que se incluyen en este estudio, cuya lectura aconsejo firmemente, me gustaría destacar dos. La primera es el importante reto que supone para el sistema bancario implementar la supervisión macroprudencial encaminada a identificar y prevenir riesgos que tenga en consideración las complejas relaciones entre los mercados, las instituciones financieras y la economía real. La segunda es que resulta imprescindible concluir rápidamente el proceso de reestructuración bancaria ya inicia-



do, para favorecer la recuperación de nuestra economía sin más tardanza. La demora en su resolución puede provocar que este proceso debilite al sector bancario en su conjunto al no diferenciar la solvencia de la mayoría de las entidades de los problemas puntuales de un reducido grupo necesitado de recapitalización urgente.

El estudio se titula “Mecanismos de prevención y gestión de futuras crisis bancarias” y ha sido dirigido por D. Raimundo Ortega Fernández, profesional de prestigio que cuenta con una gran experiencia en el ámbito financiero y bancario y que ha desempeñado numerosos cargos de máxima responsabilidad en la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y en el Banco de España. A

su vez ha contado con un equipo de competentes colaboradores muy vinculados al sector financiero y a la supervisión bancaria y del mercado de valores. A todos ellos quiero transmitirles mi agradecimiento y felicitación por el excelente trabajo realizado.

La Fundación de Estudios Financieros espera que esta iniciativa contribuya a enriquecer el debate sobre las tareas que debemos realizar para evitar la repetición en el futuro de crisis financieras como la que estamos viviendo.

**Juan Carlos Ureta Domingo**  
**Presidente de la Fundación de Estudios Financieros**



## INTRODUCCIÓN

Raimundo Ortega

El trabajo que la Fundación de Estudios Financieros dedica al análisis de los mecanismos de prevención y gestión de futuras crisis bancarias no precisa detenerse en el examen minucioso de las causas que a partir de 2007 provocaron la catástrofe financiera y económica sufrida por la mayoría de los países industrializados. Esa tarea ha sido acometida con mayor o menor éxito, de tal forma que hoy en día se conoce con suficiente exactitud los mecanismos que provocaron unas turbulencias que ni los gobiernos ni los organismos públicos encargados de la regulación y supervisión de las instituciones y los mercados financieros supieron prever o carecieron de la decisión necesaria para impedir y contener una vez puestos en marcha. Innovación financiera excesiva y sin control combinada con tipos de interés bajos y volatilidad reducida se combinaron para fomentar un endeudamiento elevadísimo que favoreció la valoración excesiva de muchos activos y atrofió la correcta apreciación del riesgo.

No puede sorprender que transcurridos cuatro años desde el inicio de la crisis persistan, con más fuerza si cabe, las voces de quienes se preguntan cómo es posible defender un sistema financiero cuyos mecanismos básicos e instituciones esenciales fracasaron escandalosamente y facilitaron unas concentraciones de riesgos cuyo alcance parecía desconocerse a lo cual se unió una respuesta vacilante de gobiernos, bancos centrales y otros organismos supervisores. Y todo ello tanto más si recordamos que el resultado ha sido una pérdida de riqueza que se estima en billones de euros.

Quien esto escribe ha examinado en alguna ocasión como la actitud de los principales bancos centrales y los organismos financieros internacionales fue evolucionando desde un optimismo generalizado en los años que mediaron entre 2004 y finales de 2006 hacia unas

reservas crecientes a partir de este año. Ahora bien, si somos más precisos resulta evidente que la Reserva Federal de los EE.UU. ejemplarizó la postura de optimismo a ultranza no solo bajo la presidencia de Greenspan sino también con su sucesor, Bernanke, al timón al menos durante los dieciocho meses iniciales de su primer mandato. Por el contrario, el Banco de España, el de Inglaterra y el Fondo Monetario, por citar tres ejemplos claros, comenzaron ya en 2005 a señalar su preocupación por la concentración de riesgos en determinados sectores, los peligros inherentes a ciertos productos financieros complejos, la vulnerabilidad de los mercados y su repercusión sobre unas economías muy interrelacionadas cuyo ciclo, favorable y dilatado, se acercaba a su final.

Este Estudio, ya se ha dicho, toma como punto de partida las implicaciones que la crisis ha tenido sobre las distintas piezas de los mercados financieros y analiza cuáles deberían ser las reformas básicas que subsanen en el futuro sus puntos débiles para así construir un sistema resistente y eficaz que, sin obstaculizar la innovación y la flexibilidad, aseguren un funcionamiento en todo momento adecuado del sector financiero al servicio de una economía real más estable.

Apoyada en ese enfoque la Introducción resume los fallos observados a lo largo de los años críticos que perfilan el rápido y profundo deterioro experimentado por los sistemas financieros entre 2007 y 2010. Ese somero examen traza las líneas que enmarcan los capítulos concebidos como aportaciones especializadas para tejer un entramado que prevenga futuras crisis sistémicas gracias a una regulación macroprudencial sólida y una supervisión constante al tiempo que subraya la estabilidad financiera como una finalidad esencial de los bancos centrales en su misión a despejar amenazas sobre la evolución de la economía.



Desde el 5 de marzo de 2007, fecha en la cual el banco HSBC anunció que una de sus carteras de hipotecas de alto riesgo (“ sub-prime”) registraba una frecuencia de impagos inesperada, hasta el 13 de julio del año siguiente cuando el Tesoro americano puso en marcha un plan para rescatar las dos grandes agencias hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac, había comenzado a derrumbarse con estrépito el castillo de naipes de “vivienda al alcance de todos” fomentado por el Gobierno de EE.UU. y construido en buena parte mediante prácticas fraudulentas que ni los Estados ni la Reserva Federal habían considerado merecedoras de su atención. En efecto, la concesión de préstamos hipotecarios y la emisión de activos respaldados por ellos, que se habían caracterizado hasta entonces por el cumplimiento de estrictos criterios fijados por las Agencias patrocinadas por el Gobierno, dio paso a un proceso poco regulado y en muchas ocasiones despiadado de colocación de créditos hipotecarios entre prestamistas con recursos insuficientes para cumplir sus obligaciones contractuales y sin los mínimos conocimientos para comprenderlas. Unas escuetas cifras permiten entender la importancia del proceso: las Agencias estatales habían concedido a finales de 2006 algo más de 1.000 millardos de dólares en préstamos hipotecarios pero los otorgados durante un período más corto bajo la modalidad de alto riesgo, un procedimiento escasamente regulado, suponían a esa misma fecha 1.480 millardos y de ellos 1.033 se habían titularizado. Por cierto, el mercado español de titulizaciones registró también un rápido crecimiento a partir de comienzos de la presente centuria, con los consiguientes problemas para las entidades prestamistas a raíz de la crisis de las hipotecas “ sub-prime” en EE.UU. a pesar de las claras diferencias entre ambos modelos.

Se añadió a ello que el proceso de titulización fue adoptando una complicación cada vez mayor pues los activos originales garantizados ( los ABS) incluían otros productos estructurados ( CDO) y, finalmente, las permutas garantizadas de cobertura por impago (ABCDS). Paradójicamente, el desarrollo de los mercados de derivados financieros no sirvió para cubrir riesgos sino para asumir otros nuevos y para propagar

los efectos letales del derrumbe inmobiliario americano hacia otros sistemas financieros cuyas entidades habían acogido en sus balances aquellos productos derivados, a todo lo cual contribuyeron en buena medida la ausencia de un mercado regulado de contratación y de una cámara central de contrapartida . Un año después- mediados de 2008- las pérdidas registradas en el mercado “sub-prime” y en el denominado Alt-A ascendían a 525 millardos de dólares, concentradas esencialmente en la gran y mediana banca americana y en la europea. Lo que esas cifras ponían de relieve era el fracaso clamoroso de una estrategia financiera diseñada por los bancos americanos- fundamentalmente los de inversión- y facilitada por las Agencias de Calificación y que gracias a procedimientos dignos de los antiguos alquimistas intentaban transformar hipotecas más que dudosas y otros activos de elevado riesgo en productos financieros de la máxima solvencia sin molestarse en explicar los peligros que las titulizaciones encerraban: a saber, que cuando los mercados de la vivienda comenzasen a perder fuerza y los tipos de interés subiesen las probabilidades de fallidos en los citados préstamos individuales y los restantes títulos integrados en los nuevos activos dejarían de ser independientes entre si y las posibilidades de pérdida de crédito en los diversos tramos en que aquellos se estructuraban, que en circunstancias normales sería casi nulas, comenzarían a crecer, a veces de forma exponencial. A ello se unió un doble factor agravante, esta vez en el seno de los bancos: las deficiencias en los métodos de análisis interno empleados para adoptar decisiones y los fallos tanto en los mecanismos de control de riesgos como en la toma de decisiones de los más altos niveles ejecutivos, frecuentemente más interesados en generar beneficios a corto plazo que en valorar debidamente los riesgos incurridos.

Como era inevitable el cambio de coyuntura económica en EE.UU. y en Europa- después se hará referencia a España- puso de relieve los riesgos adoptados por los inversores, fuese estos individuales o entidades, que súbitamente se apercebieron de la pérdida de valor de sus garantías y la necesidad de reducir el apalancamiento con la incertidumbre dominando los mercados y la consiguiente crisis de liquidez solo parcialmente



compensada por las decisiones de los bancos centrales. A pesar de esas intervenciones la insuficiencia de liquidez comenzó a convertirse en una crisis de solvencia acentuada porque atrapados en un desequilibrio de plazos entre sus inversiones y sus fuentes de financiación los bancos pusieron en práctica una estrategia preventiva consistente en restricciones de crédito que subrayaban la tendencia contractiva en la cual habían entrado ya las grandes economías industrializadas.

Con este sombrío panorama como telón de fondo los bancos centrales se enfrentaban a un abanico de decisiones incómodas. Debían ante todo reconocer el error cometido al ignorar que su mandato no se limitaba a mantener la estabilidad de los precios mediante el manejo de la política monetaria sino que incluía también preservar la fortaleza del sistema financiero a través de una intervención macroprudencial activa. Y en este campo tenían mucho que reprocharse aun cuando no solo ellos- pues, para comenzar, la crisis puso de relieve que las entidades bancarias bajo su supervisión habían incurrido en una concentración de riesgos en sectores e instrumentos insuficientemente respaldada por unos niveles y una calidad de capital adecuados. Y no acababan aquí las preocupaciones pues a medida que la crisis se acentuaba y adquiría carácter sistémico los mercados se apercebían que el capital preciso para absorber las pérdidas era inferior al esperado y, simultáneamente, las entidades que desempeñaban una función capital en los procesos de intermediación y funcionamiento de los mercados - y por consiguiente en la financiación de la economía- mostraban unos recursos básicos menguados al tiempo que nadie había previsto cómo, llegado el caso, podrían intervenir de forma rápida y ordenada. Por añadidura, las reglas tan laboriosamente codificadas en el acuerdo conocido como Basilea II agravaban con su aplicación el sesgo crecientemente restrictivo del ciclo que comenzaba a vivirse.

En ese marco de crisis financiera y real de la economía mundial, que condicionaba la evolución de nuestro país y su ajuste al nuevo escenario, resulta imprescindible destacar ciertos rasgos

propios. En 2004 y 2005 los *Informes de Estabilidad Financiera* del Banco de España ( en adelante IEF-BdE) habían comenzado a destacar el elevado ritmo del crédito concedido a las empresas de construcción y promoción inmobiliaria en un entorno de fuerte crecimiento económico, tipos de interés bajos y recuperación bursátil, sin olvidar el aumento del endeudamiento de las familias en relación con su renta disponible y el peso de una carga financiera que podría acabar mermando su equilibrio patrimonial. Esas advertencias no impedirían a nuestro banco central transmitir una visión optimista - por ejemplo en su IEF-BdE de noviembre de 2006-basada en la elevada rentabilidad de las entidades bancarias españolas, su solvencia y la reducida tasa de morosidad. En el *Informe Anual* de 2008 y refiriéndose al ejercicio anterior se subrayaba el “ ajuste suave y moderado” de la inversión residencial (p.29) y se aseguraba que ni el repunte de la ratio de morosidad ni, sobre todo, las turbulencias tuvieron efectos significativos sobre los resultados de las entidades españolas” (p. 166), si bien se advertía que en general “ los mercados financieros internacionales han llegado a una situación de práctica paralización...”, añadiendo que “ en estas condiciones, el grado de solidez patrimonial de los prestatarios pasa a un segundo plano y la solvencia no es suficiente para asegurar la obtención de nuevos recursos” (p.35), concluyendo (p.37) que “los sucesos vividos desde el pasado verano han puesto claramente de manifiesto la necesidad de revisar algunos aspectos del marco regulatorio en el que transcurre la creciente innovación e integración”.

Dichas advertencias comenzaron a teñirse de pesimismo en el *Informe* de los años siguientes al exponer los efectos del bloqueo de los mercados de financiación mayorista sobre los intermediarios españoles con el consiguiente endurecimiento de las condiciones de financiación a empresas y particulares así como el rápido crecimiento de las ratios de morosidad que estrechaban los márgenes disponibles para absorber deterioros adicionales de los activos (p.185). Todo ello ocurría cuando la doctrina oficial del Gobierno estaba dejando atrás la etapa de negar, primero, la crisis, asegurar después que no nos afectaría para comenzar



tímidamente a reconocer una cierta preocupación e improvisar medidas para contenerla o paliarla. Pero como indica el *Informe* de 2010 la crisis de la deuda soberana iniciada en Grecia en mayo de ese año afectó de plano a la economía española debido a la existencia de factores de fondo que la situaban en “una posición de vulnerabilidad” (p.23) mientras que las entidades financieras ponían en marcha un proceso de saneamiento, reestructuración y capitalización (p. 35) cuya traducción fue el reconocimiento de pérdidas en el valor de sus activos desde enero de 2008 por un importe aproximado del 5% del crédito al sector privado existente en diciembre de 2007 y un 9% del PIB ( p.175).

Ese inquietante proceso transcurría además sobre un trasfondo caracterizado, de un lado, por la necesidad de impulsar un cambio radical en el sector de cajas de ahorros, propiciando un proceso de concentración entre ellas apoyado con ayudas públicas en los casos necesitados de recapitalización y, de otro, por la preocupación del Banco de España para paliar los efectos de las crisis real y financiera sobre los requerimientos de capital de las entidades crediticias españolas. Esa inquietud, comprensible en cualquier circunstancia, cobraba especial relieve después de la entrada en vigor de la Circular 3/2008, que adaptaba nuestra normativa a los criterios de Basilea II e implicaba un notable cambio en el tratamiento del riesgo- de crédito, de liquidación, de precio y tipo de cambio y operacional- por parte de las entidades financieras y, por ende, en los niveles de capital necesarios en función de su actividad.

Había, eso si, un problema originado acaso porque Basilea II no había entrado en vigor en ningún país al iniciarse la crisis financiera y aun cuando su finalidad era medir y gestionar mejor los riesgos parece que no se tuvo en cuenta suficientemente la evolución del ciclo económico y la reacción de las entidades en los momentos en los cuales comienzan a incrementarse las probabilidades de incumplimientos, reacción que suele materializarse en una recomposición de sus carteras crediticias que acentúa la recesión y provoca nuevos incumplimientos. Dicho de forma más escueta: así quedó de manifiesto el carácter

procíclico de la regulación acordada en Basilea II y la contabilización de ciertos activos y pasivos financieros según su valor razonable. Lo curioso es que el Banco de España había introducido ya en el año 2000 un sistema de provisiones dinámicas de corte contracíclico que atrajeron la atención de otros bancos centrales pero también las suspicacias de los organismos contables internacionales. Es decir, la aplicación de los principios recogidos en Basilea II acentuaron en el peor momento los perfiles procíclicos de la actividad bancaria pero igualmente abrieron la puerta a estudios destinados a analizar distintos retoques paliativos de ese rasgo de la nueva normativa relativa a tan delicada parcela del negocio bancario y sacar las oportunas lecciones para el futuro; lecciones que parecen servirán como falsilla sobre la cual establecer en el acuerdo ya conocido como Basilea III una provisión que se irá acumulando en los períodos en los cuales se incrementa el riesgo sistémico y se utilizará cuando esos riesgos comiencen a materializarse.

Esa característica de la actividad bancaria, propicia a subestimar y acentuar los riesgos inherentes a la evolución del ciclo económico, es una de las fuentes principales del riesgo sistémico, especialmente preocupante en el caso de las grandes entidades de crédito cuyo tamaño, complejidad de relaciones con otras empresas financieras así como por el abanico de servicios que facilitan les otorgan un papel especialmente relevante tanto en sus mercados domésticos como en los internacionales. A juzgar por la decisión de restaurar el funcionamiento de esos mercados y reducir las profundas perturbaciones originadas a partir de la quiebra del banco de inversión Lehman Brother en septiembre de 2008, los gobiernos de casi todos los países industrializados consideraron prioritario evitar el colapso del sistema financiero y para ello no dudaron en aplicar medidas extremas de rescate que sostuvieron a no menos de veinte grandes bancos en países tan diversos en sus enfoques como EE.UU. e Irlanda, pasando por Francia, Bélgica, Holanda, Reino Unido, y Alemania.

Cumplido ese objetivo a costa en muchos casos de granjearse una franca impopularidad se comprende el empeño oficial en establecer ahora reglas que amplíen la capacidad de estas



grandes instituciones bancarias para absorber pérdidas o, llegado el caso, ponga en manos de los reguladores procedimientos legales que faciliten su reestructuración rápida y ordenada, reduciendo así su impacto sobre el sistema financiero.

Decisiones tan trascendentales como esa indican la necesidad de ponderar con extremo cuidado la solución que se da a dos situaciones delicadas que se han presentado más de una vez durante la crisis financiera actual: a saber, cuál es la estructura más adecuada para llevar a cabo las tareas de regulación y supervisión bancaria y si debería existir un comité de crisis encargado de adoptar las decisiones pertinentes en los casos de extrema urgencia. Se trata al fin y al cabo de contar con instrumentos e instituciones capacitadas, primero, para evitar en la medida de lo posible la repetición de crisis financieras sea cual sea su extensión y, en segundo lugar, dotarlas de mecanismos precisos para aminorar los costes originados al sistema financiero y a la economía en general. En el caso de la Unión Europea contamos, por fortuna, con las orientaciones contenidas en el “Informe Larosière” de febrero de 2009, la Junta Europea de Riesgo Sistémico y el Mecanismo Europeo de Estabilidad, sin perjuicio de las iniciativas que resulten más convenientes en cada país dentro del marco general de gobernanza y cooperación europea.

El análisis de cuál debería ser la estructura más conveniente para asegurar una regulación y supervisión eficaces adquiere su máxima importancia cuando se trata del papel que en ella desempeñan los bancos centrales. Como antes se indicó casi todas esas instituciones encontraron dificultades en mantener el adecuado equilibrio entre dos cometidos esenciales: el primero, explícito, consistía en mantener la estabilidad de los precios, el segundo, más difuso, englobaba una serie de actuaciones encaminadas a preservar la estabilidad del sistema financiero. Y aun cuando pueda parecer paradójico en el origen de las recientes perturbaciones nos encontramos con que el éxito conseguido en la primera de aquellas tareas- contener la inflación- puso en peligro el mantenimiento de la segunda al relegar casi al olvido la existencia de primas de riesgo, minimizar los peligros inherentes a la volatilidad

en los precios de ciertos activos, fomentar el apalancamiento de la actividad bancaria y, en consecuencia, pasar por alto los efectos sistémicos ignorados en el confiado desempeño de sus competencias supervisoras. Reconocer esas deficiencias no debería inducir a negar que el papel de los bancos centrales en las tareas antes mencionadas es y será insustituible no solo porque al fin y al cabo son ellos quienes facilitan los apoyos financieros imprescindibles para contener las situaciones de pánico bancario sino, también, porque concentran unos conocimientos e información respecto a la situación de los mercados y la evolución de la economía de la que carecen otros organismos supervisores.

Hay otro aspecto en la actuación de los bancos centrales durante la crisis financiera de 2007-2009 que merece un último comentario: me refiero a la negligencia mostrada por no pocos de ellos al permitir la aparición y exagerado crecimiento en el precio de ciertos activos al tiempo que ponían en práctica una política monetaria laxa caracterizada por tipos de interés bajos. Los desequilibrios que tal actuación originó en los balances bancarios son de sobra conocidos y no requieren más comentario en el marco de unas páginas como estas. Lo que interesa ahora resaltar es que cuando la crisis financiera estalló y sus efectos comenzaron a trasladarse a unas economías que se encaminaban hacia la fase recesiva del ciclo los mismos bancos centrales, cuyas políticas monetarias habían contribuido a crear tan peligrosa situación, se vieron obligados a inundar de liquidez los mercados y aceptar pasivamente la transferencia de riesgos desde los balances bancarios a los suyos propios, que alcanzaron unas dimensiones jamás conocidas. Y aquí reside el difícil dilema al que hoy se enfrentan los bancos emisores: cómo ir reduciendo esos balances a proporciones más manejables sin lastrar una recuperación que no acaba de alcanzar el ritmo necesario para dar definitivamente por concluida una crisis de magnitudes históricas como la iniciada en 2007.

El anterior relato ha intentado recordar sin adornos cuáles fueron los mecanismos que explican cómo la previsible crisis de una parcela muy concreta del mercado inmobiliario americano resultó capaz de generar una crisis de



tales dimensiones que ha puesto a los principales países industrializados al borde de la mayor recesión económica desde 1929. Y aun cuando se desprende fácilmente de su lectura no es posible eludir la cuestión de la responsabilidad que gobiernos, bancos centrales, otras entidades reguladoras así como los rectores de los bancos de toda clase, compañías aseguradoras y otras entidades e intermediarios financieros comparten en cuanto artífices- por acción u omisión- de esas increíbles perturbaciones financieras y económicas. Inmersos en esa crisis global y aunque no hayamos sido mas que actores secundarios sabemos bastante en España de sus consecuencias porque en buena parte las incertidumbres en el diagnóstico y las dudas en la puesta en práctica de las medidas adecuadas explican la extensión, profundidad y persistencia de los problemas con los cuales hoy en día todavía seguimos luchando.

El Estudio se divide en tres partes estructuradas en capítulos escritos por especialistas en las diversas materias, autores que gozan no solo de los conocimientos teóricos para exponer clara y concisamente los temas sobre los cuales escriben sino que, además, ofrecen una ventaja impagable: todos y cada uno de ellos ha estado directamente relacionado con los problemas que aquí exponen. Dicho este se pasa a describir con brevedad el esquema del Estudio y de sus partes.

La primera de ellas combina una mirada a problemas y decisiones ya pasadas con reflexiones sobre procesos de reestructuración en curso o enfoques nuevos de instrumentos monetarios de sobra conocidos pero a los cuales ha afectado de lleno las crisis económica y financiera recientes. **Raimundo Poveda** examina en el primer artículo el marco regulatorio español vigente durante los acontecimientos acaecidos entre los años 2007 y 2010, analizando su eficacia y discutiendo en qué medida resultó suficiente para resguardar a nuestros bancos y cajas de ahorro de las consecuencias extremas sufridas por otros sistemas bancarios. Y aun cuando los efectos benéficos de dicho marco regulatorio y prudencial han sido innegables ello no ha impedido que algunas entre esas entidades hayan sufrido, incluso en grado extremo, las consecuencias de las perturbaciones financieras obligando a las autoridades españolas

a poner en pie un proceso de reestructuración cuyo ritmo ha suscitado dudas por su aparente lentitud y cuyo final se ha precipitado debido a los problemas de riesgo soberano; proceso cuyo planteamiento e implantación merecen un examen crítico como el realizado por **Santiago Carbó**. Por último, el tercer capítulo, a cargo de **Juan Ayuso** y **José Luis Malo de Molina**, se centra en el análisis de las respuestas que el BCE y la FED adoptaron para enfrentarse a la crisis y en qué medida, a juzgar por esas experiencias, resulta pertinente apoyar una ampliación de los actuales objetivos de la política monetaria o, por el contrario, la necesidad más imperiosa no es poner en pie un análisis y un marco macroprudencial, habida cuenta que la estabilidad financiera cobrará una importancia esencial en sus responsabilidades habituales.

La segunda parte comienza con la búsqueda de una respuesta a la pregunta de cuál será la estructura institucional más eficaz para llevar a cabo la regulación que evite la aparición de riesgos financieros, especialmente los de carácter sistémico. Y es que a lo largo de los últimos años se han puesto de manifiesto debilidades y lagunas cuyas consecuencias aún estamos soportando en términos de pérdida de riqueza e incertidumbres respecto a las posibilidades de recuperación económica sostenida en un futuro próximo. Todo ello resalta el carácter acuciante de la reconstrucción de un marco de regulación y supervisión financiera, especialmente en el caso de ambos lados del Atlántico Norte. **José Pérez** intenta responder a estos interrogantes en su contribución al Estudio. El segundo capítulo, del cual es autor **Fernando Mínguez**, relata cuáles han sido los hitos principales en el camino hacia Basilea III, exponiendo las deficiencias existentes en el todavía vigente marco regulatorio, las líneas maestras del nuevo enfoque, su calendario de implantación- que muchos analistas consideran demasiado dilatado- y los desarrollos normativos que provocarán, cambios que en caso de nuestro país y por las urgencias de reforzar nuestro sistema financiera han recorrido ya sus primeros pasos. A continuación **José María Roldán** defiende una nueva óptica, basada en una visión más amplia, de los objetivos que los supervisores deberán proponerse en el futuro, pasando de un enfoque





microprudencial-orientado a asegurar la solvencia de las entidades financieras examinadas una a una a una perspectiva macroprudencial centrada en el análisis de los lazos entre instituciones y mercados financieros entre si y con la economía real. Esta segunda parte concluye con las reflexiones de **José Gómez de Miguel** respecto a la difícil cuestión de cómo llevar a cabo la resolución<sup>1</sup> de una entidad financiera, especialmente si se trata de una de gran tamaño, de forma que se consiga simultanear una serie de objetivos todos ellos igualmente razonables tales como evitar pérdidas en los fondos públicos comprometidos en su ayuda, minimizar las distorsiones que la reestructuración pueda ocasionar en los mercados financieros en que operase, al igual que proteger los legítimos derechos de accionistas, acreedores y depositantes incluyendo, si fuera el caso, acuerdos con autoridades regulatorias de otros países en los cuales la entidad operase.

La tercera y última parte reúne cinco contribuciones relativas a cuestiones más concretas: en primer lugar **Jorge Pérez Ramírez** describe las complicaciones derivadas de las divergencias existentes cuando la crisis estalló entre las dos grandes autoridades contables, la IASB (siglas inglesas de *International Accounting Standards Board*) y la FASB (*Financial Accounting Standards Board*) para analizar a continuación los proyectos de información financiera – especialmente los relacionados con los instrumentos financieros, el valor razonable y la consolidación- y evitar futuras perturbaciones debidas, entre otras causas, por el retraso en el reconocimiento de pérdidas o la ocultación de endeudamiento, promoviendo de esta forma la indispensable mejora en el confianza depositada en los estados contables, cuya transparencia y rigor técnico son necesarios tanto para inversores como para reguladores. Al

inicio de estas líneas y refiriéndose al caso de las hipotecas de alto riesgo en EE.UU. se mencionó la indefensión de millones de ciudadanos a la hora de firma unos contratos cuyas cláusulas la mayoría no comprendía en toda su extensión. Ese fue un caso notable pero no ha sido el único ni en aquel país ni en el nuestro. Aquí reside por tanto la necesidad de aprobar las medidas necesarias para que el consumidor de ciertos productos financieros pueda defenderse debidamente frente a la asimetría de información y de posición de mercado que ante las entidades o los grandes partícipes le caracteriza; **Nieves García Santos** acomete esta tarea en su aportación al Estudio resumiendo igualmente las nuevas propuestas de regulación elaboradas en EE.UU., Reino Unido y la OCDE a petición del G20. En otro orden de cosas pocas serán las personas que en estos meses no haya visto citado el nombre de las Agencias de Calificación en los medios de información pero aún menos los que gocen de elementos de juicio capaces de permitirles elaborar una opinión propia de cuál es el cometido de las Agencias, qué papel desempeñaron en la gestación de la crisis y por qué son tan atacadas. **Miguel Córdoba** emprende esa delicada tarea con el objetivo de ofrecer reflexiones ponderadas relativas tanto a la imperiosa reforma de los mecanismos de evaluación de los diferentes riesgos como del reforzamiento de la independencia de las Agencias, sin olvidar que estas se encuentran obligadas a mejorar muchos aspectos de su funcionamiento interno si desean evitar la aparición de nuevas firmas más moldeables a las pretensiones de los gobiernos. La titulización- o sea, la transformación de activos financieros poco líquidos en otros instrumentos negociables- puede considerarse una innovación en los mercados de renta fija o una invitación a la asunción incontrolada de riesgos, la sutil frontera que separa una de otra posición es descrita con precisión por **José Antonio Trujillo**. El Estudio se cierra con la colaboración de **Chiqui Cabezero** a propósito del papel de las Auditoras en esta crisis, papel muy discreto pero que cabe preguntarse si es el que corresponde a quienes examinaron los balances de unas entidades que habían puesto en peligro su propia supervivencia y la confianza en ellas depositada por sus clientes

---

<sup>1</sup> De acuerdo con el Comité de Basilea sobre el régimen de resolución se entiende por tal toda decisión adoptada por una autoridad nacional, con o sin implicación del sector privado, orientada a asegurar la estabilidad financiera o resolver problemas graves de una entidad y que caso de no adoptarse pondría en peligro su viabilidad o toda perspectiva razonable de mantenerla. Agradezco las orientaciones que en esta materia me proporcionaron José Gómez de Miguel- Dirección General de Regulación- y Javier Priego- Departamento Jurídico- del Banco de España.



y por la comunidad financiera en particular y la opinión pública en general. Acaso si el papel de los auditores en cuanto garantes públicos de la información financiera de las empresas auditadas en los años en que se estaba gestando la crisis hubiese sido otro la profundidad de esta hubiera sido menor.

Quizá no haya prueba más concluyente de la gravedad de la crisis financiera que la celeridad con que los dirigentes de los países más influyentes del mundo- el grupo conocido como G20- se reunió para adoptar medidas de urgencia que detuviesen el contagio a la economía real e ir poniendo en marcha grupos de trabajo encargados de proponer medidas de política macroeconómica y financiera que evitasen nuevas perturbaciones y asegurasen un marco económico y financiero más estable.

En ese propósito de alcanzar acuerdos globales de reforma financiera y regulatoria se logró un primer hito con el paquete de medidas bautizado como Basilea III y que aun cuando incluye compromisos pendientes de concretar ha marcado las tendencias que respecto a los requisitos de capital y liquidez se exigirán a las entidades financieras a partir de enero de 2019.

Como bien se señala en el *Informe Anual 2010* del Banco de España parece necesario consagrar la aparición de un nuevo instrumento

macroeconómico, estrechamente ligado a la política monetaria, en el que prime su intención preventiva y cuyo objetivo cubra tanto la fortaleza del sistema financiero a todo tipo de perturbaciones como la reducción del impacto sobre la economía real en situaciones críticas. Hasta el momento se ha aprobado la ley Dodd-Frank en EE.UU y el Gobierno británico ha presentado a consulta un documento cuyas líneas de reforma se están discutiendo a lo largo del presente año. En el caso de la Unión Europea el desarrollo de la política macroprudencial está siendo abordado por el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico –en el cual se integran el BCE y los bancos centrales del Eurosistema– que desde comienzos de 2011 es parte del Sistema Europeo de Supervisión Financiera. Su misión consiste en vigilar el sistema financiero en su conjunto e identificar los puntos sensibles de carácter sistémico, proponiendo recomendaciones que- y aquí podría residir su talón de Aquiles- no serán vinculantes.

Pues bien, en una escala mucho más modesta pero con la ventaja de haberse elaborado con completa independencia este Estudio desearía convertirse en un acicate para el debate serio sobre las materias que analiza y en un sólido peldaño para convertir en normas legales sus propuestas.



## PARTE I

# I. LA RESPUESTA DEL MARCO REGULATORIO ESPAÑOL ANTE LA CRISIS

**Raimundo Poveda Anadón**

**Ex Director General de Regulación del Banco de España**

### RESUMEN

La regulación prudencial española a comienzos del siglo XXI era más rigurosa que la de la Unión Europea en varios aspectos. Durante los años de la burbuja inmobiliaria la homogeneización normativa limó parte de esas diferencias, pero se mantuvo un cuadro de provisiones específicas severo, incluyendo la novedad de las provisiones dinámicas. La regulación y la actuación supervisora descartaron el modelo “originar y distribuir”, aunque ello no evitó una grave sobreexposición de bancos y cajas al riesgo inmobiliario. Las entidades de crédito españolas, partiendo una posición sólida, resistieron bien los primeros envites de la crisis, pero terminaron siendo afectadas por la crisis inmobiliaria, por el deterioro general de la coyuntura y por las circunstancias de los mercados mayoristas exteriores. La respuesta política en el terreno prudencial ha tenido lugar en 2010-2011 y ha sido triple: un refuerzo de las provisiones por riesgo de crédito; un refuerzo de las exigencias de capital que va mucho más allá de lo propuesto por Basilea III y (previsiblemente, por la regulación europea), y que ha incrementado la apelación de las entidades a los apoyos públicos; y una política de transparencia cuya principal manifestación ha sido una aplicación atípica e ingenua de las pruebas de esfuerzo europeas, de utilidad discutible. También se ha procedido, en un momento inoportuno, a una reforma profunda del sistema de cajas de ahorros, motivada solo en parte por razones prudenciales, que no se ha confinado a las cajas con problemas financieros. Todo ello define una política bancaria de tendencia procíclica, contraria a uno de los grandes objetivos de Basilea

III, aunque en línea con la política de la Autoridad Bancaria Europea y de la Comisión practicada 2011; a corto plazo no facilitará la recuperación del crecimiento del crédito. Por otra parte la política regulatoria y de transparencia no ha cumplido de momento su objetivo de recuperar la confianza internacional para el sistema.

### 1. LA REGULACIÓN BANCARIA ESPAÑOLA ANTES DE LA CRISIS

#### 1.1. El punto de partida

Al final del siglo pasado, o al comienzo de la formación de la burbuja financiera cuyo pinchazo estamos sufriendo, la regulación bancaria española, basada como es obligado en la de la Unión Europea e indirectamente en las recomendaciones del Comité de Basilea, presentaba algunas diferencias con la comunitaria que reforzaban su solidez. En buena medida esas diferencias reflejaban las experiencias supervisoras de la gran crisis bancaria de los años 1977 a 1983, y de la lucha contra las patologías de los grupos societarios reveladas en los casos RUMASA y BANESTO.

La primera diferencia era una definición más rigurosa de los recursos propios computables en el coeficiente de solvencia. El legislador español había hecho uso en este punto de los márgenes que le concedían las directivas comunitarias. En particular el cuadro de deducciones del capital se había ampliado para combatir la ocultación de autocarteras. En términos cuantitativos, sin embargo, la mayor parte de ese rigor se debía a una



decisión reciente: la no inclusión de las provisiones estadísticas creadas en 1999 en el concepto de recursos propios. La normativa comunitaria permitía computar “ajustes de valoración” de esta naturaleza como capital suplementario, con ciertas limitaciones cuantitativas. No se hizo así entonces, siguiendo la idea de que capital y provisiones tienen funciones distintas: el primero apunta a la cobertura de pérdidas inesperadas, y las segundas a la de las pérdidas esperadas, como son las cubiertas por las provisiones estadísticas. La definición española hizo que durante los cinco primeros años de este siglo el coeficiente presentado por las entidades españolas fuese entre 1,1 y 1,2 puntos porcentuales superior al que hubiese resultado de la aplicación mecánica de la definición europea, debiéndose más de la mitad de la diferencia al no cómputo de las provisiones estadísticas<sup>1</sup>.

La segunda diferencia era un ámbito de aplicación de la normativa prudencial bancaria más amplio que el de la Unión Europea, entendiéndose por ámbito de aplicación el cuadro de entidades vinculadas a un banco a cuyo conjunto se aplica esa normativa. En su origen esto fue una respuesta a ingenierías societarias que lograban el milagro de hacer figurar capital donde no lo había. El legislador español añadió en 1992 una idea pionera: la regulación prudencial de los conglomerados financieros que incluyen entidades de crédito y entidades de seguros. Europa aceptó esta idea en 2002, al establecer una “supervisión adicional” para tales grupos mixtos.

La tercera diferencia era de naturaleza contable: un tratamiento más rígido de las provisiones por riesgo de crédito. En la crisis bancaria citada el Banco de España aprendió que la estimación de esas provisiones, un factor esencial para la sanidad bancaria, no se podía confiar a las indicaciones de tipo cualitativo recogidas en la normativa contable general, y a la buena disposición de las entidades, supuesta por los reguladores contables pero siempre desmentida por los hechos, muy en especial en el caso de las entidades con problemas financieros.

<sup>1</sup> Banco de España, *Memoria de Supervisión Bancaria en España 2006*, y ediciones anteriores. Para un análisis de las diferencias entre la definición española de recursos propios y las definiciones internacionales (comunitaria y de Basilea), ver R. Poveda, *BASILEA II*, 2ª ed., FUNCAS 2010, pp. 67 a 69.

Tampoco suelen ayudar mucho en esta materia los auditores externos, salvo cuando se trata de la auditoría forense de un banco ya intervenido. En consecuencia el Banco, desde sus circulares “pastorales” de 1978 complementó aquellas indicaciones con unos criterios objetivos que cuantifican las provisiones mínimas necesarias en función del tiempo transcurrido en situación de morosidad, según unos baremos basados en la experiencia y en la intuición de los supervisores.

Además en 1999 el Banco de España introdujo otra novedad mundial: complementó las provisiones a realizar sobre riesgos que ya apuntan dificultades específicas con otras sobre las carteras aparentemente sanas, pues la experiencia estadística dice que una parte de esa cartera desarrollará problemas. El mecanismo de cobertura que se adoptó hace que estas provisiones estadísticas, luego llamadas genéricas o dinámicas, tiendan a acumularse en años de bonanza para ser utilizadas en años de baja coyuntura. La idea no estaba aceptada por las normas internacionales de contabilidad (aun no lo está), pero viene implícita en los métodos avanzados de tratamiento del riesgo de crédito de Basilea II. Los foros supervisores las consideran ahora un valioso mecanismo anticíclico, y presionan a los foros contables para que las reconozcan<sup>2</sup>.

## 1.2. Cambios reguladores durante la burbuja

La adaptación de la normativa contable española a las Normas Internacionales de Contabilidad en 2004<sup>3</sup> tuvo una consecuencia negativa desde el punto de vista prudencial: la normativa importada era más laxa que la autóctona en varios temas (no amortización del fondo de comercio, reconocimiento de activos fiscales); sobre todo implicó un cierto debilitamiento en la incidencia de las provisiones. Pudo ser peor, pues había voces que

<sup>2</sup> Circular del Banco de España (CBE) 9/1999, de 1-12. Para una descripción de la política española de provisiones bancarias ver R. Poveda, “La regulación y supervisión bancarias en los últimos cuarenta años”, en Banco de España, *Un siglo de historia del sistema financiero español*, Alianza Editorial, Madrid 2011, pp. 258 a 264 y 275 a 278.

<sup>3</sup> CBE 4/2004, de 22-12.



abogaban por la aplicación automática y literal de las normas internacionales, es decir, por la renuncia a las peculiaridades que ya conocemos: los criterios cuantitativos reglamentados para las provisiones específicas, la novedad de las provisiones estadísticas. Por supuesto las entidades de crédito ejercieron presiones corporativas contra unas normas que, decían, les restaban competitividad frente a bancos sujetos a reglas más laxas. La larga bonanza económica hacía aparecer al Banco de España y sus criterios como innecesariamente pesimistas.

Afortunadamente para las reticentes entidades aquellas peculiaridades sobrevivieron. Incluso hubo mejoras técnicas en varios aspectos. Los criterios cuantitativos pudieron refinarse con datos de la Central de Información de Riesgos. Se introdujo la categoría de los riesgos subestándar, útil aunque de fronteras discutibles. Las provisiones estadísticas incorporaron un criterio penalizador para los *crecimientos* de la cartera, reflejando la percepción de que su calidad crediticia tiende a deteriorarse en las fases de crecimiento rápido; de paso absorbieron una antigua y poco justificada provisión general. Se introdujo una pequeña provisión para el periodo de gracia siguiente a la entrada en mora (seis meses en el caso general, tres años en las hipotecas residenciales) durante el cual la regulación anterior no obligaba a provisionar.

Más discutible fue la creación de un baremo de provisiones inferior en varios puntos al ordinario para las operaciones con garantías inmobiliarias distintas de las hipotecas residenciales. La idea parecía razonable sobre el papel, pero el comportamiento de esas operaciones cuando pinchó la burbuja inmobiliaria la puso en entredicho. Sus problemas nacen de la inevitable fragilidad de las valoraciones de las garantías inmobiliarias, y de la posible falta de un análisis riguroso de la capacidad de reembolso del deudor, que resulta de una confianza excesiva en la eficacia de la garantía.

Lo importante a corto plazo es que en aquella reforma del régimen de provisiones hubo que hacer una concesión política a las presiones corporativas y conceptuales mencionadas, en forma de una reducción inmediata de su peso global. De hecho en 2005 se produjo un retroceso aprecia-

ble, y no casual, en la cifra de dotaciones netas a provisiones, y del saldo acumulado de las provisiones estadísticas.

Por otra parte en 2006 se incorporaron las provisiones estadísticas a los recursos propios (con el límite del 1,25% de los riesgos que sirvan de base para calcularlos). Se renunciaba así a una política de mayor rigor con el argumento de homogeneizar la definición española con la internacional. Aunque no fuese esta definición la pieza mejor lograda de las reglas de solvencia de Basilea y de Bruselas, como pronto iba a reconocer el propio Comité de Basilea.

Los dos movimientos reseñados, que dieron más margen a los bancos para continuar sus políticas expansivas, definían de modo tácito un giro discretamente procíclico en la política bancaria. La política de provisiones lo fue en dos tiempos: en el momento de su revisión, por la mencionada reducción inmediata de las exigencias; y cuando cambió el signo de la coyuntura, y la morosidad empezó a subir, porque la anticipación de las provisiones, más la cobertura de los riesgos subestándar, presionó a la baja los resultados de las entidades de crédito más deprisa de lo que lo hubiera hecho la normativa precedente<sup>4</sup>.

Seguramente una política procíclica no era lo más indicado en unos años de excesivo crecimiento del crédito. Tampoco era coherente con el cambio de signo que ya se apuntaba, tardíamente para España, en la política monetaria. Pero esa incoherencia no fue exclusiva del regulador español. En 2004 el Comité de Basilea introdujo su Basilea II, un esquema procíclico que suponía además una rebaja en las exigencias de capital, especialmente para los bancos que pudiesen utilizar sus opciones avanzadas. Por suerte Basilea II llegó tarde a España y no pudo alimentar la burbuja crediticia. La transposición a la legislación española de las directivas comunitarias que la reflejaron no se completó hasta mayo de 2008, justo cuando la crisis, un factor más poderoso que cualquier regulación, empezaba a imponer un frenazo brutal al crédito.

<sup>4</sup> El cambio de normas contables dificultó más adelante la comparación del comportamiento de la morosidad y sus coberturas durante la primera etapa de la crisis con el de en crisis anteriores.



Lo que sí logró Basilea II fue concentrar la atención y buena parte de los recursos de los organismos supervisores nacionales e internacionales, y de los grandes bancos (que, sólo por serlo, se consideraron candidatos a los métodos avanzados), en la resolución de sus extraordinarias complejidades técnicas que, bien mirado, no han añadido eficacia ni rigor a la disciplina bancaria. Ese esfuerzo pudo distraerlos de los problemas reales que se estaban formando.

Frente a los movimientos reguladores reseñados, negativos desde el punto de vista prudencial y coyuntural, destaquemos durante el periodo de auge económico uno positivo: la ampliación *de facto* del ámbito de consolidación de las entidades de crédito, al incluir en él gran parte de las titulaciones originadas por el grupo financiero. En principio los fondos de titulación no forman parte de ese ámbito. Pero para que las operaciones cedidas a uno de ellos puedan salir de la contabilidad del originador se exige que la cesión de riesgos sea significativa. La normativa comunitaria no precisa qué se entiende por significativo. Lo mismo hizo la normativa contable española<sup>5</sup>, pero por su parte la supervisión española venía siendo muy severa en el análisis de la efectividad de la cesión de riesgos. Ese rigor se concretó, no en las normas contables, sino en la solvencia, en 2008<sup>6</sup>: significativo significa que el originador no debe participar en más de un 20% en los tramos *junior*, ni en más de un 50% en los intermedios de una titulación. La consecuencia de esa práctica supervisora, y luego de esa norma, es que son raras las operaciones de titulación que quedan fuera del ámbito prudencial y contable del originador.

Se ha dicho, a posteriori, que esa regulación supone un rechazo del modelo “originar y distribuir”. Puede ser, pero si se ponen las cosas en sus justos términos, las diferencias prácticas entre ambos modelos no son demasiado relevantes. Por una parte, la política financiera española tiende a favorecer desde hace décadas la movilización de las carteras hipotecarias. Primero lo hizo inventando las cédulas hipotecarias, unos instrumentos que prosperaron a pesar de ciertas debilidades de

diseño<sup>7</sup>. La regulación del mercado hipotecario estableció implícitamente unos criterios de calidad para las cédulas al limitar sus posibilidades de emisión a la cartera de hipotecas residenciales con un importe vivo respecto de su valor de tasación (LTV) no superior al 80%, o al 60% en otras hipotecas, entre otros requisitos. Más tarde aceptó la titulación de esas mismas carteras<sup>8</sup>. A las titulaciones directas se añadieron luego las titulaciones a través de las llamadas cédulas multicedentes, unos productos estructurados contruidos sobre carteras de varios originadores. Finalmente se llegó a una banalización de esos esquemas, al permitir la titulación de carteras de activos hipotecarios que no cumplan los requisitos de calidad de las cédulas hipotecarias<sup>9</sup>, así como de otros tipos de riesgos, algunos demasiado novedosos para los mercados. Buena parte de los instrumentos de movilización se colocó en inversores institucionales, en los mercados mayoristas exteriores. Ello amplió los recursos disponibles para las entidades de crédito, y ayudó a financiar el *boom* de la construcción, y de paso el déficit de la balanza de pagos. Pero sometió esa parte de la financiación a los avatares de unos mercados poco fieles que la gran mayoría de los emisores, entidades de tamaño mediano o pequeño a escala internacional, conocían mal.

Por otra parte España no se salvó del fenómeno de la degradación del crédito hipotecario e inmobiliario en general. Tanto las normas españolas de solvencia, copia de las internacionales, como las contables, tratan bien al crédito residencial finalista, con requerimientos de capital y de provisiones inferiores a los comunes. En 1999 el Banco de España introdujo una exigencia de calidad en el caso de las provisiones: la cómoda escala de los créditos vivienda solo se aplicaría a las operaciones

<sup>5</sup> CBE 4/2004, norma 23.

<sup>6</sup> CBE 3/3008, de 27-3, norma 55.

<sup>7</sup> A pesar de su nombre las cédulas no son verdaderos títulos hipotecarios, pues no vinculan formalmente activos concretos a su buen fin; pero sí dan a los cedulistas un derecho preferente sobre los productos y retornos de la cartera hipotecaria del deudor en situaciones concursales. Los bonos hipotecarios, que sí hubiesen sido títulos hipotecarios, no prosperaron por su coste registral.

<sup>8</sup> El examen de la calidad de las carteras base de las cédulas y fondos de titulación hipotecaria ha sido hasta 2009 una asignatura pendiente de la supervisión española.

<sup>9</sup> Ley 44/2002, art. 15.



cuyo importe vivo no superase una LTV del 80%. A pesar de ello, con la euforia del *boom* inmobiliario empezaron a aparecer ofertas de crédito por la totalidad del valor de tasación, a complementarse los créditos ajustados a las reglas de calidad con unos segundos tramos por el resto del valor de tasación, si no más, a concederse amplios plazos de carencia iniciales y márgenes sobre el MIBOR muy reducidos, a aceptarse, o incitarse, tasaciones optimistas, y a descuidarse el análisis de la capacidad financiera del prestatario. Las hipotecas a tipo variable, abrumadoramente dominantes en España, que protegen a las entidades contra el riesgo de interés, aumentaron su riesgo de crédito al crear un ambiente de financiación barata que atrajo compradores de viviendas con escasos recursos. En 2009, cuando se publicaron por primera vez datos sobre el asunto, las hipotecas con LTV superiores al 80% eran 19,1% del total de hipotecas residenciales vivas<sup>10</sup>. Es decir, en los últimos dos o tres años del auge proliferaron financiaciones de vivienda que en los EEUU se hubieran llamado *subprime*. No había modelo “originar y distribuir”, pero la situación real era bastante parecida: malas hipotecas y refinanciaciones frágiles.

Pero ese no iba a ser el gran problema de las entidades de crédito españolas. Pese al deterioro de su calidad, la morosidad del crédito para la adquisición de vivienda propia, aunque subió, se ha mantenido, con un 2,5% en junio de 2011, dentro de límites manejables<sup>11</sup>. El gran problema fue que los bancos y las cajas de ahorros se embarcaron además en la financiación de constructores y de promotores inmobiliarios (participando a veces directamente en la promoción), e incluso de suelo. Ahí la morosidad subió hasta el 14,9% (construcción) y el 17,7% (promociones

inmobiliarias)<sup>12</sup>. Todas las entidades lo hicieron, pero en diferente grado y con diferente tino: para algunas cajas de ahorros esa política inversora ha resultado letal. Contra tales actividades inmobiliarias las reglas prudenciales internacionales aun no tenían recetas<sup>13</sup>.

Las autoridades españolas tardaron en reconocer la existencia de una evidente burbuja inmobiliaria, la influencia del crédito en su generación, y los problemas que iba a traer para las entidades de crédito. Algunas denuncias aisladas de analistas independientes fueron ahogadas por el coro de los optimistas interesados en prolongar la situación<sup>14</sup>. Cuando empezaron a cambiar las cosas, se sostuvo durante algún tiempo la tesis improbable del aterrizaje suave.

## 2. DOS AÑOS DE INACCIÓN

La posición de las entidades de crédito españolas al comienzo de la crisis, en el verano de 2007, era razonablemente sólida en términos de capital, de cobertura de la morosidad y de resultados. No sufrieron los gravísimos problemas de valoración de carteras mobiliarias que tuvo la gran banca europea y americana, provocados por su inversión masiva en productos estructurados norteamericanos, que forzaron la oleada internacional de rescates públicos de 2008 y comienzos de 2009. El motivo es que la posición de las entidades españolas en los grandes mercados mayoristas era prestataria, no prestamista: la financiación de la propia burbuja no dejaba hueco para invertir en burbujas ajenas. La refinanciación en esos mercados era una estrategia de riesgo que implicaría a su debi-

<sup>10</sup> Banco de España, *Informe de Estabilidad Financiera*, marzo 2010. Al tratarse de una estadística de riesgos vivos, en las que ya se han producido amortizaciones, el porcentaje de operaciones con LTV altas en origen tuvo que ser superior.

<sup>11</sup> Ello con independencia de que las ejecuciones hipotecarias hayan generado toda una confusa problemática social en la que confluyen la protección de la vivienda familiar, la protección de unos ingresos familiares mínimos, y la liberación de la deuda con la entrega del bien. Esta última idea, la dación en pago, que ha recibido tanto aplauso popular, no casa con la idea de la protección de la vivienda familiar, que apuntaría más bien a soluciones de renegociación de la deuda (suspensión de pagos familiar).

<sup>12</sup> Datos a junio de 2011, tomados de Asociación Hipotecaria de España, *Tasas de dudosidad hipotecaria*, segundo trimestre de 2011. La dudosidad era peor en las cajas (17 y 19,6% en los sectores mencionados arriba), pero tampoco era buena en los bancos (12 y 15,7%).

<sup>13</sup> Basilea II introdujo unas normas de solvencia más severas para las promociones inmobiliarias de alto riesgo, pero solo en sus métodos avanzados. Esas normas, que entraron en vigor después de iniciada la crisis, no afectan a las entidades que aplican el método estándar, que es el caso de casi todas las cajas de ahorros. En el crédito residencial Basilea II fue bastante menos exigente que su antecesora.

<sup>14</sup> Sobre el “negacionismo” de la burbuja, ver J. García Montalvo, *De la quimera inmobiliaria al colapso financiero*, Barcelona, 2008, cap. 2 y 3.



do tiempo renovaciones difíciles y costosas, pero una buena estructura de vencimientos restaba urgencia al problema<sup>15</sup>. El problema del riesgo país español aun tardaría más de dos años en ponerse sobre el tapete.

Hasta 2009 las autoridades españolas pudieron alardear de la sanidad financiera del sistema bancario, y de la eficacia de su regulación y supervisión. Por tanto no se consideró necesario hacer ajustes en la normativa prudencial o contable, quizás con razón, porque los posibles refuerzos cuya falta luego se ha lamentado hubiesen sido más oportunos durante el periodo de formación de la burbuja, no cuando ésta se agotaba. Por supuesto el cierre de los mercados mayoristas de emisiones, y del mercado interbancario, obligó a las autoridades económicas a tomar medidas puntuales de apoyo, en forma de facilidades financieras a plazos más largos que los del Banco Central Europeo o de garantías públicas para las emisiones de bonos bancarios, en un momento en que tales actuaciones eran consideradas políticamente correctas por la comunidad internacional. Pero se trataba de actuaciones destinadas a capear la falta de funcionalidad de los mercados, no de medidas de naturaleza supervisora o prudencial.

A fines de 2008 se quintuplicó la cobertura de los fondos de garantía de depósitos (de 20.000 a 100.000 €). Ese movimiento vino forzado por la normativa europea, que a su vez lo fue por los aumentos de las coberturas con los que los dos países angloparlantes de la Unión Europea habían protegido a sus bancos contra espantadas de la clientela. Pero no se consideró necesaria la subida paralela de las aportaciones de las entidades adscritas a ellos<sup>16</sup>. Los problemas de resolución de entidades parecían lejanos. No lo estaban tanto: en marzo de 2009, se produciría la intervención de la

<sup>15</sup> Banco de España, *Informe de Estabilidad Financiera*, noviembre 2008, p. 35. El recurso español a la emisión de títulos a corto plazo (el papel comercial respaldado por activos que desencadenó la primera crisis internacional de liquidez) no había sido importante.

<sup>16</sup> RD 1642/2008, de 14-2. Las aportaciones, definidas por intervenciones ya antiguas, eran 0,6 por mil para los bancos, 0,4 por mil para las cajas de ahorros, y 0,8 por mil para las cooperativas de crédito. La intervención de CCM, que bloqueó más de un tercio de los recursos del fondo de las cajas, motivó la elevación de sus aportaciones al 1 por mil (OM. De 29-12-2009), lejos todavía del límite legal del 2 por mil.

Caja de Castilla La Mancha, preludio de las debilidades que han aquejado a varias cajas de ahorros.

### 3. EL CAMBIO DE SIGNO DE LA POLÍTICA PRUDENCIAL

La primera actuación post crisis de la política prudencial fue de signo ambiguo y de presentación discutible. En julio de 2009 el Banco de España emitió un comunicado a las asociaciones representativas de las entidades de crédito que contenía un par de mensajes en principio rigurosos, pero de importancia menor, y una interpretación blanda, e importante, de las normas sobre la provisión de créditos con garantías inmobiliarias. El primer mensaje recordaba que cada entidad debería hacer provisiones mayores que los mínimos oficiales más altos si lo aconsejaba la experiencia histórica, como estaba sucediendo con el crédito al consumo y las tarjetas de crédito. El segundo, más relevante, incidía en la necesidad de extremar la prudencia en la evaluación de las garantías inmobiliarias. Era una primera alusión al pinchazo de la burbuja, pero el alto coste de la receta propuesta (la sugerencia de actualizar las tasaciones), la hacía impracticable como política bancaria general; precisamente por ese coste, las normas solo exigen nueva tasación en circunstancias concretas y muy justificadas, como es el caso de una ejecución hipotecaria.

La interpretación, que, se dijo, venía a resolver ciertas dudas sobre la aplicación de la circular contable, se refirió a la provisión de operaciones garantizadas con viviendas, oficinas, locales polivalentes y fincas rústicas. El comunicado entendía que las coberturas mínimas deberían aplicarse al importe vivo de la operación que excediese del 70% del valor de tasación. Nada había en la letra de la circular contable que diese pie a esa interpretación; sus baremos, como los de las circulares que la precedieron, se aplicaban inequívocamente a los importes vivos en su integridad<sup>17</sup>. Cabe pen-

<sup>17</sup> En el caso de las viviendas terminadas con LTV no mayor del 80%, los coeficientes a aplicar a partir del tercer año se justificaban en la CBE 4/2004 porque "se considera que la entidad no puede o no tiene la intención de adjudicárselas". Si es así, el valor de la garantía resulta totalmente irrelevante.





sar por tanto que esa forzada interpretación tenía el propósito de suavizar la carga sobre las cuentas de resultados que empezaban a suponer las provisiones, dado el incremento de la morosidad en el sector inmobiliario en general, y más concretamente en el sector promotor y constructor.

Si ese es el caso, el Banco de España pronto iba a cambiar de rumbo. El ya indiscutible pinchazo inmobiliario y el deterioro general de la coyuntura habían empezado a pesar sobre las cuentas bancarias. Otra caja de ahorros tuvo que ser intervenida, y las debilidades de algunas más eran *vox populi*. Las crisis de Grecia, Irlanda y Portugal, que demostraban la existencia de riesgo país dentro del área euro, trajeron nuevas complicaciones a quienes se refinanciaban en los mercados exteriores. El regulador español reaccionó actuando en política bancaria en varias líneas, con movimientos no siempre coordinados o coherentes entre sí.

Hubo, ante todo, actuaciones en el terreno de la resolución de entidades problemáticas. Se cerró el paréntesis, abierto tras el rescate de BANESTO, durante el cual se liquidaron todas las entidades intervenidas (bancos pequeños y sin arraigo). Se volvió a la política de salvar a cualquier entidad caída, y, de paso, se apoyó también a las que no alcanzasen a superar las pruebas de tensión. Para ello se creó un nuevo fondo (el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, o FROB) capaz de canalizar recursos públicos hacia las entidades necesitadas de ayuda, incluyendo las que quisiesen reforzarse con planes de reestructuración. Los fondos de garantía de depósitos, que habían sido tan activos en crisis anteriores, pero que ya no tenían acceso a esos recursos, pasaron a segundo plano. El nuevo fondo llegó tarde en el calendario de la crisis internacional, cerrada ya la fase de tolerancia que había acogido las intervenciones masivas de otros gobiernos en el medio año siguiente a la caída de Lehman Brothers. Por tanto tuvo que actuar con urgencia, so pena de tener que someter sus actuaciones a un riguroso escrutinio exterior, lo que colaboró a acelerar el *tempo* de la reforma del sistema.

---

En las demás operaciones con garantía inmobiliaria la norma reconocía su eficacia, pero, como hemos visto, lo hacía de otro modo: con unos porcentajes de provisión inferiores a los de las operaciones no garantizadas.

Hubo actuaciones de motivación estrictamente prudencial. La primera de las grandes medidas adoptadas, una revisión total de la normativa de las provisiones específicas es, si bien se mira, la única entrada pura en esa categoría, si descartamos una curiosa carga parafiscal sobre el coste de los depósitos orientada a evitar el deterioro de los márgenes de interés. Otras medidas prudenciales, aunque dirigidas aparentemente a todas las entidades, en realidad desempeñaron alguna función en el proceso de reforma de las cajas de ahorros. Es el caso de la política de transparencia practicada por el Banco de España, o del nuevo y muy riguroso coeficiente de solvencia introducido en 2010.

La idea que dominó obsesivamente la política bancaria de las autoridades españolas desde mediados de 2009 fue la reforma del sector cajas de ahorros. Las tres razones que la hacían imprescindible a los ojos del supervisor fueron: a) la desconfianza en los criterios legales que conforman los órganos de gobierno de las cajas en general; esos criterios pueden crear problemas de buen gobierno, y de hecho los habían creado en varios casos; b) las dificultades para obtener capital en los mercados, pues su carácter de fundaciones impedía a las cajas emitir acciones, y sus sustitutos, las cuotas participativas, no acababan de arrancar; y c) la convicción del Banco de España de que la reagrupación del sistema de cajas en menos unidades más grandes permitiría racionalizar, léase reducir, la red de sucursales, podar costes administrativos, y ganar presentabilidad en los mercados mayoristas. Algunos de esos temas, y las medidas con que se atacaron, tienen una dimensión prudencial. Pero al mismo tiempo la reforma mostró una preferencia casi ideológica por el modelo institucional de sociedad anónima. Esa preferencia se fue manifestando cada vez más abiertamente a lo largo de 2010 y 2011, hasta el punto de que la política bancaria terminó renunciando de hecho, si no de derecho, a soluciones alternativas menos drásticas que la cesión de la actividad financiera de las cajas, tuvieran problemas o no, a unos bancos privados de nueva creación. La rápida evolución de las ideas dejó obsoletas en 2011 medidas adoptadas un año antes.

El endurecimiento de las normas prudenciales y contables, y la reforma en profundidad de un



sector de entidades de crédito que suponía la mitad del sistema bancario, desmintieron de algún modo afirmaciones anteriores de las autoridades financieras sobre la robustez de la regulación y la supervisión españolas, y sobre la solidez de nuestro sistema bancario. Unos ejercicios de transparencia atípicos, por no decir ingenuos, mostraron al mundo problemas que otros países prefirieron ocultar discretamente. En los foros políticos internacionales, incluidos los grandes organismos que informan regularmente sobre la situación de los países, una reforma del sistema de la que nadie había hablado hasta 2009 se convirtió de pronto en uno de los grandes problemas institucionales que España tenía que resolver con urgencia para recuperar su imagen<sup>18</sup>. ¿Qué otra cosa podían decir esos foros, si las autoridades españolas insistían en su necesidad?

De toda la temática apuntada solo trataremos aquí de lo que tiene relación directa con la regulación prudencial de las entidades de crédito. La reestructuración de las cajas de ahorros se estudia en otro capítulo de este libro<sup>19</sup>.

#### 4. REVISIÓN DE LA POLÍTICA DE PROVISIONES

Un año después de su comunicado de 2009, el Banco de España procedió a una reforma radical del sistema de provisiones específicas por riesgo de crédito<sup>20</sup>. Las reglas se simplificaron. Los diversos calendarios de formación de provisiones fueron sustituidos por un calendario único, mucho más rápido y mucho más corto: se empezaría a

provisionar en el momento de la entrada legal en mora, con un 25%, sin un periodo de espera o de provisión casi simbólica, y se llegaría al 100% al año, no a los dos años como en los calendarios anteriores, o a los seis, en el caso de las hipotecas de buena calidad. Nótese la vuelta a unos porcentajes de provisión convencionales, tras el experimento de 2004 con otros basados en experiencias estadísticas.

Para el reconocimiento de las garantías la nueva circular consagró lo que un mero comunicado no podía establecer: las provisiones girarán sobre los importes no garantizados de los riesgos. Pero ahí se introdujo una importante cautela supervisora: los activos de garantía no se tomarán por su valor pleno, sino por un porcentaje convencional del mismo, fijado oficialmente. Esos porcentajes son el 80% del valor de tasación de las viviendas terminadas residencia habitual del prestatario (lo que deja sin cargas a las operaciones que cumplan la LTV canónica, y por tanto da flexibilidad a la entidad para renegociar con un moroso), el 70% en fincas rústicas, oficinas y locales polivalentes (un porcentaje posiblemente optimista), el 60% para otras viviendas (una rebaja respecto de las viviendas adquiridas por el usuario que se explica por la difícil salida de las promociones mal localizadas, y de la segunda residencia en general), y del 50% en otros activos mobiliarios. En las garantías de valores, se tomará el 90% del valor razonable de lo pignorado, regla lógica que puede meter a las provisiones en un tiovivo con unos mercados volátiles.

Las ejecuciones de garantías inmobiliarias y los acuerdos con promotores y constructores imposibilitados de atender sus compromisos crediticios habían empezado a hinchar las carteras de inmuebles de las entidades de crédito. La circular aplicó de oficio un deterioro del 10% a los inmuebles adquiridos en pago de deudas durante el primer año de permanencia en cartera, del 20% durante el segundo, y del 30% a partir de entonces. Eso, además de reflejar dudas sobre el valor de una inversión no deseada, debe estimular a la entidad a deshacerse de ella cuanto antes.

La circular incluyó un largo capítulo de instrucciones a las entidades sobre sus políticas de concesión y gestión de créditos. Esas instrucciones se inspiraron en las recomendaciones sobre bue-

<sup>18</sup> En los informes de los organismos internacionales (FMI, OCDE) sobre España de 2009 solo cabe rastrear algunas reflexiones sobre la conveniencia de revisar la regulación de las cuotas participativas de las cajas de ahorros. Es sabido que muchas de las recetas puntuales o institucionales de esos informes son, sobre todo, reflejo de las ideas recibidas por los oficiales de esos organismos de los funcionarios del propio país durante la preparación de sus informes.

<sup>19</sup> S. Carbó, Lecciones del proceso de reestructuración bancaria en España. Sobre la reforma de las cajas ver también X.C. Arias y A. Costas, *La torre de la arrogancia*, Madrid, Ariel 2011, pp.324 a 332, y R. Poveda, "Cajas de ahorros y banca alternativa", *CONSEJEROS*, julio 2011; versión completa en [www.revistaconsejeros.com/espaniol/reportajes.asp?valor=63&id=147&anio=2011&ultimoNumero=63/&lengua=1](http://www.revistaconsejeros.com/espaniol/reportajes.asp?valor=63&id=147&anio=2011&ultimoNumero=63/&lengua=1)

<sup>20</sup> CBE 3/2010, de 29-6



na gestión de riesgos del Comité de Basilea, con una serie de concreciones sugeridas por la propia experiencia supervisora y las circunstancias del sistema español. La experiencia dirá si son útiles; por el momento las del Comité no parecen haberlo sido demasiado.

Aunque el Banco de España solo dio justificaciones técnicas muy plausibles para su reforma, las nuevas reglas, de aplicación inmediata, supusieron un claro endurecimiento del ritmo de constitución de provisiones. El Banco de España, en su nota de presentación de la circular, estimó que producirían una reducción del 10% en las cuentas de resultados del sistema en 2010, con “un efecto más intenso” en 2011.

## 5. POLÍTICA DE TRANSPARENCIA

La transparencia desempeña un papel clave como mecanismo de protección del inversor en la regulación de los mercados de valores. En la política prudencial bancaria su función es otra: evitar que los bancos actúen imprudentemente por temor al castigo que les aplicarán los mercados, y quizás la clientela, al observar datos adversos. Esta idea tiene más apoyo en la doctrina (e, interesadamente, en los medios y en el mundillo de los analistas y asesores) que en los hechos, y no deja de presentar riesgos para la gestión de la supervisión<sup>21</sup>.

El Banco de España apeló a la transparencia con una adhesión entusiasta a las pruebas de tensión europeas. Ese tipo de pruebas recibirían incluso un insólito reconocimiento legal<sup>22</sup>. Además

<sup>21</sup> Para una discusión del tema, véase R. Poveda, *BASILEA II*, op. cit., cap. 5.

<sup>22</sup> El RDL 2/2011, de 18-2, tras establecer los nuevos coeficientes de capital principal (ver infra), añadió (art. 1.4) que “el Banco de España podrá exigir... el cumplimiento de un nivel de capital superior... si la entidad no alcanza, en el escenario más adverso de una prueba de resistencia del conjunto del sistema, el nivel de recursos propios mínimos exigido en dicha prueba y hasta el límite de dicha exigencia”. El RDL no dio criterios ni fijó límites a la autoridad administrativa en la construcción de los escenarios adversos; ni siquiera dijo que el nivel de recursos propios utilizado en la prueba sea el establecido en las leyes. Esto es, concedió a la autoridad administrativa un poder arbitrario para imponer exigencias de solvencia muy por encima de las que marca el legislador. Un banco que cumpla con los coeficientes legales, pero que quizás no cumpla dentro de un par de años, en un escenario improbable, unos requisitos reforzados diseñados por los supervisores, no

el supervisor obligó a las entidades de crédito a revelar, al margen de ellas, detalles adicionales sobre la composición y situación de sus riesgos inmobiliarios.

Las pruebas de solvencia españolas son parte de las europeas, pero presentan algunas diferencias. La más notable es que se extendieron de oficio a todos los bancos cotizados y a todas las cajas de ahorros, cuando en los demás países la participación era voluntaria (con el caso pintoresco de la entidad alemana que se retiró del ejercicio en el último momento, al ver que los números que iban a publicarse le eran desfavorables), y solo alcanzó a las entidades más grandes, como sucede con las norteamericanas. Por eso un número desproporcionadamente alto de participantes fue español: 27 de un total de 91 entidades en la prueba 2010/11, 25 de 90 en la prueba 2011/12; Francia, Inglaterra o Italia despacharon el compromiso con tres o cuatro participantes. Las cajas de ahorros no se presentaron en esos ejercicios virtuales de forma natural, sino agrupadas voluntariamente en las nuevas formaciones que se estaban construyendo, algunas de las cuales no se cerraron finalmente con la composición ni el nombre previstos cuando se diseñaron las pruebas. Ello permitió incluir en los cálculos futuras plusvalías esperables en los procesos de fusión o absorción, con las incertidumbres de estimación que pueden suponerse, y con sonadas rectificaciones contables cuando alguna entidad fue retirada de un grupo en ciernes. Además el Banco de España incluyó información adicional, no exigida por el formato europeo, sobre las exposiciones y deterioros brutos en los diferentes sectores de la cartera crediticia de cada entidad, con especial atención a la cartera inmobiliaria.

Obviamente, dado que el daño de las malas estrategias inversoras de los años del auge ya estaba hecho, la política de transparencia no podía tener, por el momento, el efecto preventivo que le asigna la doctrina prudencial. El propósito era más bien revelar los problemas existentes (los grandes problemas en el caso europeo, todos en el español), y convencer a la opinión de que no

solo tendrá que extremar la cautela y preparar planes para contingencias, sino que tendrá acumular de forma inmediata un costoso excedente de capital.



había otros bajo la alfombra, ni mayor gravedad en los revelados. Ese propósito no se ha logrado.

El sentido original de una prueba de esfuerzo interna no es tranquilizar a nadie, sino alertar a la gerencia de la entidad que la hace ante la eventualidad de que las cosas vayan peor de lo previsto. Trasladas al foro público, cabe esperar que produzcan similar intranquilidad en sus lectores<sup>23</sup>. Las pruebas europeas, y por tanto las españolas, se hicieron para dos escenarios, uno de referencia (que no era la previsión de consenso sobre la evolución de la situación durante el bienio considerado, sino un escenario ligeramente negativo), y otro adverso, calificado por sus proponentes como “de muy baja probabilidad de ocurrencia”. Las pruebas se aplicaron a las posiciones de la entidad en la fecha base, lo que supone, entre otras cosas, desdeñar ajustes de posiciones, una estrategia muy probable de las entidades con problemas, alternativa al refuerzo del capital. El objetivo a alcanzar no fue el coeficiente de solvencia vigente (un coeficiente, recuérdese, que ya se calibra para una situación moderadamente tensada, como hace explícita la lógica de los métodos avanzados de Basilea II), sino un capital *tier 1* del 6% (el mínimo legal era el 4%) en la prueba 2010/11, y un capital *core tier 1* del 5% (un mínimo que no existía legalmente ni nunca existirá) en la prueba 2011/12. Esos objetivos eran aproximaciones a lo que propone Basilea III y lo que propondrá el futuro reglamento comunitario, con diferencias cuantitativas no pequeñas y sobre todo con una inmensa diferencia temporal: los nuevos coeficientes de solvencia no se exigirán en 2011 o en 2012, sino a partir de 2013, con unos calendarios que se completarán en 2018 (ver infra). Los reguladores de Basilea y Bruselas dan tiempo a los bancos para<sup>24</sup> cumplir las nuevas exigencias, y para cumplirlas, en buena medida, con la generación de reservas. Las pruebas de esfuerzo son mucho

más impacientes. Esa impaciencia hace que, en cierto modo, pasen de ser parte de la solución a ser parte del problema.

La lectura inevitable de esas pruebas hecha por los medios fue que las entidades que no alcanzaban en el escenario adverso los niveles marcados “tienen, ya” un déficit de recursos propios que hay que solucionar con urgencia, aunque no incumplan ningún coeficiente legal, menos aun estén en situación de insolvencia real, y probablemente, tampoco vayan a estarlo, o a incumplir, dentro de dos años. Esa lectura no era una exageración periodística. Fue alentada por los propios supervisores, que en sus comentarios de presentación tendieron a olvidar el escenario de referencia para centrarse en el adverso. Además la nueva Autoridad Bancaria Europea, al presentar los resultados de la prueba 2011/12, anunció que había hecho un requerimiento formal a las autoridades supervisoras nacionales sobre la necesidad de cubrir los déficit detectados, que hizo extensivo a aquellas entidades que, estando por encima del 5% en *core tier 1*, soportasen una alta carga de riesgo soberano.

Esta postura de máxima prudencia supervisora tiene alguna explicación. En una situación en rápida evolución, la foto de ayer noche, por bien tomada que esté, poco nos dice sobre el aspecto que tendremos a la mañana siguiente. La persistencia de la mala coyuntura económica, y las renovadas turbulencias de los mercados, hacen temer que ese aspecto sea mucho peor. Por ejemplo, que las pesimistas tasas de impago y de pérdida utilizadas en los cálculos resulten ser, no ya realistas, sino optimistas. O que todo lo planteado para el riesgo soberano y el riesgo país, en el mejor de los casos no mucho más que una elucubración, haya sufrido además presiones políticas y no guarde ningún parecido con la realidad. Tampoco puede descartarse la ocultación contable de problemas, un vicio que los supervisores confirman en todas las intervenciones públicas de entidades de crédito. El fracaso de la prueba europea 2010/11 en la detección de la inminente crisis de la banca irlandesa, o el de la siguiente en el tema del riesgo país, no ayudaron a la credibilidad de las pruebas.

Esas consideraciones indican que las pruebas de esfuerzo son ejercicios muy difíciles de diseñar,

<sup>23</sup> Véase R. Poveda, Las pruebas de tensión, CONSEJEROS, febrero de 2011.

<sup>24</sup> En la óptica de la vigente regulación bancaria, el capital capturado por el mínimo legal del coeficiente de solvencia solo sirve para cumplir ese compromiso legal. No sirve para cubrir dificultades financieras de forma transitoria, porque si el déficit legal no se repone inmediatamente, la entidad puede (debe) perder la licencia bancaria, aunque no esté quebrada. La práctica habitual suele ser más flexible que la letra de la ley.



muy aleatorios y potencialmente muy frágiles. Es legítimo preguntarse si tiene sentido hacerlos, o en todo caso darles la publicidad y relevancia política que se les ha dado. La siguiente gran duda, más general, es si los problemas bancarios potenciales se gestionan mejor actuando con discreción o aireándolos en la plaza pública, una táctica que puede convertir dificultades posibles en profecías autocumplidas.

En la prueba 2010/11, de un total de siete entidades europeas deficitarias, cinco fueron cajas de ahorros españolas. En la siguiente hubo cuatro cajas, más un banco mediano, de un total de ocho; ello a pesar de que los criterios de esa prueba mostraron cierta tolerancia con las operaciones de capitalización en proceso, y por supuesto, con los apoyos públicos, admitidos por Basilea III hasta 2018<sup>25</sup>. Con los criterios de selección de entidades exigidos por el diseño de la prueba y aplicados por otros países, ninguna entidad española hubiese figurado en la lista. El resultado neto de la opción española fue por tanto intranquilizar a unos mercados ya muy nerviosos sobre la situación general de un sistema que tantos pinchazos presentaba.

## 6. ASPECTOS PRUDENCIALES DE LA REFORMA DE LAS CAJAS DE AHORROS

Una actuación largamente debida del regulador español en materia de cajas de ahorros fue la revisión del régimen de las cuotas participativas. Esos instrumentos carecían de derechos de voto y tenían importantes limitaciones cuantitativas a los importes en poder de un mismo tenedor. Diseñadas para el mercado minorista, no podían atraer a inversores interesados en ejercer una influencia activa en la gestión de la caja emisora. Por su falta de atractivo, por su atipicidad, o por los temores, sinceros en unos, retóricos en otros,

---

<sup>25</sup> Sin los apoyos públicos concertados en el primer cuatrimestre de 2011, el número de entidades españolas en déficit habría sido 9, y el europeo 20. En su propia presentación de los resultados, el Banco de España se esforzó en demostrar que incluyendo elementos no tenidos en cuenta en la prueba europea (provisiones genéricas, desinversiones, emisiones de deudas convertibles) todas las entidades españolas hubiesen alcanzado el *core tier 1* propuesto.

de la privatización encubierta, solo había habido una emisión de mal recuerdo hecha por una caja muy necesitada. La revisión consistió en dar a los cuotapartícipes derechos de voto en la asambleas generales de las cajas, suprimir los límites a las tenencias individuales (aunque manteniendo uno que limita el total de cuotas al 50% del patrimonio de la emisora), y obligar a cotizar en bolsa a las cuotas emitidas para el público, sometiéndolas a la disciplina del mercado (o más probablemente a las veleidades del mercado previsible en unos títulos de escaso arraigo emitidos por entidades de mediano tamaño)<sup>26</sup>. Esa reforma, que satisfacía las sugerencias de los organismos internacionales, llegó tarde, cuando ya había empezado el desplazamiento de la actividad financiera de las cajas hacia sus filiales bancarias, las cuales, naturalmente, pueden emitir acciones ordinarias, un instrumento de capital bien conocido de los mercados. Las cuotas, rediseñadas por tercera vez desde su nacimiento legal para dar acceso a las cajas al mercado de capital de riesgo, tienen muchas probabilidades de seguir confinadas al baúl de instrumentos inútiles que han figurado en el Boletín Oficial.

Los problemas de gobernanza de las cajas se abordaron con una reforma profunda de sus órganos de gobierno. El riesgo de politización se atacó prohibiendo ser miembros de los mismos a los cargos electos, a los altos cargos de las administraciones públicas, y a las entidades públicas, y reduciendo la participación del sector público en las asambleas generales al 40%. La idea anunciada fue profesionalizar los órganos directivos. Pero la resistencia al cambio no es pequeña. Los partidos políticos mantienen su influencia a través del estamento de impositores, y de momento los consejos de las cajas, e incluso de sus filiales bancarias, siguen poblados de gentes procedentes de la política y muy allegadas a los partidos. Obviamente eso no sucederá en las entidades intervenidas, administradas transitoriamente por gestores profesionales designados por el FROB, cuyo destino es la privatización. Por otra parte, aunque de hecho los consejos de las cajas no camben en lo esencial,

---

<sup>26</sup> RDL 11/2010, de 9-7. Antes el RDL 9/2009 de 26-6, que creó el FROB, había concedido derechos políticos a los instrumentos de capital aportados por ese fondo, pero solo mientras estuviesen en su poder.



si lo harán los de sus bancos filiales a medida que aumente la apelación al capital externo, y éste exija la designación de consejeros propios.

La regulación de los SIP, un tema en el que no entraremos, tiene un aspecto que debe mejorar el buen gobierno de esos grupos. Una de las condiciones que se les imponen<sup>27</sup> es que “exista una unidad central que determine con carácter vinculante sus políticas y estrategias de negocio, así como los niveles y medidas de control interno y de gestión de riesgos”. Eso aleja un paso las decisiones gerenciales de la influencia directa de los mentores políticos de las cajas, incluyendo sus mentores autonómicos, diluye la de las autonomías de origen en las SIP multirregionales, y debe mejorar el rigor técnico en el análisis de las decisiones de inversión y de las estrategias comerciales.

## 7. EL NUEVO COEFICIENTE DE CAPITAL PRINCIPAL

La Unión Europea estaba preparando en 2010 y 2011 una reforma revolucionaria de la definición del capital y de los niveles de requerimientos de solvencia de las entidades de crédito, en línea con Basilea III. A principios de 2011, cuando las entidades de crédito no habían terminado de absorber la presión de la nueva normativa sobre provisiones, el legislador español introdujo un anticipo sorprendente de aquella reforma<sup>28</sup>. Sorprendente porque la definición de capital usada para el nuevo coeficiente, y sobre todo su nivel y su calendario de aplicación difirieron de los que figurarán en el reglamento comunitario. Sorprendente también porque incluyó una discriminación de niveles cuya intención podría ser dar una imagen reforzada de la solvencia de ciertas entidades, pero cuyo resultado inmediato ha sido incrementar las listas de entidades en déficit, ya no virtual sino legal, y forzar un aumento de los apoyos públicos a aquellas que no hayan podido resolverlos con sus propios medios. Por razones que luego veremos, es probable que ese coeficiente tenga que desaparecer cuando entren en vigor las nuevas normas comunitarias.

La base de capital usada en él es una aproximación al *common equity tier 1*, el capital de la más alta calidad del proyecto de reglamento<sup>29</sup>, pero presenta alguna diferencia que explica el empleo de una denominación diferente. Nuestro “capital principal” se compone del capital social (incluidos los fondos fundacionales y las cuotas participativas de las cajas de ahorros), sus primas de emisión, las reservas efectivas y expresas y elementos asimilables a ellas, los ajustes por valoración positivos en activos disponibles para la venta, los intereses minoritarios materializados en acciones ordinarias, y los instrumentos computables suscritos por el FROB<sup>30</sup>. Y sufre la deducción de los resultados negativos de ejercicios anteriores y las pérdidas del ejercicio corriente, los ajustes negativos de valoración, los activos inmateriales y el fondo de comercio. Por su parte, la definición comunitaria, coincidente en lo esencial, es mucho más detallada que la española, tanto en su listado de los elementos computables o deducibles como en los criterios de calidad que deben cumplir los instrumentos computables. En muchos puntos ese detallismo puede no ser demasiado relevante, pero seguramente sí lo hubiesen sido para algunas entidades españolas cuestiones tales como la deducción de los activos fiscales que sobrepasen ciertos límites, no contemplada en el capital principal, o las limitaciones que pondrá el reglamento comunitario al reconocimiento de los intereses minoritarios.

Pero esas diferencias son menores comparadas con las que existen en el nivel de exigencia. La

<sup>29</sup> Véase *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on prudential requirements for credit institutions and investment firms, Part II*, julio de 2011. La propuesta no estaba disponible cuando se publicó el RDL 2/2011, pero sí las recomendaciones del Comité de Basilea, que Bruselas sigue muy de cerca.

<sup>30</sup> El nuevo coeficiente, como el ordinario, se cumple a nivel consolidado. En caso de los SIP ello implica la consolidación de las cajas de ahorros participantes y de su banco o bancos filiales, con la duda de si el capital de terceros de estos últimos se considera intereses minoritarios o capital del grupo, dadas las funciones directivas encomendadas a la unidad central del SIP. La mención de los instrumentos suscritos por el FROB parece una redundancia si esos instrumentos son acciones o cuotas participativas, pero supondría una clara desviación respecto del capital de alta calidad comunitario si pretendiese abarcar otros posibles apoyos materializados en instrumentos, computables tal vez como capital adicional *tier 1* o como capital suplementario.

<sup>27</sup> RDL 6/2010, de 9-4, art. 25.i).

<sup>28</sup> RDL 2/2011, de 18-2, Título I.



norma europea tendrá dos tramos, uno totalmente obligatorio, del 4,5% de los riesgos ponderados, y otro, el colchón complementario, del 2,5%. El segundo puede no cumplirse, pero entonces la entidad tiene que dedicar una determinada parte de sus beneficios a reservas, según un baremo que crece con el grado de incumplimiento. Se espera que estas situaciones sean transitorias, pero el hecho es que la norma da tiempo a las entidades a reponer su capital de alta calidad con la acumulación de reservas, dentro del planteamiento anticíclico de la política prudencial que impregna Basilea III. En cambio la norma española solo contempla un tramo único para el capital principal, que fija en el caso general en el 8%, un punto más que la suma de los dos tramos comunitarios.

Además hay un caso especial. La exigencia no será del 8%, sino del 10%, para las entidades que tengan un coeficiente de financiación mayorista (a concretar por el Banco de España) superior al 20%, y además no tengan distribuidos títulos representativos de su capital, o derechos de voto, a terceros por un porcentaje igual o superior al 20. Dicho de otra forma, los que hayan caído en la tentación de acudir a los difíciles mercados de emisión de deudas, deberán colocar entre el público un 20% de sus acciones, o serán castigadas. Si lo logran, pasarán a ser entidades del 8% (a partir de cuyo momento les sobrará capital principal)<sup>31</sup>.

La exigencia del 10% solo podía afectar a las cajas de ahorros, o a los bancos filiales a los que estaban traspasando su actividad financiera. Todos los bancos privados satisfacen la segunda condición, y todas las cooperativas de crédito, para su fortuna demasiado pequeñas para ir a los mercados de emisión, satisfacen la primera (y la segunda, si se entiende que los cooperativistas son terceros). De hecho, las entidades del 10% cuando salió la norma fueron diez cajas o grupos de cajas, de las dieciséis entidades o grupos de ese sector institucional entonces existentes<sup>32</sup>.

Además de la elasticidad dada para la cobertura del colchón complementario, el reglamento co-

munitario abrirá unos largos plazos de adaptación para el cumplimiento de las nuevas obligaciones (2013-2015 para el tramo obligatorio, 2016-2019 para el colchón complementario). El legislador español no fue tan paciente: el nuevo coeficiente tuvo que cumplirse a las dos semanas de publicada la norma, el 10 de marzo de 2011<sup>33</sup>. Es muy clarificador de sus intenciones que la norma de entrada en vigor ni figurase entre las habituales disposiciones finales, sino en una extensa adicional sobre estrategia de cumplimiento de los requerimientos de capital. El supervisor sabía al sacar la norma que en marzo habría incumplimientos<sup>34</sup>. También fue impaciente con ellos. Se dio a las entidades incumplidoras un plazo de quince días para presentar un plan de medidas que las normalizasen medio año después, el 30 de septiembre. Se habilitó al Banco de España para dar una prórroga de tres meses por causas justificadas, que podría extenderse otros tres cuando la medida pendiente fuese la emisión de acciones. Seis meses, incluso un año, son poco tiempo para preparar emisiones, vender bloques de actividades, o reducir redes, con procesos de integración incompletos (incluso pendientes de formalización), y con las dificultades derivadas de la situación económica y de los mercados mayoristas existentes al publicarse la norma, más las sobrevenidas posteriormente. Algunas cajas, y los bancos, lograron emitir los capitales necesarios, pero cuatro cajas “han incluido en su estrategia la petición de ayudas públicas como primera opción para recapitalizarse”, en palabras del supervisor<sup>35</sup>.

En realidad el coeficiente de capital principal no fue tanto una medida prudencial de alcance ordinario y con vocación de permanencia como un mecanismo para forzar el ritmo de la reforma de las cajas y obligarlas a emitir acciones. Pudo ser también, como las prueba de tensión, un último intento de impresionar a los mercados con una política reguladora comparativamente muy seve-

<sup>31</sup> La norma no derogó el coeficiente de solvencia vigente, pero lo dejó sin efecto: un grupo que cumpla el 8% de capital principal, está cumpliendo automáticamente el coeficiente de solvencia ordinario, también del 8%, que acepta además el capital adicional y el capital de segundo nivel.

<sup>32</sup> Banco de España, *Nota Informativa de 10 de marzo de 2011*.

<sup>33</sup> La única concesión que hizo el RDL fue permitir cumplir el coeficiente durante 2011 sobre la base de los activos ponderados de diciembre de 2010, no sobre los de cada mes, reajustándose la base si hubiese reducciones estratégicas de negocio importantes, como ventas de redes, de participaciones, o de carteras de créditos y de activos reales.

<sup>34</sup> Incumplieron ocho grupos de cajas, todos del 10%, más dos bancos medianos y dos filiales de bancos extranjeros. Al 8% se hubiesen salvado cuatro grupos de cajas.

<sup>35</sup> Banco de España, *Nota Informativa de 21 de julio de 2011*.



ra. El primer propósito se cumplió. No el segundo, porque los mercados parecen más sensibles a los hechos económicos que a las manipulaciones regulatorias.

## 8. ADAPTACIONES A LA NORMATIVA EUROPEA

Al margen de las medidas de política bancaria adoptadas de forma autónoma, la regulación española va incorporando las normas comunitarias de obligado cumplimiento. Ya hemos visto que en 2008 lo hizo con las derivadas de Basilea II.

En 2010 se procedió a una “preinstalación” de las nuevas ratios creadas por Basilea III (la ratio de apalancamiento, el coeficiente de liquidez, el coeficiente de financiación estable), creando una base legal para su futura regulación<sup>36</sup>. La norma añadió que las nuevas ratios “podrán ser más estrictas en función de la capacidad de cada entidad de crédito para obtener recursos propios básicos”, un añadido que, en el caso de los dos últimos coeficientes mencionados, puede estar mezclando temas de diferente naturaleza.

El añadido enlaza bien con la política diferenciadora practicada en el caso de la ratio de capital principal, pero no con las nuevas tendencias de la regulación comunitaria. En efecto, tras la creación de la Autoridad Bancaria Europea, gran parte de esa regulación va a tomar la forma de reglamentos de aplicación directa, apoyados con guías interpretativas de la ABE. Hasta ahora se presentaba como directivas que solo obligan a los estados miembros, y deben ser transpuestas por ellos a las legislaciones nacionales. Eso ha producido interpretaciones locales legítimas, que ajustan las reglas generales a las peculiaridades institucionales de los diferentes países, pero también ha permitido desviaciones del espíritu de las directivas bancarias originales, si no claros incumplimientos. Los reglamentos evitarán la dispersión normativa. Por otra parte las autoridades europeas

se oponen a la adopción de normas nacionales más estrictas (el llamado *gold plating*) por sus posibles efectos de distorsión de la competencia en el mercado común. Por esas razones, las normas prudenciales, que en Basilea y en las primeras directivas se plantearon como una regulación de mínimos, han ido perdiendo ese carácter en la última década, al tiempo que se han ido reduciendo las opciones y discreciones para los estados miembros contenidas en las directivas. Posiblemente los futuros reglamentos acepten algunos ajustes a las peculiaridades locales, pero es poco probable que esos ajustes amparen la aplicación reglada de coeficientes nacionales discriminatorios<sup>37</sup>. Por tanto el añadido para el coeficiente de liquidez y, más importante, la ratio de capital principal pueden tener que desaparecer cuando se publiquen esos reglamentos.

Las nuevas ratios están pendientes de desarrollo comunitario, y su entrada en vigor se prevé lejana. Pero en el caso de la liquidez la autoridad española sí reguló algunos aspectos de sus políticas de gestión, como las pruebas de tensión internas y los planes para contingencias, en la línea de las recomendaciones internacionales sobre la materia<sup>38</sup>.

También se reglamentó la política de remuneraciones de los “empleados cuyas actividades profesionales inciden de manera significativa en el perfil de riesgo” de las entidades de crédito, de sus grupos y de sus filiales<sup>39</sup>. El tema entra dentro de la política prudencial porque trata de introducir racionalidad en las políticas inversoras de los bancos, y de desincentivar las operaciones de alto riesgo. Siguiendo los criterios internacionales, la norma española impuso unas obligaciones de gobernanza (tales como la creación de comités de remuneraciones), e introdujo criterios para la materialización de los *bonus*, vinculándolos a los resultados a largo plazo de las actuaciones que

<sup>36</sup> RDL 11/2010, de 9-7, art. 8, modificando la tantas veces remendada Ley 13/1985, de 25-5, en su art. 6.3. Es este un artículo muy intervencionista, que da pie a todo tipo de limitaciones cuantitativas “para aquellas operaciones que impliquen riesgos elevados para la solvencia de las entidades”.

<sup>37</sup> Otra cosa son las presiones sobre bancos individuales que puedan ejercer los supervisores locales en sus revisiones de los bancos individuales (el llamado pilar 2), en la medida en que ABE no fije también criterios para esas actuaciones.

<sup>38</sup> RD 771/011, de 3-6, artículo único, número dieciocho. Sobre estas recomendaciones, véase R. Poveda, *BASILEA II*, op. cit., cap. 4.II.

<sup>39</sup> RD 771/011, de 3-6, artículo único, número veintiuno. La norma recibe base legal de la Ley 2/2010, de Economía Sostenible, y transpone la directiva 2010/76/UE de 24-11.





se remuneran (plurianualidad, diferimientos, pago en acciones). No se trata, en principio, de imponer topes supervisores a los ingresos de los empleados, incluyendo los altos directivos que lo sean, pero sí se estableció el principio general de que la remuneración variable solo se pague si resulta sostenible de acuerdo con la situación de la entidad de crédito en su conjunto. No es así en las entidades beneficiarias de apoyos públicos, cuyos *bonus* se limitarán a un porcentaje de los ingresos netos totales, cuando sean incompatibles con el mantenimiento de una base de capital sólida. La eficacia prudencial de esta política se esconde en el futuro.

## 9. UNA RESTRICCIÓN A LA COMPETENCIA

Las dificultades para acceder a los mercados mayoristas, y los altos diferenciales que han de soportar las financiaciones bancarias y las emisiones de bonos que logran colocarse, desde que España se contagió de la enfermedad del riesgo país, desencadenaron a partir de 2009, como reacción natural, una subida de los intereses ofrecidos a los depósitos minoristas. La aplicación de un alto interés, del 7,75%, a los apoyos del FROB no fue un buen ejemplo para la política de gestión de pasivo de las entidades. Había un peligro real para los márgenes de interés y para los beneficios de las entidades de crédito, que traería recortes adicionales a la capacidad de generación de reservas internas. A no ser que la subida se trasladase a los tipos activos. Ninguna de esas perspectivas era grata para la autoridad financiera.

En el pasado alguna notoria guerra de pasivo se cortó en nuestro país con lo que los anglosajones llamarían un fruncimiento de cejas del gobernador del banco central. Esta vez se ha adoptado un procedimiento más formal: la aplicación, a partir de julio de 2011, de un recargo en las aportaciones a los fondos de garantía de depósitos sobre los recursos obtenidos a tipos demasiado altos<sup>40</sup>. Los recursos considerados caros son los depósitos a plazo (o instrumentos que cumplan idéntica función económica a juicio del Banco de

España) hasta tres meses cuyo tipo exceda en un 1,5% al Euribor a tres meses, los depósitos a plazos superiores a tres meses e inferiores a un año cuyos tipos excedan en 1,5% al Euribor a seis meses, los depósitos a un año o más que excedan en más de un 1% al Euribor a un año, y los depósitos a la vista que excedan en 1% al Euribor a un mes. El recargo consiste en multiplicar por cinco el importe de los pasivos caros a efectos del cálculo de las aportaciones, una forma de rodear con discreción el límite legal de las aportaciones. La letra de la norma no distingue entre los depósitos concertados a partir de su entrada en vigor y los ya existentes. Para que el castigo se sufra en caliente, los incrementos de las cuotas se abonarán trimestralmente, no anualmente como se hace con las aportaciones ordinarias.

Esta regla introduce una idea original en la diferenciación de aportaciones a los fondos. Se conocen diferenciaciones basadas en el nivel de riesgo de la entidad. Unos costes de pasivo muy altos en comparación con los de otras entidades pueden ser, y han sido en el pasado, un indicador de fragilidad de la entidad; pero tendría poca base suponer que lo sean también unos diferenciales respecto de un tipo monetario tan estrechos como los señalados en la norma, si todas las entidades los practican. Asimismo se conocen diferenciaciones forzadas por el historial de intervenciones que ha tenido que soportar cada fondo. Éstas han existido y existen en España, y van a provocar una discriminación incómoda entre clases de entidades en la aplicación práctica del recargo: con los actuales niveles de aportación, los depósitos caros de las cajas pagarán el 5 por mil, los de las cooperativas el 4 por mil y los de los bancos el 3 por mil. Obviamente las entidades extranjeras operantes en España que no están adscritas a los fondos de garantía españoles no se verán afectadas por la norma. La norma es pues criticable por falta de equidad.

También lo es en términos de eficiencia, al obligar a las entidades a generar nueva información administrativa, y a la autoridad supervisora a controlarla (¿reaparecerán las cajas B para eludir un “impuesto” de medio punto?). Y por último puede resultar de dudosa eficacia, dada la cuantía relativamente modesta de las penalizaciones.

<sup>40</sup> RD 771/2011, de 3-6, disposición final primera.



## 10. REFLEXIONES FINALES

**Primera reflexión.** Uno de los grandes principios que rigieron la construcción de Basilea III durante 2009 y 2010 fue combatir la prociclicidad tanto de las conductas bancarias como de la anterior propuesta del foro supervisor internacional, Basilea II. De ahí la subdivisión del nuevo coeficiente basado en el capital de alta calidad en tramos de diferente carácter, o los largos calendarios de entrada en vigor de las nuevas reglas, más severas. Seguramente era utópico pensar que los políticos, los supervisores y los bancos adoptarían actitudes relajadas en tiempos de tribulación. No lo han hecho. Ante la presión de unos mercados con aversión al riesgo, las autoridades supervisoras europeas y nacionales han empezado a exigir unos niveles de capitalización que la legislación no impone. La reflexión de los mercados solo puede ser que lo hacen porque los problemas (en particular la probabilidad de impago en la exposición al riesgo país intracomunitario) son mayores de lo confesado en las pruebas de tensión.

España no ha escapado a esas desviaciones sobre el ideal. Más bien las ha acentuado. Su política bancaria en los años buenos fue moderadamente procíclica (entonces expansiva). Y lo ha vuelto a ser (ahora contractiva) en los años malos, primero con el endurecimiento de las provisiones, y acto seguido con la imposición de un coeficiente de solvencia atípico, de inmediato cumplimiento, y diseñado para producir déficits de capital en un sector determinado del sistema. Se habla de un propósito político de reanimar la concesión de créditos, pero esa acumulación de iniciativas procíclicas no pedidas lo hace inalcanzable, al menos a corto plazo. A ello hay que añadir el desconcierto de las cajas de ahorros, sumidas por un par de años en la implementación de unos planes de reestructuración que absorben su atención y sus recursos.

**Segunda reflexión.** Unas pocas entidades españolas precisarían refuerzos de capital, incluso sin las exigencias autóctonas comentadas, y casi todas necesitan financiación suplementaria, proporcionada ahora en buena medida por un Banco Central Europeo aparentemente reticente. La colabo-

ración de la política prudencial a la satisfacción de esas necesidades ha sido transparencia y *gold plating*. La transparencia se ha materializado en una adhesión entusiasta y atípica a las pruebas de tensión europea. Estas no han convencido a nadie por muchos motivos, pero han dejado la impresión de que en España hay demasiados pinchazos bancarios. El *gold plating* ha consistido en proponer, en medio de la crisis, unas regulaciones más severas que las de otros países. Esas revisiones han aumentado la necesidad formal de apoyos públicos, y han arrojado una sombra de duda sobre la alabada robustez de nuestra regulación. También la han arrojado sobre el conjunto de un sistema bancario necesitado, de pronto, de nuevas normas. No han apaciguado a unos mercados dominados por la desconfianza. En ellos pesan más los hechos que figuran en las pantallas de los operadores que unas reformas legales atípicas y difíciles de valorar desde fuera; o los comentarios negativos de la prensa, o de cualquier alto funcionario, que unas explicaciones bienintencionadas, pero contraproducentes, de la autoridad afectada.

**Tercera reflexión.** En medio de la crisis las autoridades se han embarcado en una reforma total, institucional y estructural, del sector cajas de ahorros. La reforma viene motivada solo en parte por motivos prudenciales. En ese terreno (gobernanza, obtención de capital de riesgo) los resultados no pueden ser rápidos. En varios casos lo único conseguido con las exigencias especiales de capital para muchas cajas ha sido un empeoramiento de la imagen de los incumplidores y un mayor recurso al FROB. Puede haber habido un efecto de contagio en la imagen de las cajas cumplidoras (con repercusión en el coste de los recursos), así como cierta confusión del mercado ante la plétora de nombres nuevos, la novedad de la institución SIP, y la complejidad de los grupos en los que subsisten varias cajas originales. Las autoridades han reconocido públicamente que el momento de la reforma no ha sido el más oportuno, para sugerir que debió hacerse antes. Es cierto, pero también pudo dejarse para más adelante y concentrar los esfuerzos en la resolución de los problemas inmediatos.



## II. LECCIONES DEL PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN BANCARIA EN ESPAÑA

Santiago Carbó Valverde  
Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Granada

### RESUMEN

En este artículo se analizan los cambios acontecidos hasta la fecha relativos al proceso de reestructuración bancaria en España. El proceso de reestructuración bancaria en España se ha visto caracterizado por el gran énfasis en los problemas de liquidez en Europa al comienzo de la crisis, el reconocimiento (algo tardío) de los problemas de solvencia y la articulación de un proceso ordenado para reformar el sector, recapitalizarlo y adaptarlo al entorno regulatorio post-crisis. Cabe destacar también que se han dado condicionantes importantes como, por ejemplo, un cierto carácter temporal desacompañado respecto a otros países europeos y una aceleración final ligada al recrudescimiento de los problemas de riesgo soberano en Europa y la ansiada búsqueda de credibilidad de España en materia de reformas estructurales. También se pone de manifiesto que las decisiones regulatorias que han conformado la reforma han fijado su prioridad a largo plazo en la estabilidad financiera, si bien esto ha podido tener consecuencias de corto y medio plazo. Entre éstas últimas, cabe destacar los efectos sobre la oferta de financiación bancaria, con un prolongado racionamiento de crédito, así como la dificultad para discriminar la solvencia de entidades, con una estigmatización generalizada del sector bancario español. El problema de diferenciación entre entidades y de resolución del proceso de recapitalización se ha hecho, además, más patente a medida que las tensiones derivadas de la crisis de deuda soberana se intensifican en Europa.

En todo caso, con la perspectiva de tres años de reforma bancaria en España, cabe destacar que se ha producido una considerable reconfiguración del sector bancario español, que cuenta con entidades de mayor dimensión, en proceso de reforzamiento de solvencia y con una corrección (aún en marcha) de la capacidad instalada. Por otro lado, cabe destacar que la reforma en España ha tenido un carácter más ordenado que en otros países europeos. En estos países se comenzó por una recapitalización poco organizada, con inyecciones de capital muy significativas y, sin embargo, en la mayoría de ellos aún no se ha reestructurado el sector en cuanto a ajustes de capacidad y número de operadores, lo que constituye un reto añadido para un sistema bancario europeo no exento de notables dificultades. Es importante señalar que el negocio bancario de los próximos años parece abocado a un control regulatorio muy exhaustivo y a una reducción en el número de operadores (ya realizada en gran medida en España) donde los márgenes financieros serán más estrechos y será mucho más complicado establecer diferenciación en esos márgenes entre entidades. Para ello será preciso, entre otros aspectos, desarrollar una reorientación del negocio, desde la financiación de actividades relacionadas con lo inmobiliario, hacia otros aspectos de la actividad productiva. Necesariamente, y en concordancia con la estructura de la financiación bancaria en otros países, el crédito en España tendrá que orientarse en mayor medida hacia las pymes.



## 1. INTRODUCCIÓN

Resulta complicado extraer lecciones sobre un proceso que implica importantes cambios regulatorios, competitivos y estratégicos en el sector bancario como es la reestructuración que se está acometiendo en España desde 2008. Y es una tarea aún más complicada cuando se trata de un proceso inconcluso. En parte, porque uno de sus elementos fundamentales, la recapitalización, aún está en marcha dentro de un calendario ampliado hasta 2012 y, en parte también, porque los efectos de estas reformas son de largo plazo y sólo el paso del tiempo puede establecer su alcance último. Asimismo, la crisis de la deuda soberana, así como las dudas sobre la recuperación económica, hacen temer que hagan falta más esfuerzos de reestructuración y recapitalización en los próximos tiempos.

Este artículo pasa revista a los cambios acontecidos hasta la fecha y se estructura en dos partes diferenciadas que siguen a esta introducción. En la primera de ellas se pasa revista a los principales eventos regulatorios que componen el proceso de reestructuración bancaria en España desde 2008 hasta 2011, tratando de identificar las principales implicaciones actuales y potenciales de tales reformas. En la segunda parte, se ofrece un corolario de las principales contribuciones que puede tener la reforma bancaria en España para salir de la crisis –incluyendo una perspectiva comparativa europea– y de los retos aún pendientes.

Entre los aspectos más determinantes del análisis que se realiza en este artículo se destaca que el proceso de reestructuración bancaria en España se ha visto caracterizado por el gran énfasis en los problemas de liquidez en Europa al comienzo de la crisis, el reconocimiento (algo tardío) de los problemas de solvencia y la articulación de un proceso ordenado para reformar el sector, recapitalizarlo y adaptarlo al entorno regulatorio post-crisis. En este proceso, se han dado condicionantes importantes como, por ejemplo, un cierto carácter temporal desacompasado respecto a otros países europeos (lo que ha tenido ventajas e inconvenientes) y una aceleración final ligada al recrudecimiento de los problemas de riesgo soberano en Europa y la ansiada búsqueda

de credibilidad de España en materia de reformas estructurales, con protagonismo del sistema financiero. También se pone de manifiesto que las decisiones regulatorias que han conformado la reforma han fijado su prioridad a largo plazo en la estabilidad financiera, si bien esto ha podido tener consecuencias de corto y medio plazo. Entre éstas últimas, cabe destacar los efectos sobre la oferta de financiación bancaria, con un prolongado racionamiento de crédito, así como la dificultad para discriminar la solvencia de entidades, con una estigmatización generalizada del sector bancario español.

## 2. LAS REFORMAS EN REVISIÓN: SECUENCIA TEMPORAL

### 2.1. Diferentes orígenes para un problema de liquidez para un mismo final de crisis de solvencia

La identificación de la crisis financiera en España dejó ya una temprana e importante lección para España, en alguna medida compartida también en otros países: **la línea que separa las crisis de liquidez y las de solvencia es, en ocasiones, muy delgada.** En España los efectos de la crisis tardaron en dejarse ver. En agosto de 2007 y los meses que siguieron, el impacto de las hipotecas *subprime* y los vehículos estructurados de inversión fue limitado en España, dado que el uso de este tipo de productos fuera de balance había sido limitado. Sin embargo, durante 2008 los problemas de liquidez se fueron generalizando a todo el sistema bancario europeo, por el contagio y la desconfianza que se había generado en los mercados interbancarios. Tras el momento crítico que supuso la caída de Lehman Brothers en septiembre de 2008, el amplio uso de las facilidades de liquidez por parte de los bancos centrales se hizo más evidente. Hasta ese momento, en España sólo se había producido el reconocimiento de un problema de liquidez, que se identifica como un componente exógeno externo. De hecho, el principal esfuerzo de apoyo al sector bancario en 2008 fue la creación del Fondo para la Ad-



quisición de Activos Financieros (FAAF), articulado en el Real Decreto-ley 6/2008 y desarrollado por la Orden EHA/3118/2008. El FAAF se constituyó como un fondo adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda, dotado con 30.000 millones de euros, ampliables a 50.000 millones de euros, para la compra de activos financieros de máxima calidad, “según criterios de objetividad, seguridad, transparencia, eficiencia, rentabilidad y diversificación, con el fin de fomentar la financiación a empresas y particulares residentes en España” y “surge como respuesta a un fallo de mercado y no como medida de rescate dirigida a una o unas entidades determinadas. Aspira, pues, a contribuir a la activación del flujo de crédito a empresas y particulares que otorgan las entidades de crédito”.

**La resistencia de los bancos a prestarse entre sí pronto se reveló como un fenómeno asociado a algo más que la incertidumbre sobre la tenencia o no de vehículos estructurados de inversión.** Asimismo, en muchos países se reveló un exceso importante de oferta y de capacidad instalada en muchos sectores industriales, así como la existencia de un importante sobrecalentamiento y crecimiento desmesurado de los precios de la vivienda y de los créditos hipotecarios así como de los asociados a la promoción inmobiliaria. A medida que este problema se hacía más palpable, **comenzó a difundirse una preocupación generalizada por el deterioro que para los balances bancarios suponía la elevada exposición al mercado inmobiliario.** De forma creciente, los analistas e inversores comenzaron a realizar sus propias estimaciones sobre la pérdida esperada que podía generar este tipo de exposición, lo que redundó aún más sobre las tensiones de financiación interbancarias. Por lo tanto, **aun con diferentes orígenes según el país, el problema de liquidez ocultaba tras de sí un problema tanto o más importante de solvencia.** Cuando este problema comenzó a ser muy evidente en España, tras la intervención de Caja Castilla La Mancha por parte del Banco de España en la primavera de 2009, se pasó a instrumentar un proceso de reestructuración ordenada del sector bancario, cuyo pilar fundamental fue el Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforza-

miento de los recursos propios de las entidades de crédito, que propone un modelo de reordenación articulado en torno a una nueva institución creada al efecto, el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). **Este es uno de los pilares fundamentales de la reforma bancaria en España, ya que el FROB se instrumentó como un proceso ordenado, en parte herencia supervisora de otras reestructuraciones bancarias en España correspondientes al período de liberalización financiera. Cuando la mayor parte de los sectores bancarios europeos ya habían recibido importantes inyecciones de capital públicas, en España continuaba existiendo una relativa tibieza para acometer una recapitalización que no pasara por soluciones privadas de forma prioritaria.** De este modo, el desarrollo del FROB apostaba por la búsqueda de soluciones privadas a las dificultades de viabilidad de las entidades de crédito estableciendo medidas para afrontar esas debilidades, con la aportación de fondos por parte del FROB y/o eventualmente de los Fondos de Garantía de Depósitos. Aún cuando un proceso ordenado ofrece ventajas significativa (que se comentan más adelante) también pudo implicar la pérdida de una oportunidad de recapitalización más contundente que hubiera podido evitar tensiones e incertidumbres que aún hoy persisten, aunque **el balance entre las consecuencias de una reforma ordenada y una recapitalización anticipada no es fácil de definir.** En todo caso, el FROB abría cuatro grandes posibilidades, no necesariamente excluyentes, para las entidades financieras española:

-Cualquier entidad cuya solvencia estuviera demostrada podía seguir su propio camino y desarrollar sus propias estrategias de financiación, crecimiento e integración.

-En el caso de que un determinado número de entidades no entrara en el supuesto anterior y presentara algunas dudas sobre su viabilidad, estas instituciones, a iniciativa propia o del Banco de España, debían presentar en treinta días un plan de viabilidad que tendría que ser aprobado por el propio ente supervisor, que se reservaba la potestad de introducir modificaciones en



el mismo. A partir del plan de viabilidad se planteaban escenarios de lo que debía ser la entidad, al menos para un horizonte de tres años. En cualquier caso, la principal vía por la que estos planes de recapitalización eran considerados era a través de fusiones o absorciones. Además, se incluían medidas disciplinarias en caso de incumplimiento de los planes de viabilidad o los compromisos adquiridos que podrían implicar potencialmente cambios en los órganos de administración de las entidades objeto de análisis.

- La tercera posibilidad contemplaba situaciones de dudas importantes sobre la viabilidad de entidades financieras en las que el Banco de España podría intervenir directamente la entidad de acuerdo a los supuestos legales que le permitía la Ley de Disciplina e Intervención. El Banco de España, en ese caso, destituiría a los administradores y el Comité del FROB se haría cargo de la entidad con problemas. En este punto no habría dudas, la reestructuración pasaría por una fusión o absorción o por el traspaso total o parcial del negocio de la entidad, con el apoyo de los fondos del FROB.

-El cuarto supuesto era novedoso en cierta medida, dado que se consideraba que aquellas entidades que no presentaran problemas de viabilidad pero quisieran fusionarse, podrían solicitar ayuda financiera del FROB para hacerlo en las mejores condiciones de solvencia, de forma similar a como había ocurrido en otros países europeos. Eso sí, con el seguimiento del Banco de España.

## 2.2. La exigencia de *core capital* y la reforma de la Ley de Cajas (Real Decreto-ley 11/2010)

La economía política del proceso de reestructuración exige a cada sector bancario estar preparado para afrontar los retos que la regulación impone

como reacción a la inestabilidad financiera generada con la crisis. En la reforma de la arquitectura financiera internacional aún en desarrollo, el acuerdo de Basilea III goza de protagonismo y aumentar los requerimientos de solvencia constituye un principio básico y fundamental de salvaguarda del sistema. **Cuando el mercado exige aumentar los recursos propios de máxima categoría (*core capital*) esta exigencia regulatoria impone cambios para España, en particular para la forma que las cajas de ahorros captaban capital.** En todo caso, las reformas específicas relativas a las cajas se vieron precedidas por un número importante de procesos de concentración siguiendo la pauta marcada por el FROB, que se analizarán posteriormente. Aumentar la dimensión se asoció como una primera condición necesaria para facilitar el acceso a los mercados de capitales que requería el nuevo entorno competitivo. Ya en 2010 y en paralelo al desarrollo de los test de estrés, se aprobó un importante cambio normativo referente a las cajas de ahorros que iba, en cierta medida, a dar mayor soporte legal a algunas de las formas de integración que se estaban prodigando, al tiempo que se comenzaba a poner especial énfasis en la necesidad de aumentar capital y se abrían nuevas fórmulas de configuración jurídica de las cajas para poder acceder a ese capital en la forma de acciones. El RD-L 11/2010, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros supuso un cambio legal de trascendencia muy significativa. En sentido genérico, se presentó con el objetivo de facilitar la entrada de capital privado en las cajas de ahorro por varias vías. La reforma introducía novedades importantes en el ámbito de las cuotas participativas, las estructura de propiedad que las cajas de ahorros podían adoptar y otros aspectos entre los que destacaba la posibilidad de extensión del FROB para entidades solventes que, en escenarios especialmente adversos (entiéndase, de estrés) pudieran atravesar dificultades, aun cuando no participasen en procesos de integración.

En el ámbito de las cuotas participativas se estableció (como opción) la posibilidad de su emisión con derechos de voto. Estos derechos se establecieron en proporción a la participación del



cuota-partícipe en el patrimonio de la entidad y no podían representar más del 50% del total de derechos de voto. El resto de consejeros generales debía ajustar la proporción de sus derechos de voto al margen que dejaran las cuotas participativas. La participación individual no tenía límites salvo el genérico del 50% del patrimonio. Este mecanismo abría ya la posibilidad de establecer importantes participaciones cruzadas entre bancos y cajas de ahorros que, hasta la fecha, no se habían podido producir.

Por otro lado, la reforma introdujo novedades importantes respecto a los modelos de cajas de ahorros que pueden adoptarse en el ámbito de la posible entrada de capital privado en las mismas. Junto al Sistema Institucional de Protección o SIP, se establecía la posibilidad de “ejercicio indirecto de la actividad”. Esta posibilidad implicaba la cesión de todo el negocio financiero de la caja (o parte, si se prefiere) a un banco. Las cajas que optaran por este modelo podrían conservar su naturaleza jurídica. En este supuesto, la caja debe participar en ese banco en, al menos, el 50% de sus derechos de voto y el banco podrá utilizar en su denominación social y en su actividad expresiones que permitan identificar su carácter instrumental, incluidas las denominaciones propias de la caja de ahorros de la que dependa. Otra posibilidad es la transformación de la caja en fundación de carácter especial segregando sus funciones financieras de las benéfico-sociales. Las cajas que opten por esta opción deberán traspasar todo su patrimonio afecto a la actividad financiera a un banco a cambio de acciones de esta último. Se transformarán en fundaciones de carácter especial perdiendo su condición de entidad de crédito. La fundación centrará su actividad en la atención y desarrollo de su obra social, para lo cual podrá llevar a cabo la gestión de su cartera de valores. **En aquel punto, era importante preservar algunos de los aspectos distintivos de las cajas de ahorros. Incluso con segregación del control financiero hacia un banco, la función financiero-social que aportan las cajas y su imagen de cercanía y banca relacional trataron de ser preservados. A medida que nos adentramos en una nueva banca, con una dimensión mayor, el papel de la banca relacional debe seguir siendo importante.**

Los SIP merecen una atención particular. En términos prácticos, el SIP es un mecanismo de apoyo y defensa mutuo entre las entidades integrantes, cuyo objetivo primordial es el de garantizar la liquidez y solvencia de todos sus miembros, permitiendo a su vez a cada miembro mantener su identidad y personalidad jurídica. No se trata de una fusión, ya que las entidades integrantes mantienen su forma jurídica y su capacidad de decisión, así como su independencia económica. En el caso del SIP, el RD-I 11/2010 confirmó que la sociedad central había de ser una sociedad anónima y que las cajas participantes debían representar, al menos, un 50% del accionariado. Es importante señalar que la escisión de cualquier entidad o entidades del SIP debe ser aprobada por el Banco de España, que podría denegarla en caso de considerar que tal escisión amenaza la viabilidad de la entidad integrada o alguna de sus partes.

Asimismo, en el RD-I 11/2010 es preciso destacar los cambios en lo referente al gobierno corporativo. Se establece la incompatibilidad del ejercicio del cargo de miembro de órganos de gobierno de una caja con el de todo cargo político electo y con el de alto cargo de las administraciones públicas. En cuanto a la representación de intereses en los órganos de gobiernos de las cajas, las principales novedades son la reducción del límite de la representación de las administraciones públicas al 40%. Asimismo, la participación de las comunidades autónomas se llevará a cabo a través de miembros designados exclusivamente por su cámara legislativa y que, al tiempo, gocen de reconocido prestigio y profesionalidad. **Es importante señalar que aunque durante 2010 y 2011 se ha avanzado significativamente en esta reforma del gobierno corporativo de las cajas, la despolitización y mejora de la profesionalización es un proceso abierto que aún deberá reforzarse con el tiempo.**

Otro cambio muy importante –que en términos prácticos supuso la prolongación del FROB– se produce en el ámbito de la solvencia, en lo referente a “recapitalización de entidades individuales”. En concreto, se admite la posibilidad de que, excepcionalmente, el FROB pueda adquirir títulos emitidos por entidades individuales que,

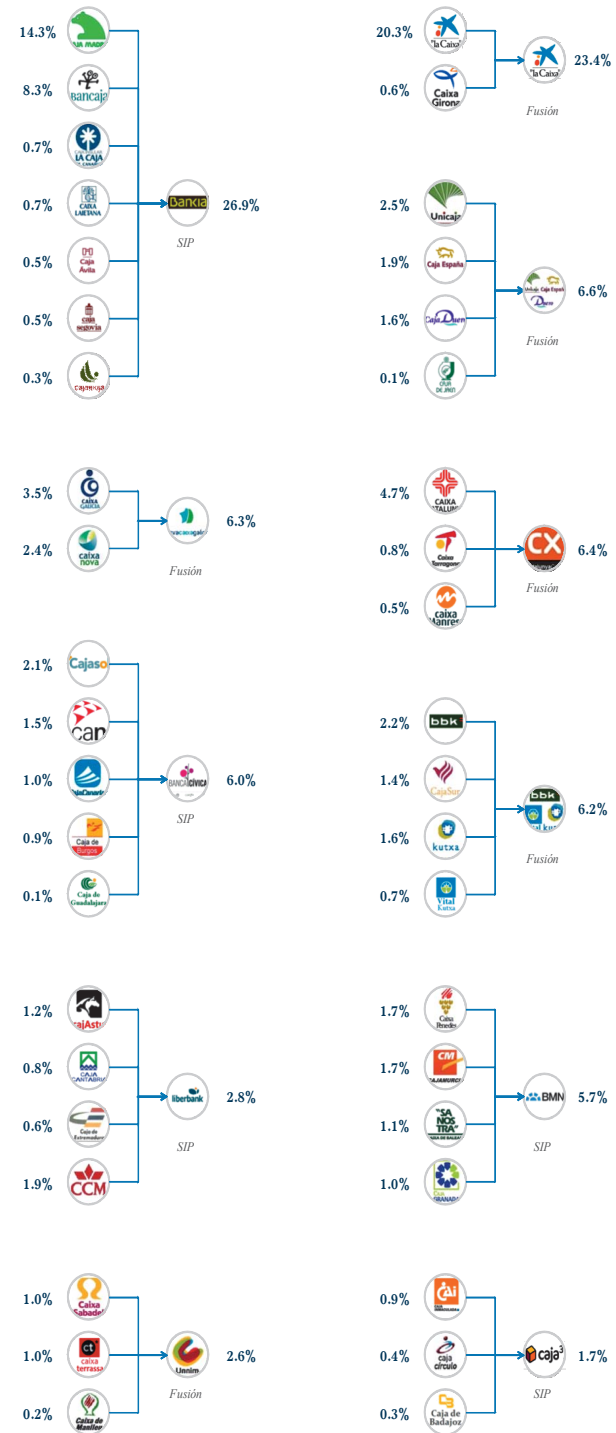


sin incurrir en las circunstancias previstas en el artículo 6 de dicho Real Decreto-ley (“debilidades en su situación económico-financiera que, en función del desenvolvimiento de las condiciones de los mercados, pudieran poner en peligro su viabilidad y determinen la conveniencia de que acometa un proceso de reestructuración”), precisen a juicio del Banco de España de un reforzamiento de sus recursos propios. Esta posibilidad ganó posteriormente peso cuando la reestructuración se centró en 2011 principalmente en el proceso de recapitalización.

### 2.3. Concentración financiera y deterioro de activos

Cabe preguntarse en qué medida el FROB ha supuesto un cambio en la estructura competitiva del sector, en la medida en que se han impulsado numerosos procesos de integración, hasta la fecha exclusivamente entre cajas de ahorros. Cabe destacar la flexibilidad con la que el FROB ha contado para apoyar integraciones con independencia de su formato jurídico, de manera que tanto en el caso de fusiones entre cajas, como de acuerdos de constitución de los SIP, el FROB ha tenido la suficiente capacidad para instrumentar tales apoyos. Como resultado, ha habido 11 procesos de integración (cinco SIP y seis fusiones) que han reducido el número de cajas o grupos de cajas de ahorros de 45 hasta 17, en las que han participado 40 cajas de ahorros (Gráfico 1). En septiembre de 2011, están en fase avanzada, además, dos fusiones adicionales entre Unicaja y Caja España-Duero, por un lado, y BBK, Vital y Kutxa, por otro. El Gráfico 2 muestra los activos totales de las entidades resultantes y cómo quedan configuradas las cajas y grupos de cajas en España. Resulta ilustrativo señalar que el tamaño medio del sector de las cajas de ahorros se ha casi triplicado, pasando de 28.825 millones de euros en 2008, hasta 78.607 millones de euros en septiembre de 2011.

GRÁFICO 1. PROCESOS DE INTEGRACIÓN EN LAS CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLAS DURANTE LA REESTRUCTURACIÓN DEL SECTOR







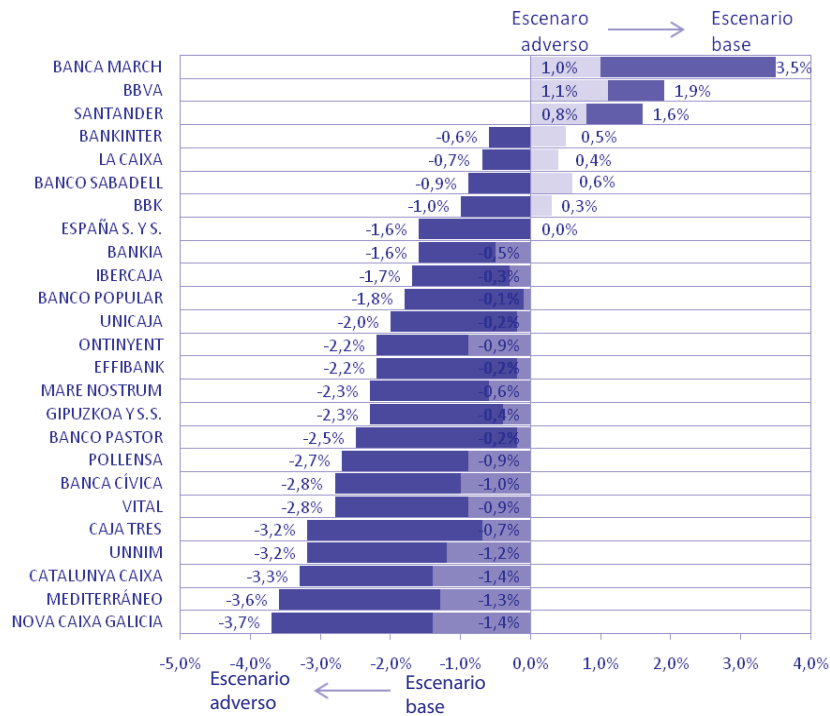
Otro de los elementos más controvertidos relativos al proceso de reestructuración en España es la magnitud del deterioro de activos, fundamentalmente vinculada a la exposición inmobiliaria, así como la pérdida esperada derivada. Ya en 2010, la tasa de morosidad de bancos, cajas y cooperativas de crédito relacionada con créditos a construcción y promoción inmobiliaria alcanzó el 10,94 por 100. En todo caso, el deterioro de activos no se ve reflejado únicamente en las tasas de morosidad en el crédito concedido a construcción y promoción inmobiliaria. Es necesario, además, aproximar la exposición total a este sector, qué parte de ella es problemática y que valor tienen los activos que dan soporte colateral a estos créditos. Una primera aproximación con algo de detalle fue aportada por el Banco de España en su nota informativa de 21 de febrero de 2011 (Banco de España, 2011). La exposición problemática de las cajas se estima en 100.000 millones de euros. Según el Banco de España, las provisiones específicas constituidas suponen un 31% del total de estas exposiciones. Si a ello se agrega el importe de la provisión genérica, mayoritariamente utilizada para atender estos quebrantos, se comprueba que las provisiones totales cubren el 38% de esta cartera. En cuanto al conjunto del sector, los datos referentes a julio de 2010 arrojan una exposición problemática total de 181.000 millones de euros, con una cobertura total del 33%. Comparando los datos de las cajas a diciembre de 2010 con los del promedio del sector seis meses antes parece deducirse que **durante 2010, gran parte del esfuerzo de saneamiento se produjo por la vía de las provisiones**, lo que pudo mitigar en alguna medida la pérdida esperada.

Otro hito importante en la aproximación de la pérdida esperada y las necesidades de capital se da con la publicación de los resultados de las segundas pruebas de esfuerzo a la banca europea en julio de 2011, en las que participaron 25 entidades españolas que incluyeron todos los grupos de cajas y todos los bancos que cotizan en bolsa. Como es propio de estos test, se contempló un escenario de referencia y otro adverso, siendo este último el que marca la resistencia en condiciones

de estrés de las entidades analizadas. En el escenario macroeconómico adverso de las pruebas de julio de 2011, los hipotéticos deterioros brutos acumulados para el periodo 2011-2012 se cifran en 168.811 millones de euros, un 5,4% de los activos. El peso más relevante lo presenta la cartera de promotores y adjudicados que, con unos deterioros de 65.900 millones de euros, supone el 39% del total. Asimismo, se destacaba que las entidades financieras españolas cuentan con provisiones específicas por 65.459 millones de euros, que les permitiría absorber un 39% de los deterioros (un 42% en las cajas) y se estimaba una capacidad de generación de ingresos, en los dos años considerados (2011 y 2012), que absorberían otro 47%. El margen de explotación contempla una caída promedio para el conjunto de las entidades españolas en el periodo considerado respecto del obtenido en 2010 del 19%, si bien con importantes diferencias entre entidades. Con estos datos, y una vez tenido en cuenta el efecto impositivo, los bancos internacionalmente activos presentarían un superávit en los recursos disponibles en relación a los deterioros de 14.339 millones de euros, un 21% del total, mientras que las cajas de ahorros y el resto de bancos presentarían un déficit neto de 23.701 millones y 4.237 millones de euros respectivamente, que suponen un 30% y un 21% de los deterioros brutos y con notable disparidad entre entidades. El resultado para el conjunto del sistema es un deterioro neto de 13.599 millones de euros, un 0,4% de los activos y un 8% de los deterioros brutos. El gráfico 2 ofrece una descomposición individual de este deterioro neto.



GRÁFICO 2. DETERIORO NETO DE ACTIVOS SEGÚN LOS TEST DE ESFUERZO DE JULIO DE 2011



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Estas pruebas de esfuerzo también revelaron que los recursos propios core tier 1 a diciembre de 2010 para el conjunto de las entidades españolas ascendía a 139.863 millones de euros, lo que supone una ratio del 7,4%. Una vez computados los deterioros o el superávit neto y los efectos de los “Dividendos y otros” se obtiene una primera ratio core tier 1 “tensionada” hasta diciembre de 2012. Este importe asciende para el conjunto del sistema a 130.063 millones de euros, lo que supone una ratio del 6,5%.

#### 2.4. La recapitalización: el Real Decreto-ley 2/2011 de reforzamiento del sistema financiero

Aun cuando el FROB y el RD-I 11/2010 permitieron afrontar cambios de gran calado para la reestructuración del sector bancario español, la evolución de la llamada crisis de la deuda soberana durante 2010 y 2011 y las dudas que los inversores internacionales mantenían sobre la capacidad de

las entidades financieras españolas para solventar los problemas de solvencia -así como sobre las estructuras de integración que se estaban formando y su gobernanza- precisó de nuevas iniciativas regulatorias. En este sentido se desarrolló el RD-I 2/2011 de reforzamiento del sistema financiero. El Real Decreto-ley 2/2011 persigue tres objetivos fundamentales. En primer lugar, se elevan las exigencias de solvencia de las entidades de crédito españolas para “favorecer su acceso a los mercados de capitales, y en general, para reforzar la confianza en la solidez del sistema bancario español”. En segundo lugar, se incentiva a las entidades para que “acudan a los mercados de capitales y para que adopten estructuras fáciles de comprender y evaluar por los mercados”. Y en tercer lugar, se “acelera el proceso de reestructuración en concordancia con las normas comunitarias”.

Se proponen nuevas exigencias de capital a las entidades financieras, que se aproximan a las exigencias de capital previstas en Basilea III. Estas nuevas exigencias son:



- Un 8 por 100 de los activos ponderados por riesgo en cada momento.
- La exigencia se elevará al 10 por 100 para:
  - Aquellas entidades que verifiquen que tengan una proporción mayor del 20 por 100 en los mercados mayoristas superior al 20 por 100,
  - Y que no hayan colocado frente a terceros inversores al menos el 20 por 100 de su capital social.

El cuadro 1 muestra el cómputo de *core capital* bajo el RD-l 2/2011.

**CUADRO 1: DEFINICIÓN DE CORE CAPITAL EN EL RDL 2/2011**

+	Capital desembolsado
+	Reservas
+	Prima de emisión
+	Resultado positivo del ejercicio
+	Plusvalía en RF y RV AFDV
+	Intereses minoritarios
+	Deuda obligatoriamente convertible en acciones
+	Participaciones del FROB
-	Acciones propias
-	Pérdidas del ejercicio
-	Fondo de comercio
-	Otros activos inmateriales
-	Minusvalías en RF y RV AFDV
-	Ajuste por valoración de AFDV que forman parte del patrimonio neto

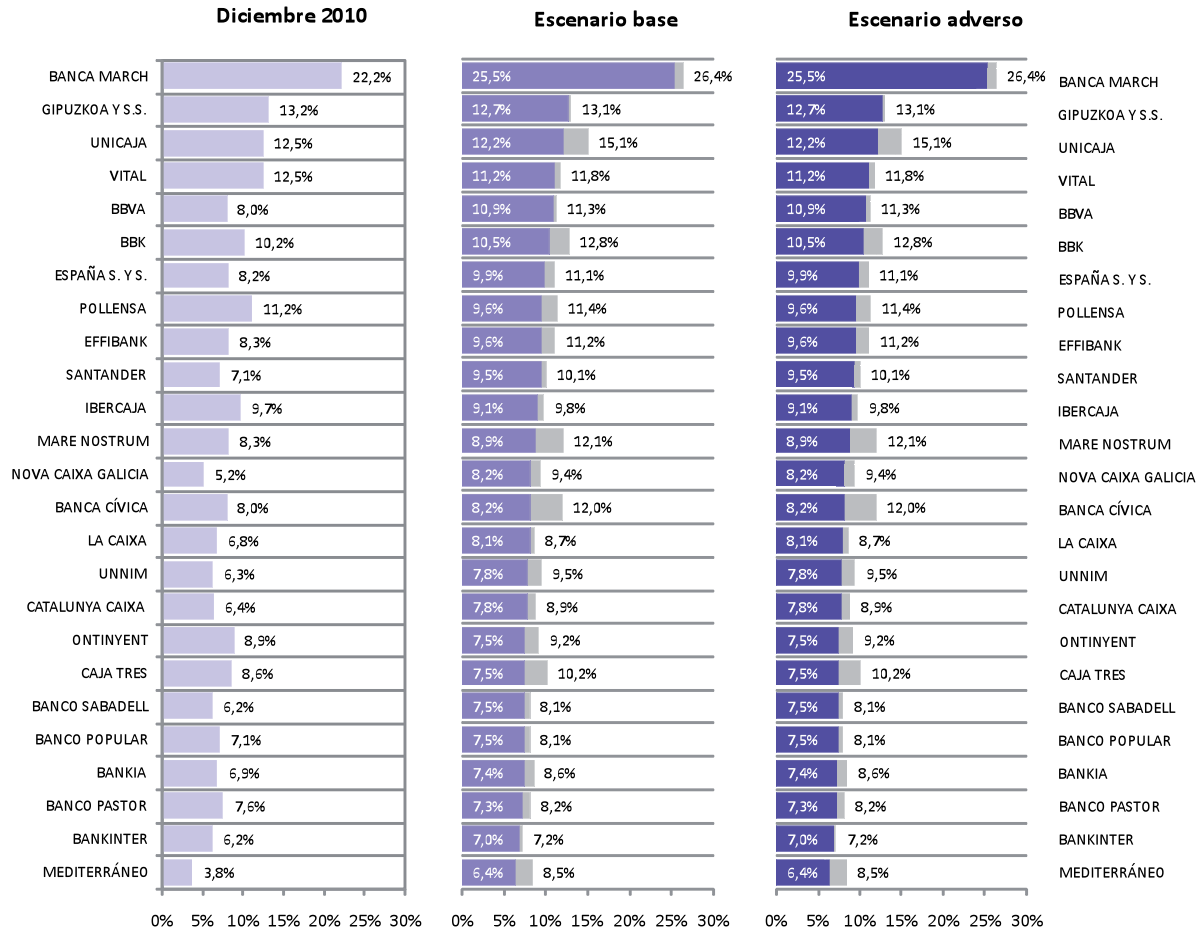
Fuente: Banco de España. Elaboración propia.

En este RD-l de reforzamiento, el FROB asume un papel catalizador en el proceso de reestructuración. La reforma del funcionamiento del FROB incluye la autorización para adquirir acciones del capital social de las entidades financieras con el fin de reforzar sus recursos propios, mediante un periodo limitado de tiempo, a condición de que la entidad aplique un plan de recapitalización con posibles compromisos referidos a los costes de estructura, gobierno corporativo y otros. Para el caso particular de las cajas de ahorros o de una integración mediante un SIP, se exigirá pasar todo el conjunto de la actividad crediticia a un banco (i) mediante el ejercicio indirecto de la actividad financiera y (ii) transformación en una fundación titular de un banco. Además el FROB se incorporaría como administrador adicional al consejo de administración del banco resultante. No obstante, la entidad beneficiaria deberá presentar un plan de recapitalización que ha de aprobar el Banco de España en el que se establecerán las medidas suficientes para orientar la mejora de la eficiencia, la racionalización de su administración, así como un redimensionamiento de su actividad productiva. Por su parte el FROB enajenará los títulos adquiridos en un plazo máximo de cinco años.

Como se indicó anteriormente, las pruebas de esfuerzo de julio de 2011 revelaron que la ratio core tier 1 tensionada del sector bancario español se estimaba en el 6.5%. Es importante añadir que con el RD se estimaron necesidades de capital de 14.471 millones de euros que se articularon en un calendario por distintas vías (aún en aplicación). Con esas aportaciones, los recursos propios core tier 1 para el conjunto del sistema sumarían 144.534 millones de euros, y la ratio core tier 1 sería del 7,3%. De los 14.471 millones de euros, 547 millones de euros corresponden a ampliaciones de capital ya realizadas en bancos, 750 millones de euros a emisiones de bonos obligatoriamente convertibles y 13.174 millones a capital comprometido por las cajas de ahorros bajo los supuestos del propio RD-l 2/2011, ya sea mediante apelación al capital privado o a través del FROB, un proceso que aún está en desarrollo. El Gráfico 3 ofrece la descomposición individual de la ratio core tier 1 de las entidades financieras españolas mostrada en las pruebas de esfuerzo de julio de 2011.



GRÁFICO 3. RATIO CORE TIER 1 EN 2010 Y PROYECCIÓN DE ESCENARIO DE LAS PRUEBAS DE ESFUERZO DE JULIO DE 2011



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

### 3. LA REESTRUCTURACIÓN EN PERSPECTIVA Y LOS RETOS PENDIENTES

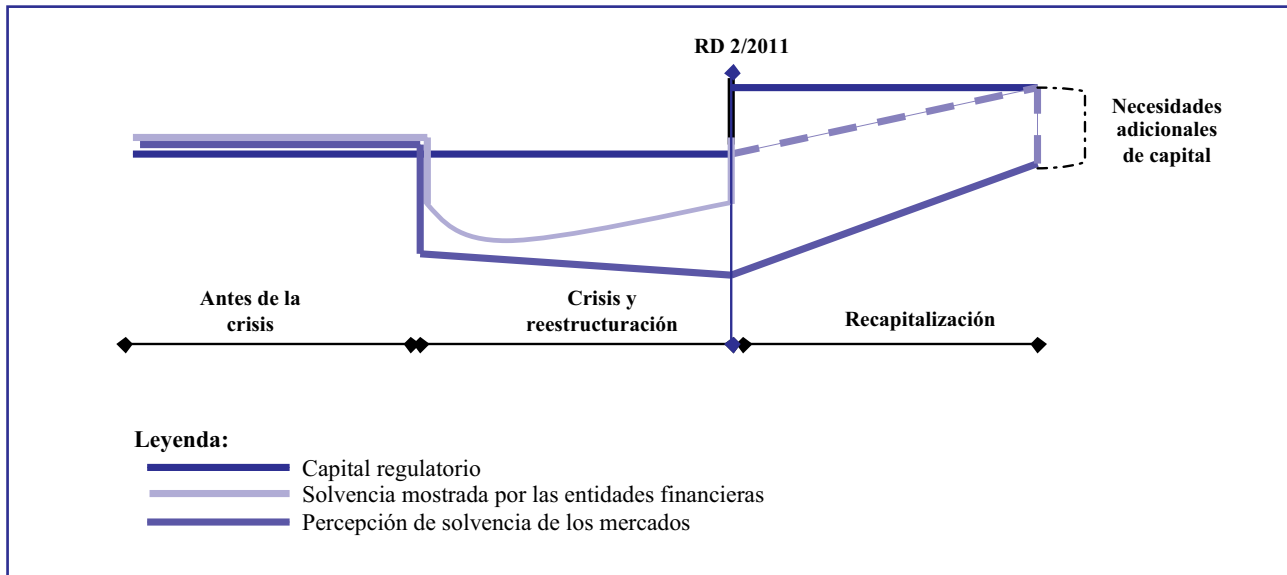
En pleno proceso de recapitalización del sector bancario español, el verano y otoño de 2011, han estado marcados en Europa por el agravamiento de la crisis de la deuda soberana que, entre otros aspectos, han aumentado de forma muy considerable la volatilidad en los mercados de valores y propiciado aumentos muy importantes de la prima de riesgo en países como España y, en mayor medida, Italia. En este punto, está pendiente de concreción esa etapa supuestamente final del pro-

ceso de recapitalización bancaria en España que inició el RD-l 2/2011. Por ello, la evaluación de la reforma bancaria en España que se ofrece en este apartado, a modo de corolario y conclusiones del artículo tiene en la recapitalización un punto de referencia fundamental. El Gráfico 4 muestra la problemática existen para la recapitalización en perspectiva.

Como se señala en el Gráfico 2, el nivel de solvencia mostrado por las entidades financieras españolas antes de la crisis se encontraba por encima del mínimo regulatorio establecido y la percepción de los mercados era bastante acorde con la información ofrecida por el sector. Durante la crisis, la solvencia mostrada por las entidades financieras se ve afectada de forma negativa.



GRÁFICO 4. LA SENDA DE LA ESTABILIDAD BANCARIA EN ESPAÑA: REGULACIÓN, PERCEPCIÓN DE LOS MERCADOS Y RECAPITALIZACIÓN



Los diferentes procesos de concentración impulsados por el FROB consiguen, en alguna medida, mitigar este deterioro de la solvencia y elevar de forma progresiva los niveles de recursos propios. Sin embargo, a medida que las dudas que los inversores (o, genéricamente, los mercados) sobre el deterioro de activos se acrecientan, la solvencia percibida por estos inversores es menor que la declarada por las entidades individuales. Aún cuando el RD-1 2/2011 supone un revulsivo en cuanto a la señalización de mayores exigencias de capital, la percepción de los inversores respecto a la solvencia sigue siendo, en nuestra opinión, distinta de la mostrada por el sector y genera, como muestra también el Gráfico 4, un *gap* de solvencia que, a juicio de los inversores foráneos, debe completarse mediante la aportación de recursos de capital adicionales al sistema. Esta percepción negativa responde a dos motivos, fundamentalmente. En primer lugar, algunos analistas y consultoras internacionales señalan que las necesidades de capital en el sector bancario español son más elevadas de lo que se estima en España y las sitúan en un amplio rango (e, impreciso en muchos casos respecto a su definición) de 20.000 a 80.000 millones de euros. El principal argumento es que una parte del deterioro de los balances no

aparece porque se encuentra ligado a refinanciaciones de crédito cuya viabilidad es cuestionable. En segundo lugar, porque las intervenciones de entidades financieras realizadas en España durante la crisis han revelado pérdidas de hasta cuatro y cinco veces mayores de las esperadas una vez que las entidades implicadas han sido auditadas por los interventores. En definitiva, **se revela un problema de identificación en el que tanto entidades solventes, como problemáticas pero viables se ven confundidas y los inversores no siempre parecen distinguir unas de otras claramente.**

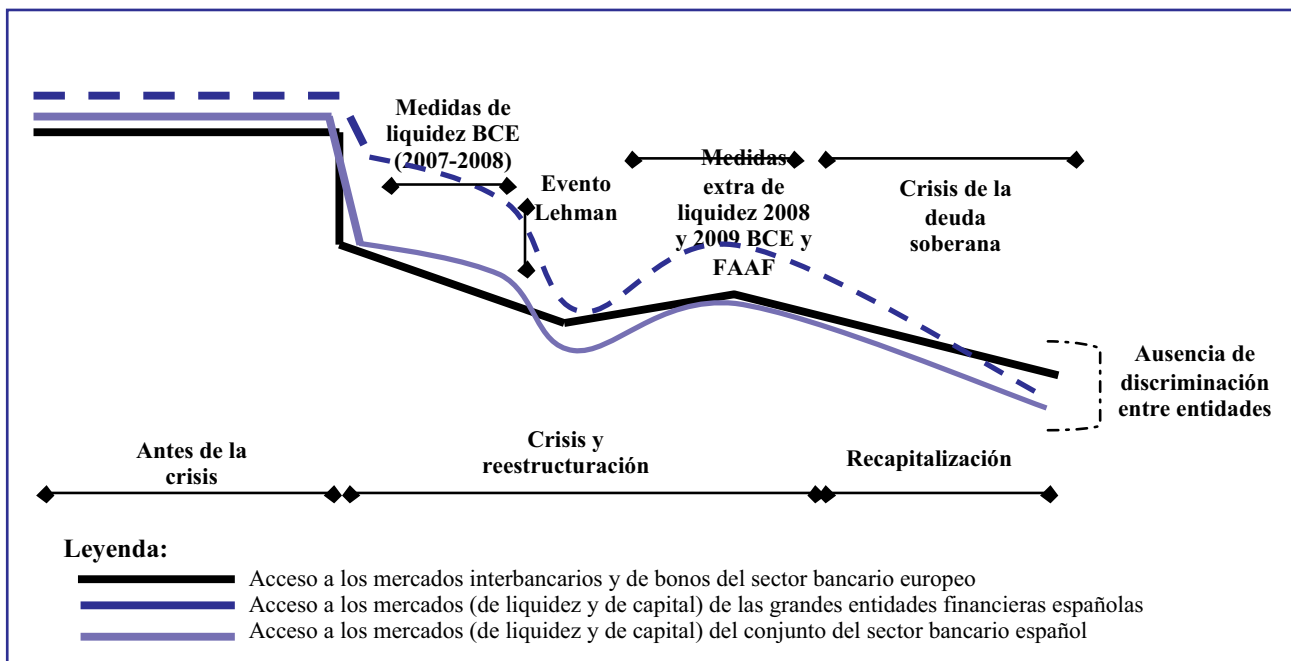
**El problema de diferenciación entre entidades y de resolución del proceso de recapitalización se hace más patente a medida que las tensiones derivadas de la crisis de deuda soberana se intensifican en Europa.** La dinámica de esta problemática se describe en el Gráfico 5. En agosto y septiembre de 2011, los mercados de deuda e interbancarios se encuentran fundamentalmente cerrados, en particular para los bancos españoles e italianos. En los episodios anteriores de tensiones de liquidez, las medidas extraordinarias del Banco Central Europeo permitieron aliviar esas restricciones. Sin embargo, en 2010 y, sobre todo, 2011, la crisis de deuda soberana se ha acrecentado y el acceso a los mercados de deuda se ha ido cerrando de forma



progresiva. En España, los momentos más críticos han coincidido con la salida a bolsa en julio de los tres grupos de cajas que, hasta la fecha, han optado por esa vía (Caixabank, Bankia y Banca Cívica) y que, en cualquier caso, pudieron completarse incluso en un entorno tan hostil. Sin embargo, hacia los meses de agosto y septiembre de 2011 comienza a apreciarse de forma muy palpable esa ausencia de discriminación de los mercados entre

to donde el debate en torno a la reestructuración –como uno de los principales retos pendientes– se ha situado en la necesidad o no de cerrar cuanto antes el proceso de recapitalización y de aportar o no por parte del FROB los recursos necesarios (incluso más allá de los anunciados) para completar ese reforzamiento de la solvencia. Teniendo en cuenta las tensiones a que está sometidas las entidades y la falta de discriminación entre la solven-

GRÁFICO 5. TENSIONES DE LIQUIDEZ, CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA Y AUSENCIA DE DISCRIMINACIÓN ENTRE ENTIDADES



entidades solventes y entidades con problemas y en vías de recapitalización.

Como trata de mostrar el gráfico 5, las restricciones para acceder a la liquidez en España se han agudizado y las dificultades se han generalizado para todas las entidades, incluso para aquellas que por su tamaño y reputación han tenido tradicionalmente mayores resortes y que durante la crisis habían incluso propiciado su inclusión en importantes cámaras de compensación como LCH, Clearnet o Eurex. Es más, el problema de liquidez se ha generalizado hacia un problema de capital en la medida en que las bolsas (en este caso tanto en España como en otros países) están castigando duramente al sector bancario. Es en este contex-

cia de las diferentes entidades parece adecuado acometer con urgencia esa fase final de la recapitalización. La recapitalización sigue siendo el más importante reto. Aun siendo un proceso de reforma más ordenado, la recapitalización en España está tardando en completarse y, en una perspectiva europea, para muchos analistas resultó algo sorprendente el RD-1 2/2011 se pretendiera fijar distintos niveles de coeficiente regulatorio atendiendo a criterios como la propiedad del capital social o la apelación mayorista para obtener liquidez, cuya relación con el nivel de capital necesario no está suficientemente documentada. No puede olvidarse, además, que un aumento tan considerable de las exigencias mínimas de *core capital*



—como se ha mostrado en la literatura bancaria convencionalmente— ha de tener necesariamente un efecto restrictivo sobre el crédito, aunque este pueda ser justificable por un objetivo superior de estabilidad financiera. En todo caso, **cabe considerar como positivo que el RD-1 2/2011 hiciera más explícito el papel del FROB y sus funciones como participante activo el proceso. En particular, se ha acogido de forma positiva que el FROB adopte, en alguna medida, el rol de *backstop* o barrera para solventar problemas de acceso a los recursos de capital.**

Además, en la evaluación del proceso de reestructuración, cabe analizar otros aspectos importantes que pueden determinar su incidencia final y su diferenciación respecto a otros procesos emprendidos en el resto de Europa. En primer lugar, con la perspectiva de tres años de reforma bancaria en España, cabe destacar que se ha producido **una considerable reconfiguración del sector hacia las exigencias del nuevo entorno competitivo y regulatorio** generado por la crisis financiera. En particular, el sector bancario español cuenta con entidades **de mayor dimensión, en proceso de reforzamiento de solvencia y con una corrección (aún en marcha) de la capacidad instalada** que se está instrumentando en un ajuste de oficinas y empleos progresivo para mejorar la eficiencia. Por otro lado, cabe destacar que la reforma en España ha tenido un carácter más ordenado

que en otros países europeos. En estos países se comenzó por una recapitalización poco organizada, con inyecciones de capital muy significativas y, sin embargo, en la mayoría de ellos aún no se ha reestructurado el sector en cuanto a ajustes de capacidad y número de operadores, lo que constituye un reto añadido para un sistema bancario europeo no exento de notables dificultades. Es importante señalar que **el negocio bancario de los próximos años parece abocado a un control regulatorio muy exhaustivo y a una reducción en el número de operadores (ya realizada en gran medida en España) donde los márgenes financieros serán más estrechos** y será mucho más complicado establecer diferenciación en esos márgenes entre entidades. Para ello será preciso, entre otros aspectos, desarrollar una reorientación del negocio, desde la financiación de actividades relacionadas con el mercado inmobiliario, hacia otros aspectos de la actividad productiva. Necesariamente, y en concordancia con la estructura de la financiación bancaria en otros países, el crédito en España tendrá que orientarse en mayor medida hacia las pymes. **La diversificación del crédito hacia sectores con proyección de futuro** e industrias con un componente innovador, podría representar una alternativa fundamental no sólo ante el menor dinamismo de la actividad bancaria vinculada al mercado inmobiliario, sino también ante el potencial de penetración de estos nuevos sectores.







### III. EL PAPEL DE LOS BANCOS CENTRALES DURANTE LA CRISIS FINANCIERA: LECCIONES PARA EL FUTURO

Juan Ayuso  
Banco de España  
José Luis Malo de Molina  
Banco de España

#### RESUMEN

En este artículo se analizan las respuestas del BCE y la FED a la crisis para comprender su contribución a la superación de las tensiones y para extraer de la experiencia lecciones relevantes. Tras una primera etapa en la que ambos bancos centrales siguieron unas pautas de acción bastante similares, centradas en garantizar la provisión y la distribución de la liquidez, surgieron mayores divergencias en el uso de herramientas no convencionales, reflejo de una percepción y una valoración diferenciadas de los riesgos implícitos de difuminación de los límites entre la política monetaria, por un lado, y de las políticas fiscales y de estabilidad financiera, por otro. Las reacciones, en todo caso, han evidenciado la flexibilidad de los modelos actuales de política monetaria y la capacidad de las autoridades para evitar los errores que condujeron a la Gran Depresión. A partir de esta experiencia no resulta evidente, sin embargo, que deban ampliarse los objetivos de la política monetaria para incluir el mantenimiento de la estabilidad de los precios de los activos financieros. Más fundamentada resulta, por el contrario, la necesidad de desarrollar un nuevo ámbito de actuación de la política económica en torno al concepto de análisis macroprudencial, una tarea en la que los bancos centrales, por su situación privilegiada en el engranaje de los mercados financieros, deben cooperar aunque preservando su autonomía en el manejo de la política monetaria.

#### 1. INTRODUCCIÓN

En el verano de 2007, un desarrollo financiero relativamente menor –el aumento de la morosidad en el segmento de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos– se convirtió en el detonante de una crisis financiera que, acelerada más tarde como resultado de la quiebra del banco de inversión norteamericano Lehman Brothers, adquirió unas proporciones y una extensión geográfica sin precedentes. Siguiendo el patrón de comportamiento identificado por Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff (véase Reinhart y Rogoff, 2009), esta crisis financiera terminó dando lugar a una crisis del sector real de las distintas economías cuyos efectos se comenzaron a sentir ya en la parte final de 2008 y que serían particularmente severos durante el ejercicio siguiente, cuando la economía mundial experimentó la mayor contracción registrada desde el final de la Segunda Guerra Mundial.

En el momento de escribir este artículo, la situación dista aún de haberse normalizado, singularmente en Europa, donde los mercados de deuda soberana siguen sometidos a fuertes tensiones y tres países pertenecientes a la Unión Económica y Monetaria (UEM) –Grecia, Irlanda y Portugal– están bajo programas de apoyo financiero de la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional. A pesar de ello, la economía mundial se ha adentrado en una senda de progresiva, aunque accidentada, recuperación, que está siendo claramente liderada por las economías emergentes, y las condiciones generales en los mercados finan-



cieros internacionales parecen tender hacia un paulatino retorno hacia la normalidad, dentro de un clima de enorme incertidumbre vinculado a la grave crisis de la deuda soberana que está viviendo la zona del euro y a los riesgos de recaída en la recesión que, aunque improbables, no están suficientemente despejados. Con todo, los escenarios más probables para los próximos ejercicios indicarían que la economía mundial ha logrado sortear el grave peligro que se cernía de reeditar un episodio parecido a la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado.

El comportamiento de la economía mundial habría sido con toda seguridad muy diferente si no se hubiera producido una rápida y contundente reacción de las políticas económicas, fruto de la maduración del pensamiento macroeconómico acumulado tras los errores cometidos en los años treinta. El recurso a las políticas expansivas de demanda y a la activación de los mecanismos de rescate financiero consiguieron detener el proceso de realimentación entre las tensiones generadas en los sectores real y financiero de las economías que se suele producir en crisis de esta envergadura y en el que se comenzaba a adentrar peligrosamente la economía mundial a partir de los meses finales de 2008. Más concretamente, los gobiernos adoptaron de forma bastante generalizada medidas discrecionales orientadas al estímulo del gasto al tiempo que diseñaron y pusieron en práctica con rapidez planes de apoyo a sus respectivos sistemas financieros, encaminados a restaurar la confianza de los inversores. Estas acciones, además, se llevaron a cabo siguiendo unos principios básicos comunes decididos a escala global en el ámbito del G20. Es importante subrayar que, como la crisis misma a la que hacía frente, el intento de coordinación internacional a gran escala de las respuestas de política económica era un ejercicio que carecía de precedente histórico, por lo que no es de extrañar que sus innegables aciertos se vieran también tamizados por carencias y vacilaciones.

La actuación de los gobiernos vino acompañada de otra, no menos oportuna y contundente, de los bancos centrales, que se tradujo en una relajación del tono general de la política monetaria en las principales áreas económicas así como en cambios de alcance en sus respectivos marcos

operativos. De hecho, dada la mayor flexibilidad con la que puede actuar la política monetaria, la reacción de los bancos centrales fue la que tomó el liderazgo de las operaciones y la que permitió salir al paso de los riesgos de crisis generalizadas de liquidez que, de haberse materializado, habrían desencadenado un peligroso círculo vicioso contractivo frente al que poco o nada habrían podido hacer otras ramas de la política económica. El objetivo de este artículo se cifra, precisamente, en analizar con detalle esta reacción de las autoridades monetarias para comprender su contribución a la superación de las tensiones y para extraer de esta experiencia las lecciones oportunas. Más concretamente, el trabajo se centra, sobre todo, en las actuaciones del Banco Central Europeo (BCE) y de la Reserva Federal norteamericana (FED). El singular patrón geográfico de esta crisis, centrada en esta ocasión en las economías avanzadas, y la relevancia de Estados Unidos y la UEM en ese contexto justifican este enfoque selectivo que facilita, además una comparación de las experiencias europea y americana, de la que, como se verá más tarde, se pueden extraer algunas enseñanzas muy relevantes para el diseño de la estrategia y del marco operativo de la política monetaria. Ello no quiere decir que no se hayan producido experiencias de gran interés en la reacción específica de otros bancos centrales, ni que todos los casos se puedan ajustar a uno de estos dos patrones, aunque sí es cierto que el debate se ha polarizado en torno a estos dos modelos. Con este propósito, tras esta introducción, se revisan las medidas adoptadas por el BCE y la FED desde el inicio de la crisis (sección II), se consideran los principales retos y las posibles lecciones (sección III) y se cierra el artículo con un breve capítulo de conclusiones (sección IV).

## 2. LA REACCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES ANTE LA CRISIS

Los efectos de la crisis financiera que se desató en el verano de 2007 se dejaron sentir muy pronto sobre los mercados monetarios europeos y americanos, incidiendo así sobre una pieza fundamental del mecanismo de transmisión de la política



monetaria. Un indicador comúnmente aceptado para calibrar el nivel de las tensiones en estos mercados es el diferencial entre el tipo de interés EURIBOR de un depósito en el mercado interbancario y el de un *overnight interest swap (OIS)* al mismo plazo<sup>1</sup>. El gráfico 1 muestra la evolución de este diferencial para los plazos de 3 y 12 meses. Como puede observarse, los niveles de riesgo se elevaron considerablemente a partir de agosto de ese año. Desde entonces, se mantuvieron relativamente constantes hasta que la quiebra de Lehman Brothers, ya en el otoño del año siguiente, provocó un nuevo y más acusado repunte de las tensiones.

Tanto en el caso del BCE como en el de la FED, la liquidez que el banco central inyecta en el sistema financiero mediante sus operaciones de mercado abierto es posteriormente redistribuida entre las entidades a través, precisamente, de los mercados monetarios. En consecuencia, cuando las tensiones comenzaron a obstaculizar esta labor de redistribución de la liquidez ambas autoridades monetarias adoptaron una serie de medidas encaminadas a paliar sus efectos. En última instancia, estas medidas supusieron la progresiva asunción por su parte de esa función de redistribución de la liquidez que, en condiciones normales, desempeñan los mercados monetarios.

En una primera etapa las dos autoridades monetarias reaccionaron de manera bastante similar. Aunque, a diferencia de lo ocurrido en el caso de las políticas fiscales y de apoyo al sector financiero, no cabe hablar aquí de coordinación *ex ante* ni entre los bancos centrales independientes ni entre estos y los gobiernos, sí es cierto que, *ex post*, las acciones emprendidas por todos ellos tendieron a reforzarse mutuamente entre sí. En esta fase, las medidas adoptadas por el BCE y la FED se circunscribieron al ámbito de la gestión de la liquidez sin

que, por tanto, cambiasen ni el tono de la política monetaria, ni el tamaño del balance de cada banco central, ni aspectos esenciales de la composición de este último.

Más concretamente, el BCE reaccionó activando una política de provisión de liquidez más generosa, que se instrumentó en un primer momento mediante un mayor número de operaciones de ajuste de suministro de fondos líquidos (hasta cuatro de estas *fine tuning operations* tuvieron lugar en la segunda semana de agosto de 2007) y, más tarde, a través de volúmenes de adjudicación más elevados en sus operaciones regulares de política monetaria.<sup>2</sup> Estas mayores inyecciones de liquidez no se tradujeron, sin embargo, en mayores volúmenes netos de fondos líquidos en circulación ya que una parte sustancial de lo suministrado en primera instancia era reabsorbido por el propio BCE posteriormente a través de su facilidad de depósito, en la que las entidades terminaban colocando la parte de la liquidez que habían solicitado no tanto en función de sus verdaderas necesidades como por precaución y por desconfianza en el buen funcionamiento de los mercados monetarios. De hecho, cuando estos funcionan correctamente, el banco central, que es el suministrador último de los recursos líquidos que requieren las entidades, se limita a satisfacer la demanda neta del sistema, que es después redistribuida entre las entidades a través de los mercados monetarios. Por el contrario, cuando son incapaces de intermediar eficientemente entre las instituciones individuales, el banco central recibe las demandas brutas de cada una. Para evitar fricciones, la solución es satisfacer, primero, esta demanda bruta y retirar, después, los correspondientes excesos a través de algún otro instrumento.

Adicionalmente, el BCE amplió el plazo medio de sus préstamos de política monetaria mediante

<sup>1</sup> En ambos casos las operaciones subyacentes tienen lugar entre las entidades financieras que operan en los mercados monetarios pero mientras que en la primera los riesgos afectan tanto a los intereses de la operación como a su principal, en la segunda no hay riesgo de principal ya que se trata solo de un *swap* (intercambio) de tipos de interés a distintos plazos. Dado el mayor peso relativo del riesgo de principal en un depósito interbancario a corto plazo, los cambios en este diferencial de rentabilidades ofrecen una buena aproximación a la evolución de los riesgos generales de contrapartida en el mercado monetario.

<sup>2</sup> Las operaciones regulares incluyen subastas semanales de inyección de liquidez con un plazo de vencimiento de una semana (operaciones principales de financiación) y subastas mensuales de inyección de liquidez con vencimientos trimestrales (operaciones de financiación a más largo plazo). Las operaciones de ajuste no tienen carácter regular y pueden ser tanto de provisión como de drenaje de liquidez. El lector interesado puede encontrar una descripción detallada del marco operativo de la política monetaria del área del euro en BCE (2011).



un aumento del peso relativo de las operaciones de financiación a más largo plazo (LTRO según su acrónimo en inglés<sup>3</sup>), en detrimento de las denominadas operaciones principales de financiación (MRO, por su acrónimo en inglés<sup>4</sup>), cuyo plazo de vencimiento es de una semana. Más concretamente, amplió el número de las LTRO realizadas a 3 meses e introdujo nuevas operaciones a 6 meses en la primavera de 2008. También modificó la distribución de los volúmenes proporcionados mediante las MRO a lo largo del periodo de mantenimiento del coeficiente de reservas mínimas. De este modo, aumentó el volumen de las MRO realizadas en las primeras semanas del periodo de mantenimiento a costa del correspondiente a las instrumentadas en las semanas finales de dicho periodo (*frontloading*), acomodando así el deseo de las entidades de asegurarse un cumplimiento relativamente temprano de los requisitos derivados de dicho coeficiente.

En definitiva, con esta serie de medidas el BCE acomodó el cambio que tuvo lugar en el patrón de la demanda de liquidez de las entidades al banco central como resultado de su progresiva pérdida de confianza en la capacidad del mercado monetario para satisfacer sus necesidades y de un creciente nivel de incertidumbre sobre sus flujos de liquidez. Es importante destacar, además, que el BCE pudo realizar estos cambios sin tener que llevar a cabo ninguna revisión o remodelación del marco operativo disponible, que evidenció de este modo un grado de flexibilidad notable.

La FED también explotó los márgenes de maniobra que le ofrecía su marco operativo<sup>5</sup> ampliando, por ejemplo, el plazo de vencimiento de los préstamos ofrecidos a través de su facilidad de descuento. Sin embargo, las limitaciones de dicho marco se hicieron pronto evidentes y para poder acomodar un cambio similar al europeo en el patrón de demanda de liquidez de sus entidades se vio obligada a introducir nuevas piezas no contempladas en su esquema de instrumentación. En diciembre de 2007 creó la *Term Auction Facility* y en

marzo de 2008, la *Primary Dealer Credit Facility* para ampliar sus posibilidades de realizar préstamos de regulación monetaria de una manera más flexible. Adicionalmente, habilitó mecanismos para aumentar los activos en manos de las entidades susceptibles de ser aportados como garantías en sus demandas de liquidez y, por tanto, para elevar su capacidad para obtener recursos líquidos de la FED. Más concretamente, la FED puso en marcha una facilidad para prestar Letras del Tesoro americano, activos líquidos descontables en las operaciones de política monetaria, a cambio de otros activos ilíquidos no elegibles como los procedentes de la titulización de hipotecas (*Mortgage Back Securities*, en la terminología anglosajona).

En definitiva, estas herramientas comparten el objetivo común de facilitar el acceso directo a la FED por parte de un número mayor de entidades así como que estas puedan hacer uso de un conjunto más amplio de activos de garantía. De este modo, los cambios en el marco operativo del banco central americano tendieron a aproximarlos al del BCE que, desde un principio y por razones de diversa índole, incluidas las históricas, contemplaba desde su creación un conjunto amplio tanto de entidades de contrapartida como de activos de garantía.<sup>6</sup>

Para concluir la revisión de esta primera fase, y como una prueba más de las coincidencias que tendieron a dominarla, hay que hacer mención del acuerdo alcanzado entre la FED, el BCE y otros bancos centrales para abrir líneas *swap* de divisas entre ellos con el objetivo fundamental de garantizar una adecuada provisión de liquidez denominada en dólares (euros) a las entidades de crédito no residentes en Estados Unidos (la UEM). Gracias a este nuevo instrumento, cada banco central podía suministrar a sus entidades de contrapartida no solo fondos en su propia divisa sino también recursos con los que hacer frente a sus flujos corrientes de ingresos y pagos en otras divisas.

La quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 marcó un salto cualitativo en el desarro-

<sup>3</sup> *Longer Term Refinancing Operations*

<sup>4</sup> *Main Refinancing Operations*

<sup>5</sup> Para mayor detalle sobre el marco operativo de la política monetaria de la FED consúltese Ennis y Keister (2008).

<sup>6</sup> A título de ejemplo, la amplitud de la lista de activos admitidos como colateral no es ajena a la necesidad, al comienzo de la UEM, de integrar las listas previas de los distintos bancos centrales nacionales.



llo de la crisis. Por un lado, se acrecentaron las tensiones en los mercados financieros, incluidos los monetarios como refleja claramente el gráfico 1. Por otro, la crisis financiera comenzó a afectar también al sector real de la economía mundial. De este modo, las acciones para flexibilizar y aumentar la provisión de liquidez, que siguieron siendo necesarias, hubieron de complementarse en una doble dirección. En primer lugar, con una relajación del tono de la política monetaria para acomodarlo a un brusco cambio cíclico que alimentaba riesgos deflacionistas, más acusado en Estados Unidos que a este otro lado del Atlántico. Adicionalmente, con un conjunto nuevo de medidas no convencionales encaminadas, en líneas generales, a reparar otros segmentos de los mercados financieros distintos de los monetarios pero relevantes también para el normal funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

En el ámbito de las políticas de gestión de la liquidez, el BCE se mostró más activo que la FED. En octubre de 2008 las MRO y las LTRO dejaron de instrumentarse a través de subastas a tipo variable (con un tipo de interés mínimo, en el caso de las primeras) y pasaron a realizarse a un tipo de interés fijo y con adjudicación plena de todas las demandas recibidas. De esta manera, se consumaba la progresiva sustitución del papel intermediador del mercado monetario por un mecanismo basado en la relación directa entre las entidades y el BCE<sup>7</sup>. Se creó, también, una nueva operación de inyección de liquidez con un plazo de vencimiento coincidente con el periodo de mantenimiento del coeficiente de reservas mínimas, de manera que las entidades que así lo desearan podían garantizarse con total certidumbre al comienzo de dicho periodo de mantenimiento el volumen total de liquidez necesario para cumplir con los requisitos de su coeficiente de caja. Por otro lado, la lista de activos admisibles como colateral en las operaciones de política monetaria se amplió de manera temporal para garantizar que las entidades no se viesen restringidas en su demandas por esta vía y,

ya en mayo de 2009, se amplió adicionalmente el plazo medio de vencimiento de las operaciones de política monetaria mediante la incorporación de una nueva operación especial al plazo de 12 meses, realizada también mediante el procedimiento de subastas a tipo fijo y con satisfacción plena de todas las pujas recibidas. Las líneas *swap* para la provisión de liquidez en dólares se reabrieron y se reforzaron.

En el caso de la FED, quizá la actuación más significativa en este ámbito haya sido la decisión de remunerar las reservas mantenidas por las entidades. Esta actuación, que supuso un paso adicional en la dirección de aproximar el marco operativo de la política monetaria americana al del BCE, permitió una separación más clara y efectiva entre las decisiones relativas meramente a la gestión de la liquidez y aquellas otras encaminadas a modificar el tono de la política monetaria.

Precisamente en relación con los cambios en el tono de la política monetaria, el día 8 de octubre de 2008, el BCE y la FED (conjuntamente con otros bancos centrales como los del Reino Unido o Japón) llevaron a cabo un recorte coordinado de 50 puntos básicos en sus respectivos tipos de interés oficiales. Esta bajada de tipos marcó el inicio de un periodo de progresiva relajación del tono de la política monetaria. Antes de que acabara el año, el tipo de los fondos federales se había reducido hasta el 0-0,25%<sup>8</sup> desde el 2% de partida previo a la quiebra de Lehman Brothers. El proceso fue algo más dilatado en el caso del BCE, que partía también de un nivel más elevado, acorde con su diferente situación cíclica en el otoño de ese año. Entre septiembre de 2008 y mayo de 2009 el tipo de interés mínimo de las MRO pasó del 4,25% al 1%. En cualquier caso, ambas instituciones situaron sus tipos oficiales de intervención efectiva o prácticamente a escasa distancia del mínimo absoluto posible, agotando de este modo el margen de acción disponible para las medidas convencionales.

El notable paralelismo entre las actuaciones de ambos bancos centrales que evidencian los párrafos anteriores no se extendió, sin embar-

<sup>7</sup> El movimiento se complementó con el estrechamiento del pasillo que forman los tipos de interés de las facilidades de crédito y de depósito del BCE, que pasó de 200 a 100 puntos básicos simétricamente distribuidos en torno al tipo de interés fijo de las subastas de las MRO.

<sup>8</sup> A partir de diciembre de 2008 la FED comenzó a establecer su objetivo para el tipo de estos fondos en forma de rango



go, al ámbito de las medidas no convencionales. Seguramente, como se argumenta en Lenza et al. (2010), las discrepancias pueden deberse en buena medida a las diferencias estructurales que existen entre los sistemas financieros a uno y otro lado del Atlántico: el europeo, basado en el papel central de las entidades de crédito en la intermediación de los flujos financieros de la economía; el americano, por el contrario, mucho menos dependiente de los bancos y con un papel más protagonista de los mercados. Pero es probable también que las divergencias observadas en el uso de las herramientas no convencionales de política monetaria reflejen una percepción y una valoración diferentes de los riesgos asumidos por el banco central con este tipo de acciones.

En mayo de 2009, el BCE puso en marcha un programa de compra de *covered bonds*, el grupo de activos financieros al que pertenecen las cédulas hipotecarias españolas, por un montante total de 60 mm de euros. El objetivo de esta medida fue mejorar la liquidez de este segmento del mercado, que había desempeñado tradicionalmente un papel importante como suministrador de fondos mayoristas para los bancos europeos y que se había visto fuertemente afectado por la crisis. Es evidente, por la magnitud del programa, que el objetivo del BCE no era en este caso suplir a este mercado sino incentivar su recuperación, previniendo la posibilidad de que su bloqueo pudiera repercutir en el volumen y el coste de los créditos concedidos por los bancos y, por tanto, en la adecuada transmisión de la política monetaria.

Un año más tarde, el surgimiento de la crisis de la deuda soberana en el área del euro como consecuencia de la crisis fiscal griega hizo necesario recurrir a un nuevo programa de compra de activos por parte del Banco Central Europeo: el Programa de Activos de Mercado (*Securities Market Programme*). Las fuertes tensiones que se registraron entonces en los mercados de deuda soberana del área se manifestaron en la aparición de elevados diferenciales entre la deuda de los distintos Estados, que si bien reflejaban en parte la existencia de algunas vulnerabilidades y riesgos de sostenibilidad de las finanzas públicas en algunos países miembros, también eran fruto de las dudas de los inversores sobre la capacidad de la arquitectura

institucional del área para afrontar los riesgos que habían emergido para la estabilidad de la zona en su conjunto y que de no atajarse podrían implicar el arraigo de expectativas autorrealizables. Estos procesos, que dejados a su propia dinámica tendían a extender el contagio a otras economías de la zona con relativa independencia de sus respectivos fundamentos, suponían una grave amenaza para el mecanismo de transmisión de la política monetaria, ya que conducían a una ruptura de las mínimas condiciones de homogeneidad propias de la pertenencia a una moneda única. En esas circunstancias excepcionales, cuando los mecanismos de resolución de crisis estaban en sus incipientes y complejos procesos de discusión, solo la intervención del BCE en los mercados secundarios de deuda podía frenar el potencial destructivo de los procesos de contagio y estabilizar la situación. Nótese que con estas intervenciones no se trataba, a diferencia del modelo americano, de influir sobre la curva de rendimientos para acentuar el signo expansivo de la intervención monetaria, sino simplemente de evitar la generalización de la inestabilidad al conjunto de países que manteniendo la soberanía nacional en el manejo de sus finanzas públicas comparten la misma moneda, lo que habría supuesto una grave erosión de la eficacia de la política monetaria única.

El recurso a este programa supuso la adopción de la medida no convencional más alejada del marco operativo habitual del BCE, aunque encaminada, como se ha señalado, a restaurar las condiciones necesarias para una correcta transmisión de la política monetaria al conjunto del área. No se trataba de un instrumento para la expansión cuantitativa de la base monetaria. De hecho, los efectos de las adquisiciones realizadas en el marco de este programa sobre la liquidez proporcionada por el BCE eran posteriormente esterilizados mediante la realización de operaciones de ajuste de drenaje de fondos, de manera que el volumen inyectado en términos netos no se viera afectado.

En los primeros meses de vigencia del programa, las compras ascendieron a unos 60 mm de euros. El ritmo se ralentizó después de manera sustancial de manera que a partir de la primavera de 2011 el saldo se había mantenido estable ligeramente por encima de los 76 mm de euros.



Posteriormente, en el verano de 2011, cuando con motivo de la necesidad de realizar un segundo rescate a Grecia se recrudecieron las tensiones en los mercados de deuda y los procesos de contagio se extendieron a economías como la italiana y la española y llegaron a repercutir en otras economías con indiscutible trayectoria de estabilidad fue necesaria la reactivación del programa y la realización de nuevas compras con la misma finalidad, aunque con los requerimientos específicos derivados de la mayor dimensión y profundidad de los mercados de deuda afectados por este nuevo brote de inestabilidad. Se daba entonces la circunstancia de que las reformas diseñadas para reforzar la gobernanza económica de la zona euro ya preveían la necesidad de contar con una institución con capacidad de realizar tareas de estabilización de estos mercados. Los acuerdos adoptados incluían la posibilidad de que la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera realizase esa función pero en ese momento dicha posibilidad no era todavía operativa. Durante este segundo episodio las compras adicionales de deuda de países sometidos a procesos especulativos en sus mercados secundarios de deuda alcanzaron a finales de agosto de 2011 (última información disponible en el momento de elaborar este artículo) cifras en el entorno de los 50 mil millones de euros.

En todo caso, las compras de activos fueron mucho más significativas en el caso de la FED, que las realizó con una concepción claramente diferente. Por una parte, participó activamente en los programas gubernamentales de apoyo al sector financiero realizando compras en firme de diferentes valores procedentes de la titulización de activos, singularmente de las emisiones de las agencias Freddie Mac y Fannie Mae, cuyo papel en el mercado hipotecario americano era central. Como en el caso del programa del BCE de compra de *covered bonds*, el objetivo fundamental aquí era reforzar un segmento relevante del mecanismo de transmisión de la política monetaria (el que discurre desde el tipo de interés oficial hasta los que determinan la decisión de los hogares de adquirir una vivienda). No obstante, las dificultades financieras por las que atravesaban en esos momentos estas dos agencias, las principales emisoras de los valores adquiridos, vinieron a añadir una dimensión adicional a

la intervención de la FED, en la frontera entre la política monetaria y la de estabilidad financiera. En el caso europeo, sin embargo, los títulos adquiridos por el banco central cubrieron una mayor variedad de emisores.

En cualquier caso, en marzo de 2009 se produjo un cambio cualitativo de gran alcance cuando la FED decidió poner en marcha el programa conocido como *Quantitative Easing I*, para adquirir en firme activos por valor de 1750 mm de dólares (1250 de deuda de agencias estatales; 300, de *Treasuries*; y 200, de otros activos). Ésta era una compra de valores públicos a una escala muy superior a la realizada por el BCE y con la finalidad expresa de contribuir de manera duradera al reblandecimiento de las condiciones monetarias y financieras, al servicio del signo expansivo global de las políticas de expansión de la demanda. El gráfico 2 muestra la repercusión de este programa sobre el tamaño del balance de la FED y lo compara con la correspondiente a los programas del BCE.

Con el diverso enfoque de estas actuaciones a ambos lados del Atlántico, los límites entre, por un lado, política monetaria y, por otro, las políticas fiscal y de estabilidad financiera se hicieron mucho menos precisos en el caso de la FED que en el caso del BCE. Desde el punto de vista centroeuropeo, la mayor difuminación de las fronteras entre las distintas herramientas de política económica en EEUU entraña riesgos evidentes para la independencia y la credibilidad de la autoridad monetaria. Por un lado, porque aumenta las demandas a favor de una mayor y más estrecha coordinación de las decisiones adoptadas en los distintos ámbitos lo que, de acuerdo con la experiencia histórica, ha tendido casi siempre a traducirse en menor libertad de acción del banco central para la consecución de su objetivo principal, especialmente cuando éste se refiere al logro de la estabilidad de precios. Por otro, la ampliación del balance de la autoridad monetaria por la vía de aumentar sus tenencias de activos financieros en firme conlleva una mayor asunción de riesgos de pérdidas patrimoniales. Si estos riesgos se materializaran y las consiguientes pérdidas fueran significativas, el gobierno de turno tendría que recapitalizarlo. De no ser así, el banco central sería incapaz de mantener la estabilidad de precios.

Las divergencias comentadas entre la actua-



ción de la FED y el BCE se han ampliado más recientemente, en un contexto de desigual recuperación de las respectivas economías. El año pasado la FED amplió su programa de compra de activos con 600 mm adicionales en lo que ha venido a denominarse el programa *Quantitative Easing II*. En contraposición con este nuevo incremento del balance de la FED, el BCE fue dejando vencer las operaciones de financiación extraordinarias a 6 y a 12 meses sin proceder a su renovación. Aunque las operaciones regulares a 3 meses reabsorbieron una parte de las correspondientes demandas de liquidez, la sustitución no fue completa (véase gráfico 2) con el consiguiente efecto reductor sobre el balance de la institución. No obstante, con el recrudecimiento de las tensiones de la crisis de la deuda soberana en el verano de 2011 el BCE reinstauró la subasta a seis meses con el fin de paliar las mayores necesidades de liquidez que suscitó el nuevo aumento de la incertidumbre.

Las discrepancias se han hecho extensivas también al terreno de las medidas convencionales relacionadas con el tono de la política monetaria. En los meses de abril y julio de 2011 el BCE decidió elevar el tipo de interés de sus operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos en cada ocasión, de manera que a la fecha de cierre de este artículo el tipo oficial se sitúa, como muestra el gráfico 3, en el 1,5%. Estas decisiones se justifican sobre la base del progresivo afianzamiento de la recuperación económica en la UEM y de la emergencia de riesgos para la estabilidad de precios asociados a la evolución de los precios de la energía y sus posibles efectos de segunda ronda, a posibles incrementos de la imposición indirecta como parte del proceso de consolidación fiscal en marcha y a mayores presiones por el lado de la demanda interna, en un contexto de creciente utilización de la capacidad productiva en el área. En estas condiciones, se hacía necesario un ajuste del tono marcadamente acomodaticio de la política monetaria, reflejado en el mantenimiento durante prácticamente dos años del tipo oficial en el mínimo histórico del 1%. Los riesgos que se podrían derivar de un mantenimiento de tipos excepcionalmente bajos durante un periodo de tiempo demasiado largo, cuando la economía del área del euro ya había entrado en una fase de re-

cuperación moderada pero sostenible, pesaron en la decisión de avanzar hacia una gradual normalización de las condiciones monetarias. No obstante, el recrudecimiento de las tensiones financieras al hilo de la extensión de la crisis de la deuda soberana ha obligado a modular esa tendencia.

### 3. LECCIONES DE LA CRISIS Y RETOS PARA EL FUTURO

Como se ha descrito en la sección anterior, tanto el BCE como la Reserva Federal han desplegado un amplio conjunto de medidas en respuesta a la crisis. No es fácil, sin embargo, valorar empíricamente la efectividad de estas acciones. A los problemas comunes a cualquier estimación de esta naturaleza hay que añadir en este caso una dificultad adicional como consecuencia de la ausencia de un escenario alternativo adecuado (esto es, de un contrafactual) frente al cual juzgar la eficacia de las decisiones. Desde una perspectiva diferente, es difícil cuestionar, en cualquier caso, que la acción conjunta y coordinada (al menos, parcialmente) de las autoridades económicas consiguió quebrar la peligrosa espiral de deterioro financiero y contracción económica en la que se había adentrado la economía mundial en el tramo final de 2008 y en los primeros meses de 2009.

Hecha esta salvedad, cabe señalar que los trabajos empíricos disponibles tienden, en general y siempre dentro de esta tónica de grandes cautelas, a corroborar la efectividad de las medidas, convencionales y no convencionales, de política monetaria adoptadas (véanse, por ejemplo, Lenza et al., 2011 y los trabajos allí referenciados, para el área del euro y Chung et al., 2011, para el caso americano). De acuerdo con estos trabajos, tanto los diferenciales que aproximan el grado de tensión en los mercados monetarios como algunas de las variables económicas relevantes que se sitúan al final de la cadena del mecanismo de transmisión de la política monetaria (como son los tipos de interés bancarios o el crédito) respondieron a la actuación de los bancos centrales con movimientos en la dirección deseada. Los rangos de incertidumbre en los que se mueven las estimaciones, sin embargo, no permiten realizar una cuan-





tificación suficientemente precisa de la verdadera magnitud de esos efectos.

La efectividad de las medidas, por otra parte, depende también de su duración. De hecho, por su propio carácter excepcional, una buena parte de las acciones emprendidas debe tener una duración limitada si no quiere ver comprometida su eficacia o generar efectos secundarios indeseados. No debe ser un objetivo de los bancos centrales, por ejemplo, protagonizar de manera permanente la intermediación de los flujos de liquidez entre las entidades ni, tampoco, constituirse en una especie de *market maker* permanente en determinados segmentos de los mercados financieros. Una prolongación de estas acciones no convencionales más allá de los límites estrictamente necesarios tendería a generar distorsiones en esos mercados e incentivos perversos entre los agentes que participan en ellos. Este es, seguramente, el reto más importante al que se enfrentan tanto el BCE como la FED en estos momentos: definir el patrón temporal más eficaz para retirar estas medidas no convencionales de apoyo de manera que se prevengan estos efectos perversos sin, al mismo tiempo, interaccionar negativamente con el proceso de progresiva recuperación de los mercados y el crecimiento. En este sentido, y como ya se ha señalado, el BCE se encuentra en estos momentos en una fase comparativamente más avanzada que la Reserva Federal.

Junto a este reto más inmediato cabe identificar otro a un horizonte más dilatado pero no por ello menos relevante: extraer de esta crisis y de las acciones acometidas lecciones útiles para el ejercicio futuro de la política monetaria.

Con las cautelas propias derivadas del elevado nivel de incertidumbre que rodea todavía el comportamiento de los principales mercados financieros y de las economías americana y europeas y sus correspondientes ritmos de salida de la crisis, una primera lección que cabe extraer de la experiencia vivida hace referencia al diseño del marco operativo de la política monetaria. Más concretamente, el esquema del que disponía el BCE al comienzo de la crisis ha demostrado proporcionar un elevado grado de flexibilidad que, enfrentado a un contexto financiero extraordinariamente convulso, ha permitido acomodar cambios de calado

en la manera de instrumentar la política monetaria y la gestión de la liquidez del sistema sin necesitar grandes modificaciones. En este sentido, es importante observar que una parte importante de los cambios introducidos en sus esquemas operativos por la FED puede verse como un movimiento de esta hacia un marco más similar al europeo, basado en la interacción con un número elevado de contrapartidas, el uso de un abanico amplio de instrumentos y la consideración de una lista de colateral relativamente extensa en la que se incluyen otros activos financieros más allá de la tradicional deuda pública, aunque siempre con un grado de solidez suficientemente elevado.

La crisis está teniendo también enseñanzas importantes para la estrategia de la política monetaria. Más concretamente, este episodio está proporcionando un campo de pruebas interesante para mejorar nuestra comprensión de las limitaciones de esta herramienta de la política económica para hacer frente a determinados tipos perturbaciones –como, por ejemplo, las que subyacen a las tensiones actuales– y de los riesgos que supone tratar de ir más allá de las mismas. De este modo, no se debe olvidar que esta crisis tiene un origen y un desarrollo inmediatos en el ámbito financiero. Las fricciones en un segmento relativamente limitado del mercado hipotecario norteamericano, por fuertes que puedan resultar, no pueden llegar a generar un episodio de tensión de la magnitud y el alcance del vivido si no es como consecuencia de la existencia de debilidades mucho más profundas y estructurales. Hoy sabemos que el fuerte dinamismo de los precios de algunos activos financieros y reales y el creciente apalancamiento del sector privado, financiero y no financiero, se sustentaban en una infravaloración generalizada de los riesgos por parte de los inversores y en una incapacidad de las autoridades económicas para detectar dicha infravaloración y atajar a tiempo sus negativos efectos.

El objetivo primordial, comúnmente aceptado, de la política monetaria es el mantenimiento de la estabilidad de los precios. Sin embargo, los hechos acaecidos antes y durante la crisis están más directa e inmediatamente relacionados con problemas de estabilidad financiera. No es de extrañar, por tanto, que la crisis haya reactivado



las profundas discusiones que se venían manteniendo sobre el papel que la autoridad monetaria tiene que desempeñar en relación con el objetivo de la estabilidad financiera. El amplio abanico de posiciones en este debate abarca desde las maximalistas que defienden la inclusión de objetivos explícitos también en términos de la estabilidad de los precios de los activos financieros (y de algunos reales, como la vivienda), hasta la que cabría denominar “doctrina Greenspan”, expuesta en la intervención del entonces Presidente de la Reserva Federal en la reunión de banqueros centrales de Jackson Hole en 2002, según la cual todo lo que las autoridades monetarias deben hacer en este ámbito es limitarse, llegado el caso, a prevenir que el estallido de un episodio de inestabilidad financiera pueda, vía recesión, degenerar en deflación. A una cierta equidistancia de estas posiciones cabría situar la “doctrina BIS” (véase Borio y Lowe, 2002), que puede resumirse de manera breve señalando que sostiene que la política monetaria debe tener en cuenta *ex ante* y no solo *ex post* las posibles consecuencias de la inestabilidad financiera sobre la inflación, prestando especial atención, sobre todo, a las potenciales fricciones que, aun resultando relativamente improbables, pueden tener efectos particularmente negativos en caso de materializarse. La vigilancia de los precios de los activos y de la evolución del crédito ocuparía así un papel relevante en el diseño de la estrategia de los objetivos monetarios con tareas complementarias en el doble frente de la estabilidad de precios y financiera.

La experiencia de esta crisis confirma, ciertamente, que la política monetaria está plenamente capacitada para actuar de manera efectiva, como defendía Greenspan, contra los riesgos de deflación vinculados a un episodio de fuerte inestabilidad financiera. Pero los enormes costes que ha comportado el propio desarrollo de la crisis parecen avalar la necesidad de considerar muy seriamente la forma de incorporar en el diseño estratégico de la política monetaria las consideraciones que se derivan del enfoque mantenido por los economistas del BIS, sin menoscabo de la preeminencia del objetivo de la estabilidad de los precios. Ello no tiene por qué traducirse en una ampliación de los objetivos del banco central

para incluir entre ellos el mantenimiento de la estabilidad financiera, ya que ello podría conducir a una peligrosa dilución de la responsabilidad de los bancos centrales, puesto que el manejo de los tipos de interés a corto plazo, que es el instrumento con el que cuenta la política monetaria, ofrece una capacidad muy limitada para modular la evolución de los precios de los activos financieros. En cierto sentido, el recurso del BCE y la FED a medidas extraordinarias no convencionales para corregir las fricciones detectadas en determinados segmentos de los mercados financieros relevantes para la transmisión de la política monetaria ilustra esa limitación. Las dificultades aumentan adicionalmente si ese único instrumento debe servir simultáneamente para satisfacer dos objetivos que, como muestra la experiencia de baja inflación y acumulación de desequilibrios financieros que precedió a la crisis, no siempre tienden a reforzarse mutuamente.

Desafortunadamente, objeciones y dificultades similares para asumir el objetivo de la estabilidad financiera pueden encontrarse en el caso de otros instrumentos de política económica como son la supervisión microprudencial o la propia política fiscal. En relación con la primera, la crisis financiera ha dejado patente que la solidez y solvencia individual de las entidades no es una condición suficiente para la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. La segunda, por su lado, no es ni por sus instrumentos ni, sobre todo, por las inercias y los retrasos con las que actúa una herramienta suficientemente afinada para frenar la acumulación de desequilibrios financieros.

La constatación de las limitaciones de las herramientas habituales disponibles es precisamente la que ha permitido forjar un consenso muy amplio sobre la necesidad de desarrollar una nueva área específica de política económica con una orientación eminentemente preventiva y con el objetivo explícito de garantizar la estabilidad del sistema financiero en su conjunto y minimizar los efectos sobre la economía real de potenciales episodios de turbulencias: la política macroprudencial. Esta parece ser una de las lecciones más unánimemente aceptadas de la experiencia de la crisis, aunque cuestión aparte es la existencia de propuestas operativas capaces de dotar a esta nueva rama de la



política económica de un contenido bien definido en términos de objetivos e instrumentos. Ello no debería ser, sin embargo, razón para el desánimo a la luz del tiempo y los esfuerzos que requirió la construcción del armazón actual de las políticas macroeconómicas convencionales.

En realidad, el concepto de análisis macroprudencial no es completamente nuevo en el ámbito de la política económica (véase, por ejemplo, Borio, 2003). Baste citar, a título de ejemplo, la práctica relativamente común entre numerosos bancos centrales de elaborar informes de estabilidad financiera periódicos en los que, en definitiva, se lleva a cabo una evaluación de los riesgos para la estabilidad global de los sistemas financieros y se suelen realizar recomendaciones de política económica con una orientación eminentemente macroprudencial. La experiencia española del año 2000 con la introducción de las provisiones dinámicas puede considerarse también un caso pionero de respuesta macroprudencial ante un riesgo evidente de inestabilidad financiera. En cierto sentido, estas experiencias subyacen a la creación del Consejo de Estabilidad Financiera (o FSB, por sus siglas en inglés) por los líderes del G-20 en abril de 2009 o la reciente entrada en funcionamiento de la autoridad europea en esta materia: la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés), responsable del mantenimiento de la estabilidad financiera en Europa conjuntamente con las tres autoridades supervisoras establecidas a nivel europeo (para, respectivamente, los sectores bancario, de mercados y de seguros y fondos de pensiones).

Finalmente, no se puede concluir este corto y obligadamente sintético balance sin poner de manifiesto, aunque sea salirse un poco del terreno estricto de la conducta de los bancos centrales, que la crisis ha mostrado de manera contundente la rapidez con la que en este tipo de situaciones tienden a agotarse los márgenes de actuación de la política fiscal. Las políticas de estímulo de corte keynesiano y aun las de apoyo al sector financiero enseguida alimentan riesgos para la sostenibilidad de la deuda, sobre todo en un contexto en el que el envejecimiento de la población pesa fuertemente sobre las perspectivas futuras de endeudamiento público. Desplazar, directa o indirectamente, la

carga del ajuste hacia la política monetaria conlleva riesgos elevados para la independencia y, por tanto, la credibilidad del banco central. Los costes económicos de un eventual desanclaje de las expectativas de estabilidad de precios son bien conocidos en las economías avanzadas desde las crisis del petróleo de los años setenta del pasado siglo. En estas situaciones, el protagonismo de la acción debe recaer, necesariamente, en las políticas de oferta apoyadas en reformas estructurales para flexibilizar el funcionamiento de las economías y elevar su potencial de crecimiento, incrementando así su capacidad para absorber y sobreponerse a perturbaciones negativas. Pero estas medidas son siempre costosas de digerir en el corto plazo y solo rinden beneficios a medio plazo, por lo que no siempre es fácil convencer al conjunto de la sociedad de su necesidad. Corresponde también a los gobiernos llevar a cabo los esfuerzos necesarios en términos de mayor pedagogía para superar este obstáculo.

#### 4. CONCLUSIONES

Responder a la grave crisis internacional iniciada en 2007 ha supuesto retos importantes para los bancos centrales, que han tenido que afrontar problemas desconocidos en las décadas precedentes en el terreno del suministro de la liquidez y la estabilidad de los mercados a través de los que se trasmite su política monetaria. Las políticas fiscales expansivas de corte keynesiano que aplicaron de manera relativamente concertada los gobiernos de los países industrializados fue acompañada por una acción contundente de los principales bancos centrales del mundo que se tradujo en una relajación general del tono de la política monetaria y en la introducción de cambios de gran calado en sus respectivos marcos operativos.

Ante la emergencia que supuso el bloqueo de los mercados interbancarios los principales bancos centrales, la FED y el BCE entre ellos, tuvieron que asumir directamente la tarea de redistribución de la liquidez. En una primera etapa, la FED y el BCE, aunque no coordinaron sus respuestas, reaccionaron de forma bastante similar con la ar-



ticulación de una provisión muy generosa de base monetaria que permitió satisfacer las necesidades brutas de las entidades. El BCE se sirvió de su flexible esquema de instrumentación mientras que la FED se vio obligada a introducir nuevas formas de intervención para ampliar sus posibilidades de actuación y acercar su marco operativo al patrón europeo, basado en un amplio número de contrapartidas y un extenso conjunto de activos de garantía.

Con el agravamiento de la crisis tras las quiebra de Lehman Brothers se hicieron necesarias acciones más contundentes que requirieron el recurso a medidas no convencionales de política monetaria a ambos lados del Atlántico, que respondieron a pautas más diferenciadas de acuerdo con las respectivas características de sus sistemas financieros. El BCE pasó sus subastas de inyección de liquidez al sistema de tipo fijo sin restricción de cantidades y para eliminar las incertidumbres incrementó su duración hasta el plazo de un año. A la vez puso en marcha un programa de compra de bonos similares a las cédulas hipotecarias y más tarde introdujo el Programa Activos de Mercado para asegurar la correcta transmisión de los impulsos de la política monetaria durante las graves perturbaciones de la crisis de la deuda soberana. El recurso a este programa supuso la adopción de la medida no convencional más alejada del marco operativo habitual del BCE, cuyo objetivo primordial era restaurar las condiciones necesarias para la transmisión de la política monetaria al conjunto del área. No se trataba de un instrumento para la expansión cuantitativa de la base monetaria. De hecho, los efectos de las adquisiciones realizadas en el marco de este programa sobre la liquidez proporcionada por el BCE eran posteriormente esterilizados mediante la realización de operaciones de ajuste de drenaje de fondos, de manera que el volumen inyectado en términos netos no se viera afectado. En el caso de la FED, la compra de activos, en cambio, adquirió una escala muy importante con las rondas sucesivas de relajación cuantitativa, porque obedecía a una concepción según la cual la compra de títulos públicos contribuía a profundizar la relajación de las condiciones monetarias y a facilitar su transmisión al coste de la financiación de la

economía a lo largo de toda la curva de rendimientos, aunque ello supusiera una dilución de la demarcación de responsabilidades entre las distintas ramas de la política económica.

Estas divergencias en el uso de las herramientas no convencionales reflejaban de alguna manera una percepción y una valoración diferenciadas de los riesgos que podían ser asumidos por los bancos centrales. La estrategia americana implicaba, como se ha dicho, una mayor difuminación de los límites entre la política monetaria por un lado y de las políticas fiscales y de estabilidad financiera por otro. Esa difuminación entrañaba riesgos para la independencia de la autoridad monetaria que el BCE, siendo el banco central de 17 estados diferentes con plena soberanía en otras ramas de la política monetaria, no debía ni podía asumir.

En todo caso la reacción de ambos bancos centrales ha evidenciado la gran flexibilidad de respuesta que tienen los modelos actuales de política monetaria y la capacidad de la misma para innovar en situaciones adversas inesperadas y evitar los errores que condujeron en los años 30 a la Gran Depresión.

La crisis ha servido también para reactivar el debate sobre el papel de la política monetaria para contribuir, más allá de su objetivo primordial de la estabilidad de los precios, a la estabilidad financiera. De la experiencia vivida no resulta evidente que sea necesario ampliar los objetivos de la política monetaria para incluir el mantenimiento de la estabilidad de los precios de los activos financieros, dado el limitado papel que el manejo de los tipos de interés puede desempeñar en esta tarea. En cambio sí parece más fundamentada la necesidad de articular un nuevo ámbito de actuación de la política económica en torno al concepto de análisis macroprudencial con el objeto de identificar los riesgos para la estabilidad macrofinanciera y desarrollar la batería de instrumentos adecuada para prevenirlos o contrarrestarlos. Es una tarea en la que los bancos centrales, por su situación privilegiada en el engranaje de los mercados financieros, han de participar en cooperación con otras autoridades reguladoras y supervisoras, pero sin pérdida de autonomía en el manejo de la política monetaria.



## BIBLIOGRAFÍA

BCE (2011): *The Monetary Policy of the ECB*. ECB. Third Edition, May 2011.

BORIO, C. AND P.W. LOWE: *Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus*, BIS Working Paper 114.

BORIO, C. (2003): "Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?", *CESifo Economic Studies*, Vol. 49, n. 2.

CHUNG, H., J.P. LAFORTE, D. REIFSCHNEIDER AND J.C. WILLIAMS (2011), "Estimating the macroeconomic effects of the Fed's Asset

Purchases", *Federal Reserve Bank of San Francisco, FRBSF Economic Letter*, January.

ENNIS, H.M. AND T. KEISTER (2008), "Understanding monetary policy implementation", *Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Quarterly*, 94(3), pp.235-263.

LENZA, M., H. PILL AND L. REICHLIN (2010): "Orthodox and Heterodox Monetary Policies", *Economic Policy*, April 2010, pp. 295-339

REINHART, C. AND K. S. ROGOFF (2009): *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton Press.



GRÁFICO 1. DIFERENCIALES ENTRE LOS TIPOS INTERBANCARIOS Y DE LOS OIS

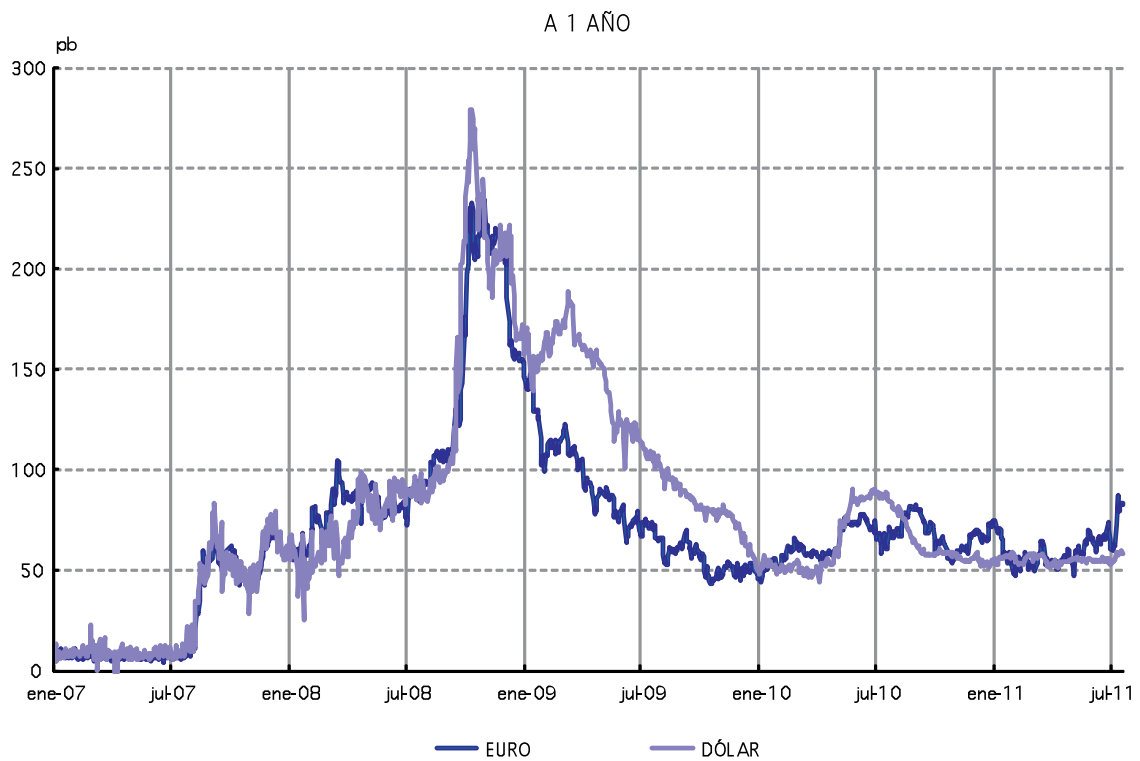
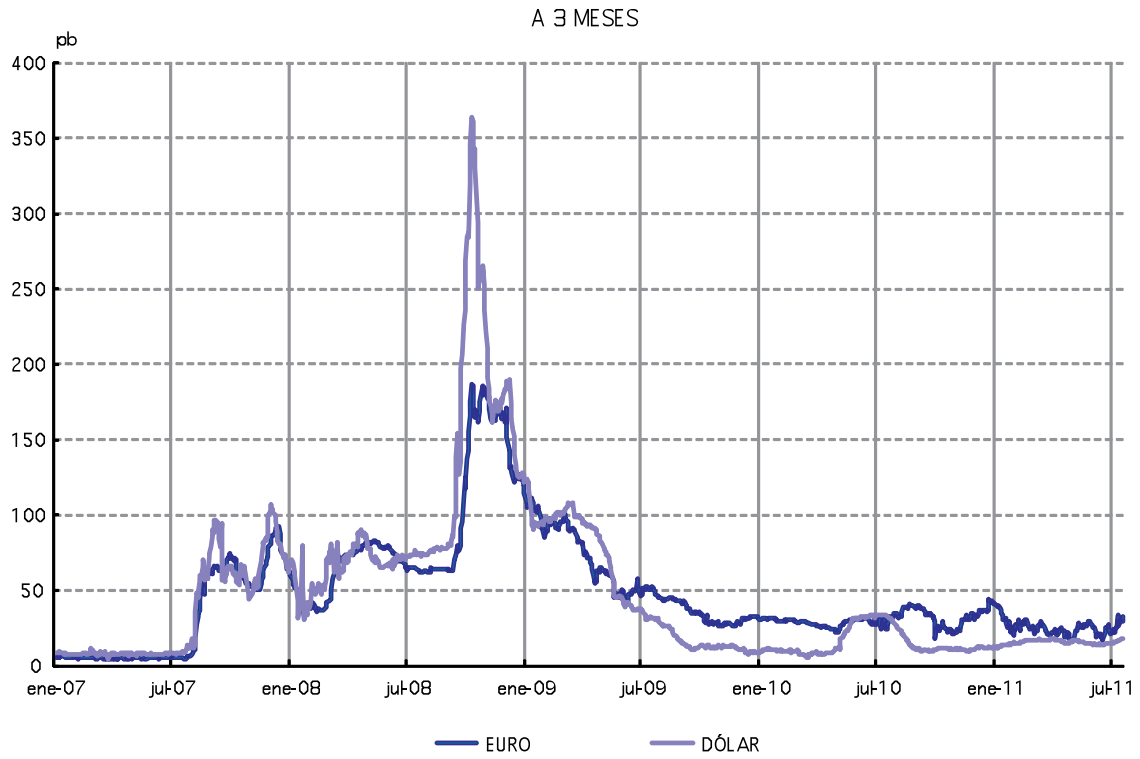
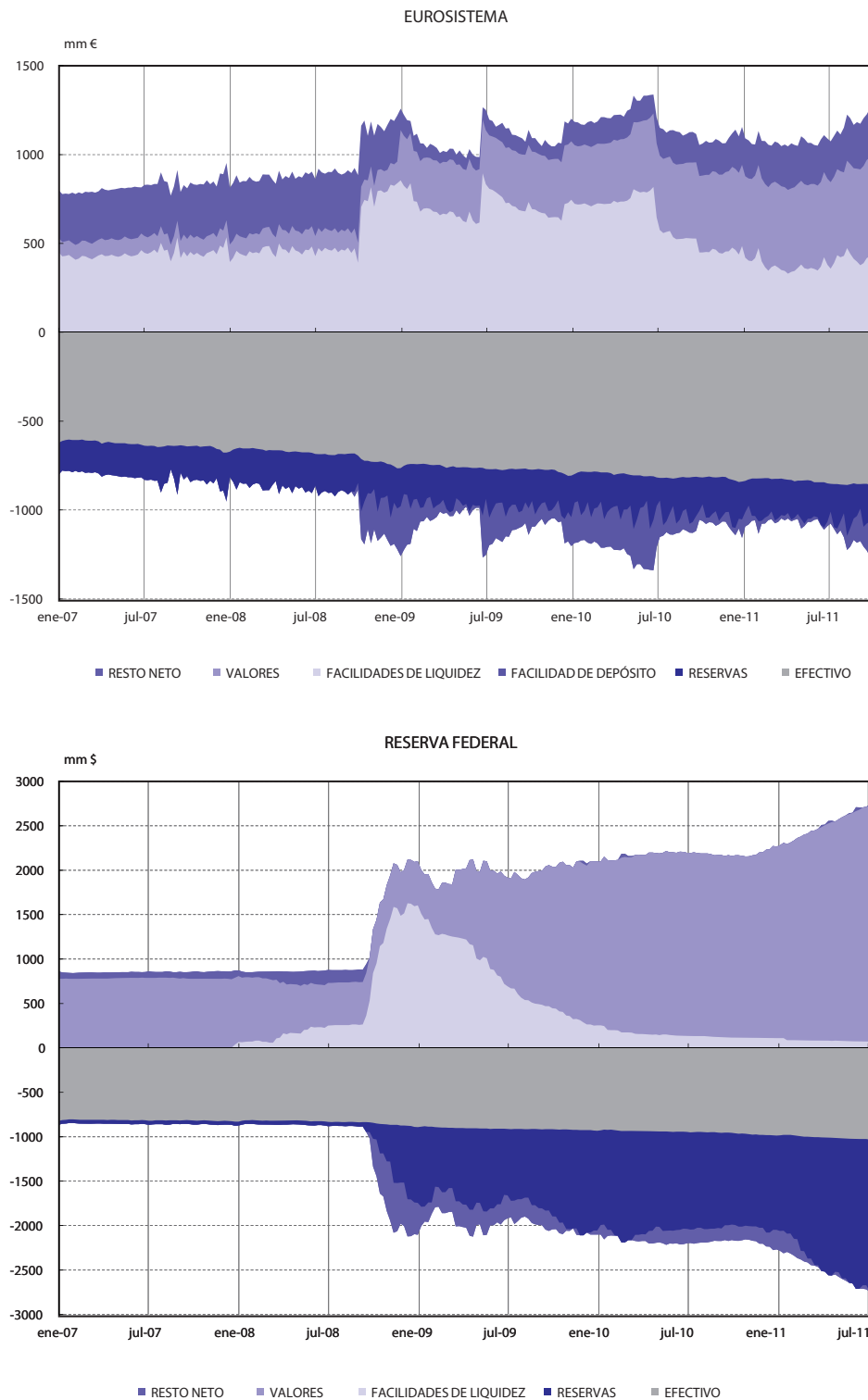




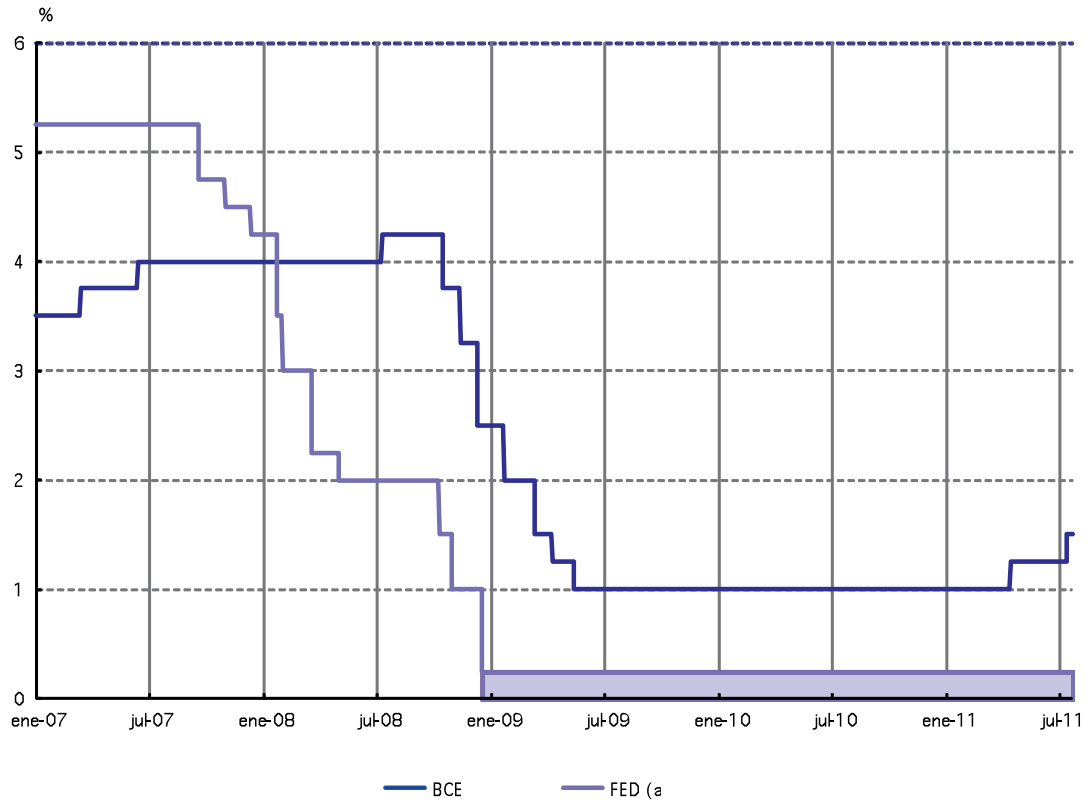
GRÁFICO 2. BALANCES SIMPLIFICADOS DEL EUROSISTEMA Y LA FED (A)



(a) En julio de 2011, los activos totales en balance del Eurosistema ascendían a 1.957 mm de euros, mientras que los de la FED sumaban 2.882 mm de dólares.



GRÁFICO 3. TIPO DE INTERÉS OFICIAL DE POLÍTICA MONETARIA



(a) Desde el 16 de diciembre de 2008 la FED define su tipo oficial en forma de banda.





## PARTE II

# I. ¿UNA NUEVA ESTRUCTURA INSTITUCIONAL PARA LA SUPERVISIÓN Y ESTABILIDAD FINANCIERA?

José Pérez

“Vivían como ciegos en una habitación, conscientes solo de lo que tocaban y, aún ello, de una manera imperfecta; incapaces, en fin, de ver el aspecto general de las cosas”

Una Avanzadilla del Progreso.

Joseph Conrad.

### RESUMEN

La crisis financiera ha falsado algunas de las proposiciones básicas que sustentaban el enfoque dominante de la supervisión financiera en el periodo precedente y ha puesto de manifiesto la necesidad de una revisión profunda de sus estructuras, contenidos y mandatos. En consecuencia, la ordenación institucional de la supervisión financiera ha sido modificada en el último año y medio –particularmente en la Unión Europea y en Estados Unidos– con el fin de reparar algunos de los fallos más patentes evidenciados en el origen y desarrollo de la crisis. Las reformas emprendidas están dirigidas, en buena medida, a clarificar objetivos, conjurar los peligros de la fragmentación, reducir los espacios del arbitraje regulatorio, reforzar la coordinación y, sobre todo, mejorar la eficiencia operativa en la prevención y resolución de crisis, para evitar derivas que devengan en riesgos sistémicos. Todo ello, con una guía básica: la estabilidad financiera. Establecido un nuevo marco para la supervisión, el éxito de sus logros va a depender sin embargo de la diligencia y acierto en su ejecución; ello es particularmente relevante en el caso de la Unión Europea.

### 1. INTRODUCCIÓN

La profundidad y desarrollo de la crisis financiera iniciada en 2007 ha puesto de manifiesto debilidades y carencias muy graves de la regulación y la supervisión financiera a ambos lados del Atlántico Norte. Ello ha ocasionado costes enormes en términos de pérdidas de producto, aumentos de paro y cargas muy significativas sobre los contribuyentes y las finanzas públicas. A esto se han de sumar las graves distorsiones producidas por el desorden crediticio en la asignación de recursos, cuyos efectos sobre el crecimiento potencial y el bienestar general serán especialmente duraderos.

Las debilidades y carencias se pusieron de manifiesto tanto en la génesis de la crisis, y su intensidad, como en su extensión y prolongación; es decir, tanto en la esfera preventiva como en el ámbito de las soluciones ordenadas y eficientes para las entidades en dificultades.

Esta crisis financiera no lo ha sido únicamente de entidades específicas, por malas gestiones individuales. Su alcance se ha extendido a sistemas y mercados, y ha acabado por poner en cuestión un conjunto de axiomas, simplificaciones y visiones sobre el funcionamiento racional y eficiente de los mercados, y su supervisión, que habían imperado como paradigma en las últimas décadas. En consecuencia, la revisión y reforma del arco institucional de la regulación y supervisión financiera, así como de sus contenidos y mandatos, se han hecho especialmente necesarias.

### 2. LA QUIEBRA DE UN PARADIGMA

En los lustros precedentes a esta crisis había ido ganando terreno la idea de que a medida que las



instituciones y los mercados financieros se tornaban más refinados y complejos, ganaban en complejidad y capacidad para conducirse de manera más eficiente y prudente. Parecía como si los progresos de las finanzas fueran a hacer desaparecer las imperfecciones de los mercados que están en el origen mismo de la intermediación financiera y que justifican precisamente su regulación y supervisión<sup>1</sup>. La profusión y extensión de los servicios financieros se valoraba en estas condiciones como una gran contribución neta al bienestar social, a la protección frente al riesgo y al acceso a bienes considerados básicos como la vivienda en propiedad.

En este clima festivo, los esquemas de regulación y supervisión financiera se fueron orientando a actuar suavemente sobre los incentivos de gestión y a descansar en los controles internos y los arreglos privados. Ello con abandono notable de enfoques más incisivos basados en el establecimiento de límites que domeñen el apalancamiento financiero y la asunción excesiva de riesgos, que exijan y verifiquen rigurosamente la información financiera, y, en fin, que vigilen las conductas y velean por comportamientos leales y prudentes. Esto contribuyó a una dilución de las responsabilidades, tanto más cuanto la interconexión de los mercados y el desarrollo de las actividades más allá de las fronteras nacionales ha sido desbordante.

La propia idea de estabilidad financiera se fue encapsulando con visiones simplificadoras que la remiten o identifican con la estabilidad de la inflación de los precios al consumo, mermando la vigilancia, bien por los supervisores prudenciales, o bien por los bancos centrales<sup>2</sup>, de las consecuencias de la expansión desordenada del crédito y de los riesgos acumulados a lo ancho del sistema, especialmente cuando media un aumento exuberante del precio de los activos.

Sea como fuere, la violencia de la crisis nos ha despertado, y la quimera de un mundo regido

por la capacidad de contención y equilibrio de las instituciones privadas y los mercados se ha evaporado. Es más, nos hemos dado de bruces con la realidad insoslayable de unos mercados envueltos en incentivos perversos, conflictos de intereses y asimetrías de información<sup>3</sup>. Resultado de esto han sido una amplificación excepcional del apalancamiento crediticio hasta cotas nunca vistas; una valoración inadecuada y generalizada de los riesgos latentes de iliquidez, de concentración e insolvencia, y, como colofón consiguiente, la descapitalización del sistema.

Mucho se ha comentado sobre el detonante de la crisis en los préstamos “*subprime*” del mercado hipotecario americano. Su carácter de chivo expiatorio sirvió para que en no pocos casos se afirmase, por reguladores y supervisores, especialmente en Europa, que nosotros no tenemos de esto, pero nos han contagiado. Cuando lo cierto y comprobado históricamente es que la expansión desorbitada del crédito conduce fatalmente a una cola larga y gruesa de baja calidad del activo y alto riesgo. Es decir, indefectiblemente, el desorden crediticio aumenta peligrosamente lo que hay en los balances por debajo de una calidad alta y moderada. Cuál sea la forma que adopta este “*subprime*” en cada mercado geográfico dependerá de sus tradiciones e instituciones específicas y del momento histórico concreto. Innegable es, además, que ese aumento de la baja calidad del activo va habitualmente acompañado de problemas muy graves de concentración de riesgos, ya sean sectoriales, de grupos, o individuales. El caso de la cartera española de créditos a promotores inmobiliarios es en este sentido paradigmático.

Cuando estalló la crisis, y los riesgos fueron volcándose sobre los balances bancarios, en gran medida procedentes de la “banca en la sombra” (*shadow banking*) y de entramados empresariales tejidos en torno a los propios acreditados<sup>4</sup>, pronto se manifestó la escasa capacidad patrimonial de absorción de pérdidas de un buen número de entidades bancarias y se evidenció su alcance sis-

<sup>1</sup> Estas imperfecciones no son otras que las que derivan de las asimetrías de información, los conflictos de interés entre mandante y mandatario, los costes de coordinación y acción colectiva y, en fin, las externalidades inherentes a las crisis de confianza, con la vulnerabilidad subsiguiente de los sistemas de pagos y de financiación de las economías.

<sup>2</sup> El estrechamiento del papel de los Bancos Centrales en torno al control de la inflación ha sido, en este sentido, muy dañino para la estabilidad financiera, y para la economía por ende.

<sup>3</sup> Conviene subrayar que todas estas fallas son sustantivas de los mercados financieros y no un simple producto de conductas aisladas, enfermas o delictivas. Por ello la importancia de una adecuada regulación y supervisión

<sup>4</sup> Como ha ocurrido, en particular, en el caso español.



témico en distintas economías. Con ello se puso de relieve uno de los fallos más clamorosos de las regulaciones de capital, ya sean bajo Basilea I o ya sean, muy especialmente, bajo el influjo de Basilea II<sup>5</sup>.

Y no solo hubo una regulación de capital muy mal definida, sino un ejercicio asociado de la supervisión prudencial especialmente relajado y deficiente en lo que concierne a la adecuada valoración del patrimonio neto de las entidades, a la vigilancia de la efectividad de los recursos propios para absorber pérdidas y, en fin, a la tutela eficaz de una política de distribución de resultados acorde con dicha situación patrimonial y con la posición cíclica. Como dirían los castizos, las entidades y sus ejecutivos pudieron llevárselo caliente, sin que fueran encausados en los tribunales de justicia o en el ámbito de los expedientes disciplinarios.

El anecdótico hecho público por banqueros centrales y supervisores muestra, caso por caso, con la ingenuidad propia de un espectador ajeno a la tramoya, la sorpresa con que fueron descubriendo que entidades bajo su vigilancia negligente, que contaban con recursos propios totales muy por encima de los exigidos, no disponían en realidad de un neto patrimonial tangible con que hacer frente a las pérdidas no reconocidas que se acumulaban en sus balances; o cómo, por otra parte, se mostraban incapaces de advenir la realidad magra de ciertas coberturas y supuestas mitigaciones de riesgo, porque no habían accedido a los contratos o los habían perdido en algún cajón; o, en fin, cómo la parquedad de la información compartida con otros supervisores les había impedido conocer la realidad patrimonial de grupos bajo su supervisión.

Para más inri, las tan cacareadas virtudes de los instrumentos híbridos de capital y deuda, como herramienta de disciplina de mercado, quedaron mojadas por su inhabilidad para emitir señales ordenadas y preventivas. La capacidad de ejercicio de las opciones que estos instrumentos incorpo-

ran era además débil; y si se producía la ejecución, encendía con bastante probabilidad un reuero de pólvora que dinamitaría el sistema. Así, producto de una mala regulación y supervisión, y de los incentivos perversos del mercado, la solidez de capital del sistema, su columna vertebral, aparecía más débil que la casa del pequeño cerdito.

Llegados a este punto, las lagunas institucionales, las complejidades de algunas entidades, las fallas de coordinación entre supervisores y, en fin, las ambigüedades calculadas de los esquemas de garantía de depósitos y solución ordenada de entidades en dificultades, impidieron además, en muchos países, actuaciones prontas y eficientes que distinguieran bien entre quienes habían de ser apartados y reestructurados de inmediato –con sustitución de administradores y pérdida patrimonial de los accionistas– y quienes eran por el contrario viables y debían continuar y cómo.

Para evitar el pánico, los gobiernos y los bancos centrales hubieron de inyectar cantidades masivas de liquidez y capital en el sistema financiero. Así, a base de ambigüedades calculadas para evitar derivas morales (*moral hazard*) y a base de exaltaciones de la eficiencia y capacidad de disciplina de los mercados, cuando estos, presos de la desconfianza, exhibieron su mal funcionamiento, hubieron de producirse esas intervenciones masivas con asunción forzada de riesgo por los contribuyentes. A partir de ahí, la espiral de contagios entre riesgos bancarios y riesgos frente a los gobiernos soberanos podía ponerse en marcha. Las intervenciones aumentaban el endeudamiento público y erosionaban el riesgo crediticio de los gobiernos soberanos; esto aumentaba el coste de la financiación y la racionaba; con ello volvía a deteriorarse la rentabilidad y la solvencia bancaria; y vuelta al contagio.

El daño producido en las economías ha sido en consecuencia monumental, y ha arramblado con pérdidas de producto, empleo y riqueza. Pocos supervisores prudenciales o banqueros centrales han expresado su *mea culpa*, si bien es cierto que como eximientes han contado con la escasez y debilidad de las herramientas a su disposición y con la disgregación de sus mandatos, amén de con la falta de un entorno social favorable para una pronta actuación preventiva.

<sup>5</sup> Tan preocupada ella a la hora de definir los coeficientes de capital mediante la formulación de denominadores tan esquivos y complejos como difícilmente contrastables y comparables. Y al tiempo, tan escasamente inquieta por la robustez del numerador a la hora de absorber pérdidas.



La desconfianza respecto de los gestores y sus supervisores es, por otra parte, más pertinaz e insidiosa en un sistema de mercados interconectados, complejos y escasamente transparentes. Lo es tanto más cuando a la imprudencia de la gestión de riesgos y a la debilidad de los balances financieros, se suman actuaciones fraudulentas, falseamientos contables, pobreza de información y engaños. El desorden crediticio deviene, sin duda, en imprudencia; pero también facilita las conductas depredadoras y el ocultamiento, y todo ello aumenta la fragilidad del sistema financiero.

La interconexión gigantesca que alcanza a instituciones y mercados, y la importancia que con ella adquieren la calidad de la información y la seguridad legal, se han hecho especialmente elocuentes en la crisis. En ella han quedado netamente de manifiesto cómo la información y la seguridad pueden verse dañadas por los conflictos de interés y los incentivos perversos que aquejan a las instituciones intermedias del sistema financiero -agencias de calificación, banca de inversión, firmas de auditoría y otras- con graves consecuencias sistémicas. Esto ocurre tanto más cuanto la presión competitiva y el sálvese quien pueda reducen la dedicación de recursos a la averiguación y el análisis, sin que concurra el freno y la exigencia de los supervisores. La cuestión se agrava cuando son los propios supervisores prudenciales y los bancos centrales quienes descansan normativa o estatutariamente en estas instancias intermedias -especialmente en las agencias de calificación crediticia- o lo hacen las propias reglas prudenciales y las de inversión institucional.

En relación con la sensibilidad del sistema a los detonantes de la desconfianza y a los riesgos en cadena asociados a la solvencia de la otra parte, los momentos más álgidos de la crisis han exhibido la importancia crucial de la solidez y riqueza informativa de las infraestructuras de compensación y liquidación de los mercados y cómo estas no pueden descansar, libremente de costas por externalidades, en arreglos privados bilaterales sin que ello imponga costes muy significativos para el buen funcionamiento de la economía y, por ende, del bienestar general.

No cabe duda de que, en las condiciones antes apuntadas, tras la implosión de la crisis, lo primero es reparar la solvencia del sistema para que la

financiación se normalice y fluya de nuevo a las economías; no obstante, más allá de ello, el desafío es el de restablecer sin solución de continuidad las bases de un sistema más sólido y estable. Es más, llegados al punto donde hemos arribado, lo primero se antoja imposible sin los segundo; de modo que, en la ordenación de las actuaciones, estaríamos en realidad ante un disyuntiva falsa. Subsanan los esquemas de regulación y supervisión se ha mostrado, así, inaplazable; y mientras tanto, para la normalización del crédito será necesario tiempo, aumentando con esto el coste infringido por la mala regulación y supervisión financiera en términos de pérdidas de crecimiento del producto y el empleo

Con la ruptura del paradigma anteriormente vigente, el control de los riesgos sistémicos y la estabilidad financiera han emergido en esta crisis como objetivos preeminentes de la política y la supervisión financiera; y ello, en clara confrontación con la eficiencia, la competitividad y la innovación, tan alabadas como referencia de la actuación de los reguladores en los dos o tres lustros precedentes. Lo ha hecho, además, como concepto más amplio que requiere en ocasiones un reajuste de las estructuras institucionales de la supervisión, una redefinición de mandatos, unos mecanismos de coordinación eficientes y unos esquemas adecuados de rendición de cuenta. Todo esto necesariamente adobado con una dotación apropiada de instrumentos y procesos de actuación bien definidos, especialmente cuando envuelven a varias instituciones.

Elementos claves de la reforma son, entre otros, el reforzamiento de las regulaciones de capital, la redefinición de los esquemas institucionales de supervisión y el remozamiento de los esquemas de gestión y solución ordenada de crisis financieras.

En lo que sigue se glosarán primero algunas de las lecciones de esta crisis y se esbozarán los aspectos básicos de las reformas emprendidas recientemente en la regulación y supervisión financiera, para describir a continuación de ello los cambios operados en el diseño institucional de la supervisión en la Unión Europea y en Estados Unidos. Cerrarán el capítulo unos apuntes sobre el futuro: cuestiones pendientes y probables pasos a seguir, y un extracto de balance.



### 3. ALGUNAS ENSEÑANZAS DE LA CRISIS RECIENTE

En la perspectiva de este capítulo no cabe duda de que la lección más importante y menos nueva de esta crisis es la gravedad de los costes de la inestabilidad financiera. En definitiva, los gravámenes impuestos por el desorden crediticio, en el cual contracciones bruscas de los balances financieros suceden a expansiones exuberantes, no son menores que los costes ocasionados por la inflación en términos de distorsiones en la asignación de recursos, destrucción de capacidades productivas, redistribución espuria de renta y erosión última del bienestar.

Al igual que ocurre entre inflación y paro, se ha comprobado por otra parte que hay un dilema falso de política, ya que, a la larga, en estos ciclos desordenados del crédito, acaban por predominar los costes de las crisis en que desembocan, sobre los eventuales beneficios, siempre difusos, de los excesos expansivos del crédito que los originan. Ello ocurre tanto más cuando las expectativas y los incentivos para la toma indiscriminada de riesgo se ven alimentados por instituciones públicas que facilitan una cierta deriva moral en el comportamiento de los mercados, o cuando las regulaciones no velan adecuadamente por que los agentes hagan suyos y sufran patrimonialmente los costes externos de sus conductas. La estabilidad financiera ha de erigirse, por tanto, en guía primordial y objetivo básico de la regulación y supervisión, al tiempo que en fundamento de un régimen específico de solución ordenada de crisis de entidades financieras con trascendencia sistémica, sean estas entidades grandes o pequeñas.

La inestabilidad y sus costes se han ido, además, acentuando tendencialmente con la complejidad e hipertrofia del sistema financiero, así como con la falta de ajuste de las estructuras de supervisión a las nuevas realidades de unos mercados estrechamente conectados y con balances cada vez más desmesurados en tamaño, concentración y multiplicidad de los riesgos. Como demuestra la experiencia reciente, la cuestión a afrontar no es ya la inevitabilidad eterna de las fluctuaciones cíclicas y del crédito, ante las que solo cabe protegerse con colchones adecuados y soluciones prontas para la

entidades en dificultades. Es el desboque mismo de una tendencia el que es necesario embridar en aras del bienestar general. Y ello, tanto mediante reglas que velen por la solidez y resistencia estructural del sistema bancario, como mediante actuaciones discrecionales que limiten la extensión del crédito y la toma de riesgos a lo largo del ciclo, utilizando para esto herramientas tales como los coeficientes de capital, los márgenes de garantías, u otras que actúen para modular la oferta y demanda de fondos en préstamo. En definitiva ambas son necesarias: reglas básicas y discrecionalidad prudencial.

El riesgo sistémico ha desplegado con esta crisis todas sus variantes y dimensiones, y ha retado el diseño y solidez de la regulación y supervisión financiera. La realidad muestra que, cuando se trata de la quiebra singular de una gran entidad con peso muy significativo en el sistema de pagos y de financiación de una economía, la posibilidad de aislar el riesgo de contagio, resolver el caso y mitigar su impacto, es relativamente manejable; especialmente si la entidad desarrolla su actividad básica o exclusivamente en un país. La cuestión resulta más complicada cuando lo que entra en dificultades es un conjunto de entidades con exposiciones comunes de riesgo, y cuando las entidades se hallan conectadas entre sí a través de los mercados o por formar parte de conglomerados organizativos escasamente supervisables. Todo ello se hace aún más espinoso si operan además en jurisdicciones diversas, sean estas geográficas o sectoriales.

La complejidad y la interconexión aparecen hoy como conductores principales del riesgo sistémico, y ello con independencia del tamaño o la naturaleza de las entidades. La supervisión aislada de la solvencia y solidez de las entidades individuales cae así en el anacronismo si no se asienta en el marco de referencia de la supervisión del sistema, o cuando lo hace solo con visiones estrictamente sectoriales o geográficas. La fragmentación e incomunicación de los supervisores se hace gravosa, en este mundo, si no cuenta con esquemas de coordinación y dirimencia apropiados; y aún lo hace más, si estos esquemas de coordinación no se hallan adecuadamente alineados con las instituciones de solución de crisis.



Son varios los factores que han ampliado el alcance del riesgo sistémico y modificado la propia naturaleza y extensión de las crisis financieras. Por una parte, está la trabazón cada vez más intensa entre banca y mercados, a la que han contribuido el uso creciente de los derivados, las titulizaciones y los instrumentos de deuda más o menos complejos, con el aumento consiguiente de las actividades de negociación (trading) en las entidades bancarias. Por otra parte, se halla la hinchazón de los balances bancarios, asociada a la extensión del crédito al propio sector y a las entidades financieras no bancaria (“shadow banks), bien por el papel creciente de los mercados mayoristas en la financiación bancaria o bien por la amplificación del soporte de negociación de los mercados y la inversión institucional. Finalmente, está la integración de todo ello en mercados globales o en áreas monetarias amplias, como el euro, que potencia la inmediatez de las conexiones y el contagio.

En conjunto, estos factores han aumentado los riesgos de mercado, así como los de refinanciación y contrapartida, y con esto han crecido los riesgos generales del negocio y la vulnerabilidad de la liquidez y la solvencia de las entidades financieras. Todo ello se ha ido produciendo sin que mediase un reconocimiento suficiente en las regulaciones de capitales precedentes, como es el caso de la tan celebrada Basilea II. La propia labilidad de las estimaciones estadísticas del riesgo, y la viveza de las entidades para cambiar las envolturas de las operaciones, reclaman regulaciones más robustas que los coeficientes ponderados de riesgo. Este sería el caso de los coeficientes de apalancamiento crediticio, o el equivalente más aceptado en términos de cocientes mínimos de capital sobre activos totales, sin ponderar por riesgos virtuales.

Este mínimo que limita la capacidad de apalancamiento de la deuda de las entidades financieras, aparte de protegernos de los errores de estimación y de los manejos del riesgo ponderado, resulta fundamental para marcar un umbral a partir del cual se exija la pronta actuación de los supervisores. Esta ha de producirse de modo que la intervención y solución ordenada se efectúe, en última instancia, antes de la quiebra efectiva de las entidades: es decir, cuando estas todavía disponen de un neto patrimonial suficiente para abordar

los costes de su reestructuración o liquidación, sin comprometer en ello recursos públicos ni poner en peligro a los depositantes y la estabilidad del sistema. En relación con esto, es evidente que toda la discrecionalidad de las actuaciones supervisoras debe de ejercerse en la anticipación preventiva de la toma excesiva de riesgos, mientras que en la solución de las crisis deben marcarse reglas de actuación obligada y puntual de los supervisores, que estipulen su rendición de cuentas.

Un aspecto significativo de la experiencia reciente es que la quiebra de la confianza en las entidades de crédito no procede hoy de la influencia de las manchas solares sobre el comportamiento de los depositantes, sino de la prevención de los mercados frente al colapso de los precios de los activos, la delgadez de los márgenes de negocio, la escasa recurrencia de sus resultados y la falta de efectividad de los recursos propios para absorber las pérdidas subsiguientes. Los cortes de financiación que esta prevención induce, derrumban súbitamente el crédito y precipitan el contagio del sistema y sus costes sobre la economía; la brusquedad de este movimiento es, por otra parte, tanto mayor cuanto más grave es el desencaje de plazos de activos y pasivos.

No median en esta cadena las colas de depositantes alarmados, ya que cuentan con la red de seguridad que impide un colapso del sistema de pagos<sup>6</sup>; ni las perturbaciones desencadenantes han de provenir de entidades bancarias, ya que pueden hacerlo, y lo han hecho en esta crisis, desde extramuros de estas. No obstante, estos riesgos y sus efectos recaen finalmente sobre los balances de los bancos, por lo que es en ellos donde se necesita, especialmente, una supervisión aguzada y profunda de los riesgos y unos colchones elevados de capital.

Sin embargo, la crisis reciente ha mostrado, no solo que los desencadenantes del contagio pueden provenir de fuera del perímetro de los grupos bancarios, sino que en ese extramuros pueden anidar entidades singularmente sistémicas por su complejidad y dimensión relativa en el entramado crediticio. Esto es especialmente preocupante

---

<sup>6</sup> En esta crisis solo ha habido algún caso notorio de pánico de los depositantes; producido, para más señas, por la indefinición y ambigüedad del esquema de fondos de garantías de depósitos



si carecen de una regulación y supervisión prudencial suficientemente proporcionada a los quebrantos que pueden ocasionar al sistema. Por ello se necesita, en primer lugar, someterlas a unos mínimos de regulación e información, y, en segundo lugar, se precisa disponer del poder institucional y la capacidad discrecional necesaria para sujetarlas, singular o generalizadamente, mediante reglas y supervisiones tan rigurosas y exigentes como las bancarias, especialmente cuando las implicaciones de su carácter sistémico así lo aconsejan cualquiera que fuera su naturaleza como entidad financiera.

A la hora de prevenir la transmisión e impacto de sus riesgos sobre el sistema de pagos y la financiación de las economías, la dilución de las fronteras entre entidades financieras, bancarias y no bancarias, subraya, en definitiva, los huecos que se producen en una orientación sectorial de la supervisión y abunda en la importancia de un enfoque holístico de la supervisión prudencial. Asimismo recalca la relevancia del enlace de esta con la banca central, en cuanto que garante último del buen funcionamiento del sistema de pagos y de la liquidez general como prestamista de última instancia.

La crisis reciente, no solo ha remarcado los costes para la estabilidad financiera de una supervisión prudencial débil y mal definida, sino también, como ya ha sido subrayada, la importancia para dicha estabilidad de la supervisión de la conducta en los mercados, la transparencia informativa y la adecuada protección de los inversores y consumidores de servicios financieros.

En lo que concierne a la estructura institucional de la supervisión, todo parece apuntar a las ventajas de una supervisión por funciones, frente a los modelos sectoriales. No cabe duda alguna de las lagunas y la dilución de responsabilidades que produce la supervisión sectorial<sup>7</sup>, tanto en el ámbito prudencial como en el de protección de los consumidores de servicios financieros. Pero también los modelos de supervisor único han fallado estrepitosamente, en algunos casos, por los conflictos de objetivos y por lo poco incisivo de sus enfoques en la esfera prudencial, al deslizarse hacia un examen y vigilancia liviana de conductas y controles internos. Ello tiene efectos negativos

tantos mayores cuanto más se desvinculan de la banca central y pierden, en conjunto, la referencia de la estabilidad financiera y de la prevención subsiguiente de los riesgos sistémicos como objetivos básicos de referencia.

En este sentido se hacen particularmente necesarios arreglos institucionales que velen por la adecuada cobertura de la regulación y supervisión financiera, alerten sobre sus lagunas, prevengan frente a los riesgos sistémicos y, en fin, activen las medidas necesarias.

La interconexión y la diversidad de jurisdicciones exige en cualesquiera de los casos coordinación, intercambio de información y cooperación franca de los supervisores; y aquí los fallos han sido muy notables tanto en EE.UU. como en la UE, especialmente en lo que respecta a los grupos con actividades transfronterizas. No obstante, conviene no olvidar que de poco sirve una gran coordinación si ella está vacía de información y conocimiento de la realidad patrimonial y riesgos de los supervisados, o no se disponen de medios para advenir la información recibida, o si los enfoques de los supervisores son tan diversos que no existe siquiera un lenguaje y cultura común, o si las reglas son tan distintas que no existen las mismas definiciones en aspectos básicos como puedan ser los recursos propios requeridos, o en fin, cuando las normas de sanción y disciplina y las instituciones de intervención preventiva son decididamente distintas.

Sea cual fuere el formato de la arquitectura institucional de supervisión, su eficacia será en definitiva muy baja si los mandatos no están bien definidos, no se disponen de los medios y herramientas oportunas y no existen unos esquemas de coordinación, vigilancia y rendición de cuentas rigurosos. Como ya ha sido subrayado, flexibilidad y discrecionalidad son elementos necesarios en un mundo cambiante, en el que además se precisa del buen juicio en la evaluación y decisión. Pero ello no empece la existencia de principios y reglas básicas de intervención pronta y solución ordenada que encuadren la rendición de cuentas transparente.

En relación con esto, las instituciones de supervisión financiera necesitan el complemento indispensable de una red de seguridad constituida por

<sup>7</sup> Separada sectorialmente en banca, seguros y valores.



los fondos de garantía de depósitos y las agencias responsables de soluciones ordenadas, que eviten los riesgos de contagio y minimicen el impacto sobre el funcionamiento del sistema de pagos y la financiación de la economía. A este fin, estas han de decidir con criterios de coste y beneficio sobre la opción que resulte más eficiente entre sanear y reestructurar las entidades afectadas, o liquidarlas ordenadamente. En cualquiera de los casos, asumiendo el patrimonio neto precedente los costes y pérdidas, al menos hasta su agotamiento.

La existencia de un cinturón de seguridad bien diseñado, no solo evita los riesgos de contagio, sino que también facilita una actuación pronta de los supervisores y ordena la rendición debida de cuentas. La falta de un cinturón como el reseñado, o su diseño deficiente, han estado en bastantes ocasiones en el origen de dilaciones que han multiplicado los costes de las crisis financieras, bajo coartadas imposibles como las de que el tiempo arregla las cosas, o el que venga detrás peche.

Es obvio que estas instituciones deben de disponer de medios y recursos suficientes, con contribuciones regulares de las entidades cubiertas. El erario público solo debiera de facilitar su financiación, como puente que permita ordenar la distribución de las cargas extraordinarias a través del tiempo. La experiencia reciente de la UE alerta especialmente de los riesgos de contagio correlativo de banca y gobiernos inducidos por la mala definición de cinturones de seguridad, explícitos o implícitos, que arrojan la carga de las crisis financieras sobre la hacienda pública. La conexión resulta infernal en cuanto que esta contingencia pesa como un pasivo en los balances del sector público y la deuda de los gobiernos tiene, a su vez, un peso muy importante en los balances bancarios.

En definitiva, sin un marco de regulación que dote de herramientas de prevención, pronta actuación y disciplina de las entidades, y sin unos esquemas eficientes de gestión y resolución ordenada de crisis, es imposible disponer de una supervisión financiera eficaz. Recíprocamente, sin esta, aquella se vacía de contenido real y los costes de las gestiones imprudentes de las entidades financieras se vuelcan forzosamente sobre los contribuyentes.

#### 4. REFORMAS RECIENTES EN EL DISEÑO INSTITUCIONAL DE LA SUPERVISIÓN FINANCIERA

La ordenación institucional de la supervisión financiera ha sido reformada en el último año y medio, particularmente en la Unión Europea y Estados Unidos, con el fin de remediar algunos de los fallos puestos de manifiesto en el origen y desarrollo de la crisis. Las reformas emprendidas están dirigidas, en buena medida, a clarificar mandatos, conjurar los peligros de la fragmentación, reducir los espacios del arbitraje regulatorio, reforzar la coordinación y, sobre todo, a mejorar la eficiencia operativa en la prevención y solución de crisis; todo ello con un objetivo y referencia básica de actuación: la estabilidad financiera. Objetivos sin duda encomiables, pero que conducen fácilmente a la melancolía si falla la diligencia y acierto en su ejecución.

En algunos casos como el europeo, las reformas emprendidas han puesto más énfasis en las políticas y esquemas preventivos que en las respuestas y arreglos institucionales para actuar en situaciones de emergencia o en la gestión de crisis. Sin embargo, este último ha sido el elemento más trascendente en la reforma americana, y ha centrado el objetivo inmediato de la reforma en casos como el español. Por ello, en la exposición que sigue se hará referencia a los cambios operados en la gestión de las crisis, amén de en la estructura institucional de la supervisión preventiva y pronta corrección de debilidades.

En la **Unión Europea**, la legislación aprobada mediante sendas regulaciones comunitarias el pasado mes de noviembre, recoge al respecto las propuestas del Grupo De Larosiere sobre una nueva arquitectura de supervisión financiera europea. Por un lado se establece el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (ESRB), enfocado a velar prudencialmente por la estabilidad del conjunto del sistema financiero de la UE, y, por otro lado, se instituyen tres nuevas Autoridades Europeas de Supervisión (ESA) de carácter sectorial: banca, valores y seguros<sup>8</sup>, que, como nudos centrales, in-

<sup>8</sup> EBA, ESMA y EIOPA





tegran con los supervisores nacionales el Sistema Europeo de Supervisores Financieros. Este último se articula, por tanto, como una red que funciona en tándem, de modo que, por una parte, combina las ventajas de una estructura de alcance europeo que tiene como garantes a dichas autoridades centrales, y, por otra parte, proporciona la experiencia, proximidad, conocimiento y continuidad de los actuales supervisores nacionales para el mejor ejercicio regular de las labores de vigilancia y control. Un comité conjunto de las tres Autoridades, y la presencia cruzada de los presidentes de estas tres y del Consejo (ESRB) en sus respectivos órganos de gobierno, aseguran la coordinación entre las autoridades mencionadas y la congruencia en el ejercicio intersectorial de sus funciones y tareas.

El **Consejo Europeo de Riesgo Sistémico** es una institución, nueva en todo, cuyo quehacer fundamental es identificar los riesgos sistémicos y prevenir y mitigar su impacto sobre el sistema financiero europeo. Inició su funcionamiento en enero de 2011 y forman parte de sus órganos de gobierno el presidente y vicepresidente del BCE, los gobernadores de los bancos centrales de la Unión, los presidentes de las Autoridades Europeas de Supervisión, un representante de la Comisión Europea, el presidente del Comité Económico y Financiero de la UE y los representantes de los supervisores nacionales (uno por Estado miembro), estos últimos con voz pero sin voto.

Creado al amparo del Art. 95 del Tratado de la Unión, es un organismo que no tiene poderes de actuación directa ni capacidades de manejo de instrumentos específicos de política financiera. Su vía de actuación son las recomendaciones, dirigidas estas a promover actuaciones prontas de modo que se evite que dichos riesgos sistémicos tomen cuerpo y se prevengan, así, crisis financieras generalizadas en la Unión Europea. Estas recomendaciones no son, sin embargo, vinculantes, si bien exigirán un “actúa en consecuencia, o explica por qué no lo haces”. Por otra parte, las recomendaciones solo pueden hacerse públicas si razonadamente resulta necesario desde una perspectiva de coste y beneficio; y sean públicas o privadas, estarán dirigidas a las autoridades compe-

tentes y serán canalizadas a través de la Comisión Europea o a través de las Autoridades de Supervisión Europeas cuando se dirijan a los supervisores nacionales.

Para el desempeño de sus tareas el Consejo (ESRB) desarrollará un sistema de alertas y dispondrá de la información necesaria: obtenida en primera instancia del BCE y las Autoridades de Supervisión Europeas, y, en segunda instancia, de las autoridades nacionales. Esta información no será de carácter individualizado, excepto en casos que se justifique debidamente por la dimensión sistémica de las entidades. Las funciones y tareas han de abordarse con una perspectiva agregada que englobe de forma integral al conjunto del sistema financiero europeo y sus diversas infraestructuras. De modo, por tanto, que se contemplen todas las ramificaciones sistémicas de unas actividades, negocios y mercados estrechamente conectados entre sí. El Consejo tendrá el soporte de secretariado de BCE, lo que enlaza con el Art. 105 del Tratado.

El mandato es sin duda muy genérico y la ejecución descansa en las autoridades nacionales, sin que se haya avanzado en la especificación de las herramientas de actuación de que dispondrán estas. Con todo, lo que se trata es de implicar plenamente a los bancos centrales europeos en los objetivos y tareas de estabilidad financiera; esta implicación será tanto más efectiva cuando tengan encomendadas en cada Estado miembro funciones de supervisión prudencial. Ello justifica que en varios países miembros se hayan emprendido reformas congruentes con este planteamiento y con las lecciones extraídas de la crisis. El esquema institucional de la supervisión europea y su alineamiento con los objetivos de estabilidad financiera será más eficiente cuanto más se discurra en esta dirección y más específico sea el arsenal de herramientas de que disponen las autoridades nacionales, máxime si se tienen en cuenta las limitaciones impuestas por el Tratado de la Unión.

El otro pilar fundamental de la reforma institucional es el **Sistema Europeo de Supervisores Financieros**, ya citado, que funcionará como red que reúne a los supervisores nacionales en torno a las tres Autoridades sectoriales de banca,



seguros y valores. Estas asumen las tareas de los antiguos comités de supervisores, los llamados Niveles 3, pero amplían muy significativamente sus potestades con responsabilidades adicionales y poderes legales bien definidos, que otorgan carácter vinculante a sus decisiones.

Entre estas tareas y potestades estarán las de:

- Desarrollar unos estándares técnicos comunes a los supervisores nacionales, de modo que a la postre se disponga de un solo manual de reglas y directrices de supervisión. Esta tarea técnica, que tendrá su reflejo en forma de reglamentos o decisiones de la Comisión Europea, es de crucial importancia para establecer unas prácticas supervisoras armónicas y garantizar una cierta convergencia.
  - Contribuir a una aplicación coherente de la legislación comunitaria. Para ello las Autoridades Europeas de Supervisión tendrán capacidad de iniciativa para investigar cualquier violación o falta de aplicación de la normativa comunitaria correspondiente al ejercicio de sus funciones, y para hacer llegar a las autoridades nacionales las propuestas correctoras oportunas.
  - Dirimir las discrepancias entre los supervisores nacionales, y desempeñar un papel de coordinación activa en las situaciones de emergencia que pongan en peligro el funcionamiento ordenado y la integridad del sistema. Para ello, y en última instancia, las ESA disponen de poderes de decisión vinculantes. Estas tareas revisten particular importancia, especialmente si se tiene en cuenta la experiencia acumulada, tanto antes de la crisis como en su desarrollo. En ambos casos se pusieron suficientemente de manifiesto los límites graves de las actuaciones no vinculantes de los antiguos comités de Nivel 3, ya que, sin acuerdo unánime, se abocaba a situaciones caóticas o de coordinación imposible. En relación con ello, los desarrollos en ciernes de los esquemas europeos de solución de crisis otorgan un papel clave al EBA.
  - Contribuir a un funcionamiento eficiente y coherente de los Colegios de Supervisores, en cuanto que instituciones fundamentales de la supervisión de entidades que operan en varios países. A estos efectos las ESA estarán presentes en todos ellos, velando, entre otros, por un intercambio fluido y eficaz de información.
  - Promover la confianza y la cooperación entre los supervisores nacionales. Ello es clave para lograr en el tiempo una distribución más eficiente de tareas y responsabilidades entre los supervisores.
  - Asegurar una relación eficaz con el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico y con las autoridades nacionales de terceros países.
  - Desarrollar un sistema central de información que facilite la coordinación de los supervisores nacionales y una evaluación adecuada de las tendencias, riesgos potenciales y vulnerabilidades de las instituciones financieras europeas de banca, seguros y valores (caso de los stress test) garantizando rigurosamente la comparabilidad de la información.
  - En fin, el ejercicio directo de la supervisión de infraestructuras específicamente identificadas y tasadas como de ámbito europeo. Este es el caso particular de las Agencias de Calificación Crediticia por la ESMA. Ello implica que, en el futuro, habrán de incorporarse otras infraestructuras de mercado cuando así lo disponga la normativa comunitaria (caso, por ejemplo, de las Centrales de Contrapartida de Riesgo), pero no la supervisión directa de las entidades que operan en varios países, ya que ello iría contra la normativa básica de la Unión.
- El diseño del nuevo sistema de europeo de supervisión financiera ha primado principios tales como: la continuidad, para reducir los riesgos de saltos y vacíos institucionales; el alcance inclusivo, en cuanto que a cubrir todos los sectores y funciones supervisoras<sup>9</sup> en el conjunto de la Unión Eu-

<sup>9</sup> Ya sean prudenciales, ya sean de vigilancia de mercados y



ropea y no solo de la zona euro; la subsidiariedad, de modo que solo aquello que se hace de manera más efectiva en el ámbito de la Unión es hecho por las Autoridades Europeas de Supervisión, en tanto que la ejecución cotidiana se conduce en el ámbito de los Estados miembros por su mayor proximidad, conocimiento y congruencia con los esquemas de solución de crisis; la neutralidad consiguiente respecto a las actuales estructuras nacionales de supervisión; el alineamiento adecuado de la rendición de cuentas, y la pronta puesta en marcha del nuevo sistema, soslayando reformas de los Tratados. Todo ello sin que mermen los objetivos básicos que inspiran la reforma en cuanto que a promover la estabilidad financiera, velar por actuaciones prontas de los supervisores y asegurar una fuerte coordinación de sus acciones sobre la base de poderes centrales vinculantes.

A muchos pudiera parecerle que, a resultas de todo ello, los poderes de los supervisores centrales europeos son limitados y sus instrumentos y medios escasos. Sin embargo, no son insuficientes ni sin sustancia. Los retos están ahora en “pasar de las musas al teatro” y en lograr un trabajo bien hecho, haciendo virtud de algo que está en el corazón de la reforma: reunir en estas nuevas estructuras a los supervisores y bancos centrales de la Unión, con mandatos bien definidos y evitando solapamientos innecesarios. A este fin es muy importante una cierta convergencia de los esquemas institucionales nacionales y de los estándares y prácticas de supervisión.

Las carencias más significativas están, por otra parte, en lo escaso de los avances en el ámbito de la gestión y solución de crisis. En el espacio europeo no se ha introducido de hecho ningún cambio significativo más allá del papel de mediación otorgado a las ESA para asegurar una respuesta coordinada en lo que concierne a las entidades que operan en varios países. Mientras, la Comisión Europea sigue tejiendo propuestas relativas a fondos de garantía de depósitos y esquemas de solución de crisis y reparto de cargas. La complejidad de las actuaciones transfronterizas, con sus ramificaciones concursales y fiscales, hace muy difícil los avances en este terreno; aunque no lo

hacen tan imposible como para enredarse más allá de la sustancia. En este sentido, unos esquemas europeos de gestión y resolución de crisis, específicos para las entidades financieras por su carácter sistémico, son cruciales a la hora de velar por la estabilidad financiera en un área altamente integrada. El camino más práctico es también aquí el de promover una cierta armonización de esquemas e instituir unos nudos que los integren en torno a un fondo europeo de resolución de crisis financieras.

Entre las **reformas** nacionales más significativas de los esquemas institucionales de supervisión financiera **en los Estados miembros** están las de Francia y Reino Unido.

Casi en paralelo a las reformas emprendidas en la Unión Europea, ambos países han redelineado mandatos y remodelado en profundidad sus esquemas institucionales de supervisión financiera. En **Francia** se han consolidado los cinco supervisores sectoriales preexistentes y reestructurado con un enfoque funcional que gira en torno a dos ejes básicos: una Autoridad de Supervisión Prudencial, con un mandato explícito de preservar la estabilidad financiera y asegurar la solidez y solvencia de todas las entidades financieras<sup>10</sup>, y una Autoridad de Mercados Financieros, continuidad de la anterior, que asume ahora tanto las tareas de supervisión de mercados como la de protección de los consumidores de servicios financieros cualesquiera que sean las entidades que los proveen. Además, la nueva Ley de Regulación Bancaria y Financiera de octubre de 2010 ha creado un Consejo de Regulación Financiera y Riesgo Sistémico, presidido por el Ministro de Finanzas e integrado por los presidentes de las dos autoridades de supervisión mencionadas y el presidente de la autoridad de la contable, con el fin de reforzar la cooperación en el campo de la estabilidad financiera y procurar un enfoque sistémico en todas las tareas de análisis y decisión y en la propia gestión y resolución de crisis. Conviene subrayar que la Autoridad de Supervisión Prudencial queda incorporada al Banco de Francia como ente autónomo dentro del Banco, con un consejo de gobierno propio que preside el gobernador y que incluye consejeros externos.

conductas o, en fin, de salvaguarda de la estabilidad financiera.

<sup>10</sup> Sean de crédito, de seguros o de valores



La reforma francesa parece haberse convertido en modelo a seguir, hasta el punto de que ha llegado a inspirar la del **Reino Unido**. La reforma en curso es especialmente radical, pero no se trata de una consolidación de las instituciones de supervisión como en el caso francés; por el contrario se va a producir una desmembración del modelo del supervisor único, tan promocionado años atrás, para desembocar ahora, como en el caso francés, en ese doble eje funcional: uno, prudencial y, otro, de mercados y conductas. La actual estructura se está recomponiendo por pasos hasta su plena entrada en vigor en 2012.

El Banco de Inglaterra se convierte en elemento cardinal de la supervisión británica. El supervisor financiero único actual, la Autoridad de Servicios Financieros, será suprimido. La responsabilidad de la supervisión de bancos y seguros será transferida a una nueva “filial” operativa del Banco: la Autoridad de Regulación Prudencial. Esta será responsable de la vigilancia de la solidez y solvencia de todas las entidades financieras significativas para la estabilidad del sistema, sean o no sean bancos. La regulación y supervisión de mercados y conductas será por otra parte transferida a un nuevo ente especializado: la Autoridad de Conductas Financieras.

Con el fin de asegurar la coordinación y el desarrollo adecuado de los mandatos de estos supervisores “micro prudenciales” y proveer el marco (“macro prudencial”) oportuno para el ejercicio de sus funciones en torno a un objetivo general de estabilidad, se ha creado el Comité de Política Financiera. Este, que ya ha iniciado su andadura, funciona como un comité formal del Consejo del Banco de Inglaterra, en paralelo al Comité de Política Monetaria, con mandatos diferenciados. La coordinación se ve facilitada por la presencia de algunos miembros comunes. El Comité de Política Financiera lo preside el gobernador del Banco de Inglaterra y forman parte del mismo los representantes de más alto nivel del Banco, de los supervisores micro y consejeros externos. El Comité tiene poderes para hacer recomendaciones y, bajo ciertas circunstancias, marcar directrices de política a los supervisores; entre otras, las relativas al manejo de los instrumentos contra cíclicos correspondientes (coeficientes de capital, márgenes de

garantía de los créditos, etc.). El nuevo esquema prima el análisis, la previsión del futuro y el juicio en el ejercicio de las funciones de supervisión, sujetas a una rendición de cuentas transparente.

La reforma británica en proceso se asienta, por otra parte, en los cambios introducidos en la Ley Bancaria de 2009, la cual, y en relación con lo que concierne a este capítulo, no solo inicia el proceso de cambio de la arquitectura institucional asignando al Banco de Inglaterra un objetivo de estabilidad financiera, sino que, simultáneamente, crea un Régimen de Resolución Especial de entidades en crisis. En él se provee al Banco de instrumental y capacidad para decidir, en consulta con el Tesoro, la solución más adecuada en cada caso para salvaguardar la confianza y estabilidad del sistema financiero, con criterios de coste y beneficio que minimicen los efectos de la quiebra eventual de una entidad financiera<sup>11</sup>. Así, todo el esquema antes descrito puede funcionar, sabiendo los supervisores que disponen de estos poderes y que pueden desplegarlos. Este es, sin duda, un cambio trascendental en el Reino Unido.

Las dos reformas comentadas, en Francia y Reino Unido, refuerzan el papel de sus bancos centrales nacionales<sup>12</sup> en torno a un objetivo de estabilidad financiera y lo hacen de modo que aseguran una integración más eficaz y eficiente en el nuevo sistema de supervisión europeo.

En **Estados Unidos** la Ley Dodd-Frank, de Reforma de Wall Street y Protección de los Consumidores, de julio de 2010, ha sancionado una nueva estructura institucional de supervisión financiera y solución de crisis, con objetivos nuevamente subrayados de promover la estabilidad financiera, resguardar a los contribuyentes de los rescates sin fin y, en fin, proteger a los consumidores de las prácticas abusivas.

La ley no ataja radicalmente la problemática de un sistema en que concurren, y a veces se superponen, múltiples supervisores: más de nueve federa-

<sup>11</sup> La consulta previa al Tesoro se justifica en cuanto la solución pueda implicar el uso de recursos públicos.

<sup>12</sup> A ellos se ha sumado recientemente **Bélgica**. Al igual que Reino Unido, este es un caso de desplazamiento del supervisor único a un modelo “*twinpeaks*”: un supervisor prudencial y otro de mercados y conductas, en el que la supervisión prudencial ha pasado al banco central.



les y una pléyade de estatales. No obstante, aborda algunas de las secuelas especialmente manifiestas en la crisis. En ella, a pesar de tanto supervisor, o quizás por ello, se hizo evidente, entre otras cosas, que entidades financieras significativas carecían de una supervisión prudencial adecuada a su dimensión sistémica<sup>13</sup>; que la superposición de supervisores diluía responsabilidades y difería las actuaciones tanto en el ámbito prudencial como en el de protección de los consumidores; que con tanto supervisor faltaba una visión general del conjunto; o, en fin, que las entidades financieras no bancarias, con gran peso en el sistema, carecían de un esquema de solución ordenada en casos de quiebra o de peligro de ella.

Con el fin de solventar estos fallos se crea, en primer lugar, un nuevo Consejo de Vigilancia de la Estabilidad Financiera (FSOC) a semejanza del ESRB europeo. Su gobierno lo componen los responsables de las ocho supervisores federales más importantes y los representantes de algunas de los numerosos supervisores estatales (estos sin voto), correspondiendo la presidencia al Secretario del Tesoro. La misión de este Consejo de Vigilancia es la de identificar riesgos sistémicos y lagunas en la supervisión de estos, y recomendar los reforzamientos oportunos para confinar las amenazas a la estabilidad financiera. El Consejo, entre otras cosas, define qué entidades financieras, bancarias o no, tienen dimensión y naturaleza sistémica; arbitra como *“primus inter pares”* de los supervisores y examina sus actividades; vela porque la información que fluye de las inspecciones sea suficiente y compartida con los restantes supervisores, y promueve una pronta actuación de todos ellos a través del supervisor principal correspondiente. Conviene subrayar que, al igual que el europeo, no dispone de capacidades de actuación directa y lo hace mediante recomendaciones no vinculantes a los supervisores, aunque estos deberán explicar si no las aplican; a diferencia del caso europeo, todas las recomendaciones se harán públicas.

En segundo lugar, se refuerza el papel supervisor de la Reserva Federal y se crea un Vicepresidente de su Consejo responsable de la estabilidad

<sup>13</sup> Caso de entidades significativas de banca de inversión o de grupos de seguros.

financiera. En la esfera prudencial, asume la supervisión de todas las entidades significativamente sistémicas (más allá de los holdings bancarios)<sup>14</sup> y, en lo que a protección de los consumidores de servicios financieros, pasa a ser ella quien albergue la nueva Oficina de Protección de los Consumidores. La especificación de su mandato y el fortalecimiento de sus funciones de supervisión prudencial le otorgan un papel prominente en el ámbito de la estabilidad financiera, con ciertas capacidades de desarrollo normativo, poderes directos para hacer cumplir a las entidades y disponibilidad de los instrumentos necesarios, más allá de uno tan relativamente pobre en este caso como los tipos de interés.

En tercer lugar se establecen vías más eficientes de coordinación y se facilita la mejor distribución de tareas de modo que un supervisor secundario puede ceder sus funciones inspectoras al supervisor principal; algo particularmente relevante si el grupo es significativamente sistémico.

En cuarto lugar, y no el menos importante, el Fondo de Garantía de Depósitos (FDIC)<sup>15</sup> se convierte en el elemento central de la solución ordenada de entidades en crisis, que la nueva ley extiende desde el esquema existente para las entidades bancarias a un nuevo régimen especial al margen de la normativa concursal ordinaria: Autoridad de Liquidación Ordenada para las entidades financieras no bancarias; en este se incluyen aquellas empresas que deriven de actividades financieras más del 85% de sus ingresos y, desde luego, los bancos de inversión, sociedades de valores y compañías tenedoras de bancos, evitando así lagunas como las puestos de manifiesto en los casos Lehman, Bearn Sterns o AIG. Este nuevo régimen se utilizará en los casos en que, mediante mayorías reforzadas, la Reserva Federal (supervisor de entidades sistémicas) y el FDIC, con el acuerdo del Tesoro, decidan que una de estas entidades está

<sup>14</sup> Bien porque decida ejercerlo directamente, bien porque lo haga como supervisor en base consolidada o, en fin, porque como supervisor principal de estas entidades instruya a los otros supervisores.

<sup>15</sup> Conviene subrayar que, a diferencia de Europa, en EE.UU. hay un fondo de garantía de depósitos único de alcance federal, dotado de amplias capacidades en la reestructuración y liquidación de entidades en dificultades.



en quiebra o peligro de ella y la aplicación de las leyes concursales ordinarias implicaría riesgos muy serios para la estabilidad financiera. A partir de ahí FDIC asume el papel de administrador concursal y, con criterios de coste y beneficio, puede decidir si concede préstamos o garantías para la continuidad de la entidad, o si vende sus negocios a otra compañía, o los transfiere a una compañía puente dependiente de FDIC. Todo ello, asegurando siempre que los accionistas de la entidad en quiebra absorben las pérdidas, y resolviendo si lo hacen también los acreedores no garantizados, mediante la quita correspondiente, amén de proceder a la sustitución obligada de administradores.

La nueva ley suprime la capacidad de la Reserva Federal para conceder créditos a las entidades en situaciones críticas y le otorga a FDIC la capacidad de establecer programas de garantías de liquidez en situaciones en que son necesarias para mitigar o evitar los peligros subsiguientes para la estabilidad financiera y el funcionamiento de la economía.

La articulación federal de los esquemas de gestión y solución de crisis de entidades financieras, bancarias o no bancarias, es un pivote central del sistema estadounidense que desvincula la calificación crediticia de las entidades y los Estados en que tienen su sede social y viceversa, cortando esta vía de contagio.

A pesar del farrago y complejidad de la nueva ley Dodd-Frank, y de la revalida que hace del modelo de supervisores múltiples estadounidense, la reforma del esquema institucional de supervisión y de solución ordenada de crisis es muy robusta y eficiente, tanto en lo que concierne a la prevención como a la gestión futura de las crisis financieras.

## 5. BALANCE INTERINO DE SITUACIÓN

A diferencia del caso estadounidense, en el que la reforma del arco institucional de supervisión y solución ordenada de crisis financieras opera sobre instituciones con una larga tradición y experiencia, reajustando meramente sus mandatos y el alcance de sus responsabilidades, en el caso de la Unión Europea la reforma ha creado nuevas ins-

tituciones, especialmente en el ámbito central de la Unión. Los retos son por ello mayores y la eficacia de la reforma estará mediatizada por el éxito en el despliegue de la organización, funciones y medios de las nuevas instituciones, así como por el ejercicio eficiente de los poderes y capacidades ya otorgados por las nuevas reglamentaciones. A su vez, este ejercicio eficiente va a depender mucho del alineamiento adecuado de las regulaciones y supervisiones nacionales, algo que en gran medida ha sido obviado en los pasos iniciales de la reforma.

El desarrollo actual de la agenda de regulación europea y la efectividad de los incentivos para un funcionamiento integrado, van a ser claves para que las nuevas autoridades europeas no aparezcan, en fin, como una laja superpuesta vanamente en el conjunto del sistema de supervisión y este funcione como un todo según la intención de la reforma.

La agenda de regulación, que discurre profusa en paralelo a la reforma del esquema institucional de supervisión, parece facilitar afortunadamente el desarrollo efectivo de las labores y funciones de las Autoridades de Supervisión Europeas. Así ocurrirá, por una parte, con las nuevas normativas de capital exigido a las entidades de crédito (CRD4), solvencia de las entidades de seguros (Solvencia II), actualización de MIFID y regulación de la gestión de fondos de inversión alternativa, las cuales propiciarán los desarrollos reglamentarios oportunos e impulsarán la elaboración de estándares técnicos y directrices de aplicación por las tres Autoridades en sus ámbitos de actuación correspondientes. Por otra parte, tanto estas nuevas normativas, como las aún en ciernes relativas a la gestión y solución de crisis, o a la pronta actuación supervisora, subrayarán muy probablemente el papel de coordinación y dirimencia de las tres Autoridades, y en particular de EBA en la gestión de las crisis de entidades bancarias. En fin, otras normas en curso de aprobación van a disparar las previsiones de ejercicio directo por la Autoridad Europea de Supervisión de Mercados del control y vigilancia de ciertas infraestructuras -agencias de calificación crediticia y centrales de contrapartida en los mercados de derivados, por ejemplo- y en cualquier caso subrayarán su papel directo en la



restricción o prohibición de actividades que amenacen la estabilidad y funcionamiento ordenado de los mercados.

Con ello podrán irse desplegando mejor las tareas de: verificación del cumplimiento del “manual de normas único”; presencia activa e inspectora en los colegios de supervisores y en sus núcleos básicos; aseguramiento de los intercambios de información y desarrollo de una base común de datos; elaboración de estándares que faciliten la comparabilidad de la información, y, en fin, definición y propagación de las mejores prácticas supervisoras, velando por su cumplimiento mediante la formación oportuna y las revisiones conjuntas (*peer reviews*) de las distintas supervisiones nacionales.

Relevante es que las tres Autoridades de supervisión financiera actúen como núcleos de un sistema europeo integrado y no como meros concurrentes. Todo esto va a poner a prueba tanto la adecuada dotación de medios como la capacidad de ejecución de la nuevas Autoridades. No obstante, las reglas de gobierno por mayoría simple ya se han puesto en marcha y han marcado los nuevos territorios, como ha quedado de relieve con el reciente ejercicio de resistencia de la solidez y solvencia de las entidades de crédito ante escenarios adversos.

A diferencia de las tres autoridades sectoriales de supervisión, el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico no tiene poderes para vigilar el cumplimiento de las normas y establecer directrices vinculantes. El pragmatismo que ha guiado su constitución, con presencia de todas las autoridades de supervisión nacionales y de distintas instancias de la Unión Europea, además de los bancos centrales, hace más complicado su gobierno y obliga a que sus tiempos y procedimientos sean complejos, y probablemente lentos en situaciones de emergencia. Sin embargo, dispone del apoyo de medios y capacidad de análisis del Banco Central Europeo, y cuando sus recomendaciones sean públicas, contará con la centinela del Parlamento Europeo.

El éxito de esta instancia de supervisión general del sistema financiero europeo y su eficacia para prevenir y mitigar oportunamente los riesgos sistémicos (*supervisión macro prudencial*) van a depender en buena medida del fundamento, rigor y

claridad de sus análisis y recomendaciones. Ello va a requerir un intercambio de información preciso y fluido con los supervisores nacionales y con las autoridades de supervisión europeas. Y más allá de esto, se hacen precisos unos cauces institucionales eficientes y una caja de herramientas, bien identificadas, a disposición de las autoridades a quienes corresponde finalmente la decisión y ejecución, sea en el ámbito europeo o en las esferas nacionales.

En este sentido, las reformas emprendidas en la organización de la supervisión en los Estados miembros, la redefinición de los mandatos en torno a objetivos de estabilidad financiera, y la creación de instancias de coordinación nacionales tales como el Consejo de Regulación Financiera y Riesgo Sistémico francés o el Comité de Política Financiera británico, antes mencionados, podrán facilitar la comunicación y ejecución de las recomendaciones del Consejo Europeo de Riesgo Sistémico y la mejor integración de la supervisión financiera en el conjunto de la Unión.

Tan importante, o más que estas reformas institucionales, es el desarrollo armónico de una caja de herramientas de actuación adecuada, tanto a lo ancho de la Unión como en los Estados miembros. Las nuevas regulaciones de capital lo facilitarán en la medida que las exigencias vayan a estar articuladas en tres rastras, como ocurre en Basilea III para las entidades de crédito: un coeficiente mínimo que dispare las actuaciones de resolución; un coeficiente de conservación de la solvencia que, sumado al anterior, marque un umbral a partir del cual las entidades no tienen libertad para distribuir dividendos o retribuir a los instrumentos híbridos y están obligadas tempranamente por los supervisores a adoptar medidas preventivas de su solidez, y, en fin, un componente anticíclico, que se suma a los anteriores en función de los excesos de crecimiento del crédito y de los riesgos generales, o de sistema, latentes en cada economía nacional. Los dos primeros deben de ser comunes y compartidos a lo ancho de la Unión, ya que, adecuadamente calibrados, definen unas marcas de actuación temprana de los supervisores, que debieran ser iguales en todos los Estados miembros para evitar arbitrajes impropios; el tercero es el que cabe diferenciar en función de las distintas



posiciones en los ciclos del crédito y de los riesgos acumulados en el sistema, quedando en última instancia su cuantía al arbitrio de las autoridades nacionales, susceptible, eso sí, de recomendación por el Consejo de Riesgo Sistémico.

El arsenal de herramientas debiera de ser adecuadamente amplio, e incluir, entre otras, tanto la capacidad de los supervisores nacionales para actuar sobre las ponderaciones de los coeficientes exigiendo más capital frente a determinados riesgos –por ejemplo, créditos con garantía inmobiliaria u otros–, como poderes para establecer requerimientos mínimos de márgenes de garantía en los créditos inmobiliarios o de valores, amén de la cuantía del componente anticíclico de dichos coeficientes de capital ya mencionada y de las ratios que fijan un apalancamiento máximo. Herramientas, más allá de los tipos de interés fijados por el Banco Central Europeo, con las que incidir a la postre sobre la oferta y demanda de crédito. Para facilitar la prevención de riesgos sistémicos y el contagio entre países, sería relevante que esta caja de herramientas estuviera homologada por el Consejo de Riesgo Sistémico, amén de en las directivas y reglamentos comunitarios, con lo que resultaría más fluida la comunicación de sus recomendaciones.

La dinámica del reforzamiento de la regulación financiera y el desarrollo de las nuevas estructuras de supervisión se ve claramente robustecida por los alicientes de una mayor coordinación y centralización de decisiones en torno a unos objetivos de estabilidad financiera. Estos aparecen hoy como un bien común en el ámbito de unos mercados financieros estrechamente conectados en los que los costes de la inestabilidad se extienden por contagio entre entidades, mercados y economías nacionales. Ello se ha hecho especialmente notable con el desarrollo de la crisis y alcanza su cenit con la interconexión más reciente entre crisis financiera y mercados de deuda de los gobiernos, que se realimenta hasta poner en peligro el propio euro y la construcción europea.

Ello apunta a la importancia de la pieza más relevante, pendiente aún de completar en la reforma europea: el esquema de gestión y resolución de crisis financieras. No cabe duda de que es fundamental disponer de un esquema integrado de

gestión y solución de crisis financiera para poder coronar finalmente un mercado único, romper la fuerte correlación entre riesgos bancarios y de las deudas de los gobiernos, alinear los intereses nacionales con unos objetivos europeos de estabilidad, y facilitar, en fin, una supervisión eficiente a la hora de prevenir crisis y mitigar los riesgos de contagio,

La falta de procedimientos reglados e instituciones apropiadas para la solución ordenada de entidades financieras en dificultades, especialmente cuando estas son grandes y complejas, ha sido muy notable y gravosa en el caso europeo. Al inicio de la crisis la mayoría de los países miembros de la Unión carecían incluso de esquemas explícitos, y aún hoy estos descansan a posteriori en los Tesoros públicos como instancia de salvación; es más, en la medida en que no se dispone de una institución ni de unos procedimientos comunes a la Unión, las soluciones tienen que ser nacionales incluso si los grupos extienden su actividad más allá de la fronteras.

Este hecho de que las grandes entidades europeas “vivan como globales, pero mueran como nacionales” tiene consecuencias trascendentales sobre el coste de las crisis y sobre su asignación, que, como ya ha sido subrayado, inciden sobre la integración misma de un mercado único y sobre la eficacia de la supervisión financiera. No puede hablarse de un mercado único de servicios financieros cuando los costes de financiación de las entidades dependen, como en Europa, de la localización de sus sedes sociales y no solo de su solidez y solvencia individual; este no es el caso de EE.UU. donde, gracias a una estructura única de alcance federal para la solución de crisis de entidades financieras, no hay correlación entre los riesgos crediticios de las entidades bancarias y los Estados. Esta ruptura de correlaciones será tanto mayor en cuanto la financiación de la solución, y de los regímenes de garantías, sea privada, aún cuando los Tesoros proporcionen los apoyos temporales oportunos para distribuir su carga ordenadamente en el tiempo.

En definitiva, Europa necesitará a la postre un esquema de resolución común (que podría ser complementario de los esquemas nacionales) el cual alcance, cuando menos, a las entidades que





se desenvuelven más allá de las fronteras nacionales. Este esquema debería descansar, primero, en una norma comunitaria que provea herramientas y procedimientos de actuación temprana de los supervisores. Segundo, debería de establecer, para las entidades financieras, regímenes específicos de solución concursal o preconcursal orientados a mitigar los impactos sistémicos de las crisis, al margen de los regímenes ordinarios. Tercero, las instituciones que administran estos regímenes específicos deberían de disponer, por sí mismas o mediante otros fondos paralelos, de capacidades para decidir, con criterios de costes y beneficios, si lo que procede es la liquidación de las entidades y la cobertura de los pagos a los depositantes, o lo que procede es su reestructuración y reflotamiento<sup>16</sup>. Cuarto, estas instituciones deberían de estar integradas con los fondos de garantía de depósitos, o incluso coincidir con ellos, y ser financiadas ex-ante por las entidades privadas cubiertas por estos regímenes especiales y garantías. Quinto, estos regímenes debieran contar con la seguridad final de apoyos públicos de financiación temporal, tanto nacionales como europeos, con una adecuada asignación preferiblemente previa de las cargas. Sexto, estos regímenes deberían de estructurarse de modo que minimicen los riesgos de “deriva moral” de las entidades y de los países miembros, sobre principios básicos que aseguren la estabilidad financiera y velen por el buen funcionamiento de la competencia en un mercado único.

Aún cuando la referencia ideal es la de un régimen europeo centralizado como el FDIC estadounidense, este esquema común podría articularse en forma de red integrada en torno a un Fondo Europeo de Solución Ordenada y apoyada en el propio Mecanismo Europa de Estabilidad Financiera. El camino hacia ello descansa, en este caso, en una cierta armonización de los esquemas nacionales de garantía de depósitos y de solución ordenada de crisis. Los pasos que se han iniciado al respecto son, no obstante, bastante tímidos y cortos de vista, en gran medida porque se embarran falsamente en cuestiones jurídicas que encu-

bren la escasa voluntad y perspectiva política. Lo cierto es que la ruptura del cordón umbilical de la supervisión con los Tesoros nacionales produce fuertes vértigos, a pesar de los costes manifiestos del desmembramiento actual.

En España quedó aparcada al comienzo de la crisis una reforma de la arquitectura institucional de supervisión organizada en dos ejes: uno, de supervisión prudencial (que reúna la supervisión de banca y seguros en Banco de España) y, otro, de supervisión de mercados y conductas (CNMV), que englobe con ella la protección de los inversores y consumidores de servicios financieros. Es obvio que en nuestro caso este no era el tema más perentorio; no obstante, los fallos puestos de manifiesto en el ámbito de la protección de los consumidores han sido especialmente relevantes, en buena medida por la dilución de mandatos y responsabilidades, y por los conflictos de objetivos, lo cual justifica que se reemprenda esta reforma y que se asiente mejor en el nuevo marco europeo. Como parte de esta arquitectura, procedería un reforzamiento del rango institucional del Comité de Estabilidad Financiera y de sus mandatos de vigilancia, coordinación y desarrollo reglamentario

Los esfuerzos han estado, en nuestro país, más centrados en la gestión de la crisis de entidades de crédito y en el reforzamiento de los mecanismos de solución y reestructuración ordenada en torno a FROB. Paradójicamente, se ha caminado en este caso hacia esquemas de financiación predominantemente pública, rompiendo en buena medida con una tradición orientada a la financiación ex-ante por las entidades privadas a través de los Fondos de Garantía de Depósitos; sea cual fuere el juicio final de esta reorientación, no cabe duda de que responde a motivos pragmáticos y en gran medida tácticos. Entrados ya en la fase final de reestructuración ordenada de entidades de crédito, convendrá, no obstante, proceder a una revisión más duradera y articulada de nuestros esquemas de solución, basada en la unificación de los tres fondos de garantía de depósitos actuales y en su mejor integración con el equivalente que, en su caso, suceda de manera más permanente al FROB.

Todo ello convendría hacerlo al tiempo que se transponen a nuestro país las nuevas normativas de solvencia, procurando simultáneamente una

<sup>16</sup> A este fin, las herramientas aplicadas deben de ser amplias, desde la venta de los activos y pasivos a la creación de entidades puente para la reestructuración previa a la venta.



refundición de la normativa dispersa de entidades de crédito y de intervención y disciplina, que evite lagunas y las dote de mayor congruencia. El entramado institucional y la refundición normativa con que se salga de este crisis, deben de proporcionar un marco claro, más sólido y eficiente, con que garantizar mejor la estabilidad financiera y la protección de inversores y consumidores de servicios financieros.

## 6. CONCLUSIONES

Las reformas recientes del arco institucional de la supervisión financiera responden a problemas bien identificados puestos de relieve en la génesis

y desarrollo de la actual crisis financiera. No obstante, son incompletas y sobre todo están a medio cocer; especialmente en el caso de la Unión Europea. En este caso, carecen de un anclaje adecuado, primero, sin un pronto despliegue de las nuevas regulaciones de capital y de conducta que facilite el desarrollo de unos estándares técnicos y directrices congruentes de la nuevas Autoridades Europeas de Supervisión; segundo, sin una reforma profunda de los esquemas de gestión y resolución ordenada de crisis en el conjunto de la Unión y, en fin, sin una mejor coordinación con el sistema de bancos centrales, una revisión del papel del Banco Central Europeo como prestamista de última instancia y una implicación verdadera y efectiva en el Consejo de Riesgo Sistémico.



## II. LA ESTRUCTURA DEL NUEVO MARCO PRUDENCIAL Y SUPERVISOR: HACIA BASILEA III

Fernando Mínguez Hernández

Abogado, Economista e Inspector de Entidades de Crédito del Banco de España (excedente)

### RESUMEN

Basilea III es la respuesta, en el terreno de la regulación bancaria prudencial, a la crisis financiera. Dicha respuesta, impulsada por el G20, viene en forma de nuevos estándares del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (“CSBB”), órgano que opera como verdadera fuente material del Derecho que, en esta materia, se aplica en todos los países financieramente desarrollados.

Creemos que puede afirmarse que Basilea III no supone una ruptura con el paradigma regulatorio que se viene aplicando desde los años 80, en cuanto a que la regulación pretende seguir siendo prudencial, no intrusiva, sin menoscabar la capacidad de cada entidad de desenvolverse en el mercado según su criterio. El elemento más reconocible del marco de Basilea, el ratio de capital por activos ponderados por riesgo seguirá siendo su elemento esencial. No obstante, no cabe duda de que las nuevas reglas supondrán un endurecimiento muy notable del citado marco. El CSBB ha intentado dar respuesta a los problemas puestos de manifiesto por la crisis y, al hacerlo, invariablemente, ha introducido nuevos requisitos regulatorios o endurecido los existentes.

Aunque no se abandona la noción de que los recursos propios computables no coinciden con los fondos propios jurídico-contables, las entidades tendrán que dar mucho más peso en su ratio de capital a los elementos que proporcionan más estabilidad: el capital y reservas que, netos de deducciones, formarán el denominado *common equity tier 1*, traducción normativa del *core capital* que vienen empleando desde hace tiempo mercados y analistas y que será, en adelante, el elemento básico del capital regulatorio.

Los requisitos de capital regulatorio han sido, tradicionalmente, procíclicos. Un requisito invariable a lo largo del ciclo facilita las sobrerreacciones de las entidades, tanto en los puntos álgidos como en los valles. En teoría, una entidad debería ser capaz de deteriorar relativamente su ratio de capital en las épocas bajas para reconstruirlo en las épocas mejores. El CSBB “traduce” esta idea a través de la noción de los “colchones” de capital (*capital buffers*). La idea de que las entidades deben operar de modo continuado holgadamente por encima de los requisitos mínimos de capital, considerados ineludibles, no es nueva, pero ahora se cuantificará, habrá un exceso mínimo exigido, que podrá reducirse en épocas de ciclo descendente (nunca por debajo de los recursos propios mínimos absolutos), sin que ello implique más que una reducción progresiva de su capacidad de devolver recursos a sus accionistas.

Hasta ahora, los elementos cuantitativos del marco de Basilea –recordemos que el concepto de “solvencia” es mucho más amplio– se reducían a los ratios de capital. En adelante, las entidades deberán hacer frente también: (i) a unos límites máximos de apalancamiento, es decir, a un ratio máximo entre los activos –sin ponderar por riesgo– y el capital y (ii) a unos requisitos cuantitativos de liquidez, tanto en términos de mínimos de disponibilidades líquidas como en términos de estructura de inversión-financiación.

Las nuevas reglas no se encuentran completamente consolidadas, dado que existen elementos que aún están sometidos a debate y, sobre todo, pueden ser suplementadas con algún otro aspecto adicional. Es relevante, en particular, la idea de que aquellas entidades que resulten sistémicamente importantes a nivel global han de tener, in-



cluso, requisitos de solvencia adicionales. La idea parece asumida y queda, por tanto, definir qué es una entidad sistémicamente importante –concepto que no es sinónimo de “entidad muy grande”- y cuáles han de ser esos requisitos adicionales.

El que Basilea III llegue a ser un requisito de obligada observancia para las entidades de crédito dependerá de su proceso de incorporación a las leyes nacionales. En nuestro caso, se trata de un proceso que pasa por el estadio previo de incorporación al Derecho comunitario. Dicho proceso se encuentra muy avanzado, existiendo a fecha de hoy propuestas legislativas. Recordemos que, en el seno de la UE, las reglas de Basilea se aplican a todo tipo de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión –por más que el propio CSBB publique sus estándares dirigiéndolos a “bancos internacionalmente activos”-. Lo que se sabe de la transposición incorpora novedades importantes, en parte ajenas a la sustancia del tema, pero sí relevantes, como la sustitución parcial de la directiva de capital por un reglamento. Cabe presumir que las Autoridades comunitarias hayan querido atacar, por esta vía, otro de los efectos de la crisis: la progresiva disminución de la coherencia del marco prudencial de la UE por la proliferación de respuestas nacionales.

La transición a Basilea III debe comenzar en 2013 y durará hasta el 1 de enero de 2019. La progresión será rápida, sin embargo. España puede verse beneficiada, en este sentido, al menos en parte, por el efecto anticipación de la normativa de febrero de 2011, aunque ello no baste, ni mucho menos, para afirmar que el cambio pueda estar exento de tensiones para nuestro sistema bancario.

## 1. INTRODUCCIÓN

Una de las consecuencias de la crisis financiera desatada en 2007-2008, cuyos efectos aún se dejan notar, fue el consenso político en torno a la necesidad de proceder a una revisión del marco regulatorio en general, y más específicamente del marco regulatorio institucional bancario<sup>1</sup>. Y cuando se

<sup>1</sup> Como por otra parte, era de prever, aunque solo sea por-

habla de regulación prudencial o institucional, la referencia ineludible es el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea<sup>2</sup> (el CSBB, en adelante). Según es conocido, el CSBB es un órgano de carácter informal –entendiendo por tal que carece de un estatus jurídico-institucional definido-, integrado por representantes de los órganos supervisores y los bancos centrales de los principales países del mundo (antaño, solo el G10, hoy su composición se acerca mucho más a la del G20), cuya misión es la producción de estándares internacionalmente homogéneos en materia de regulación y supervisión de la banca. La producción del CSBB desde finales de los 70, que es cuando comenzó su actividad, abarca un elenco amplio de temas –y en todos ellos, sin excepción, se trata de pronunciamientos esenciales, inspiradores de toda la regulación financiera vigente en cada materia- pero, sin duda, la más conocida y, probablemente, la más relevante de las líneas de trabajo es la relativa a la regulación de la solvencia bancaria.

En 1983, el CSBB publicó su primer estándar sobre solvencia bancaria, hoy conocido como Basilea I. Un documento que, a la vista de la complejidad alcanzada por la regulación posterior, cabe calificar de “sencillo”, pero que sentó las bases del sistema todavía vigente: una relación entre el capital regulatorio, definido conforme a pautas específicas –relativamente independientes de reglas mercantiles y contables- y los activos ponderados por riesgo (“APR”, en lo sucesivo), asimismo calculados conforme a pautas especiales.

Tras enmiendas y adiciones parciales de menor alcance, el sistema fue objeto de una profunda reforma en el año 2004, en el documento conocido como Basilea II<sup>3</sup>. Pese a su gran extensión y complejidad, Basilea II no es un estándar completo ya que no abordó, precisamente, la definición de ca-

que la nueva producción normativa, tras una crisis, aparece casi como un acto debido. “Regular” se erige, parece, en un sinónimo de “reaccionar”.

<sup>2</sup> El CSBB está compuesto por representantes de alto nivel de los supervisores bancarios y bancos centrales de Argentina, Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Francia, Alemania, Hong Kong, India, Indonesia, Italia, Japón, Corea, Luxemburgo, México, los Países Bajos, Rusia, Arabia Saudí, Singapur, Suráfrica, España, Suecia, Suiza, Turquía, el Reino Unido y los Estados Unidos.

<sup>3</sup> Al respecto, puede verse el exhaustivo análisis de Raimundo Poveda en POVEDA, R. (2010)



capital regulatorio, que se mantuvo intacta respecto a Basilea I. El estándar de capital del CSBB, por tanto, post-2004, y ahora vigente, es la conjunción de Basilea I y Basilea II.

La crisis financiera, originada en 2007 y que alcanzó su punto álgido en 2008, tras la caída de Lehman Brothers, llevó al consenso, en el seno del G20, sobre la necesidad de revisar determinados aspectos de la regulación financiera internacional y, entre ellos, los aspectos relativos al capital regulatorio. El CSBB respondió con un programa de trabajo en dos grandes líneas:

- a) En el capítulo de los consumos de capital, la ponderación por riesgos y el cálculo de APR, era necesario revisar el tratamiento de aquellos productos que, durante la crisis, evidenciaron que podían haber sido minusvalorados en cuanto al riesgo que suponían. En especial, los productos más sofisticados de la titulización –y, en particular, los activos resultantes de titulaciones sucesivas o “retitulaciones”- y determinados derivados financieros.
- b) Por otra parte, había que abordar el aspecto del Acuerdo de 1988 que no había sido reformado, es decir, la propia definición del capital regulatorio y las líneas generales del sistema. Asimismo, se entendió que era necesario abordar verdaderas carencias del marco de capital, mediante herramientas regulatorias complementarias, no existentes hasta ahora.

El primer capítulo quedó parcialmente resuelto a mediados de 2009, mediante la emisión de nuevas reglas para ciertos productos, en lo que vino a denominarse “Basilea 2.5”<sup>4</sup>. A finales de 2010, sin embargo, es cuando apareció el nuevo gran conjunto de estándares que denominamos “Basilea III”.

## 2. LAS DEFICIENCIAS APRECIADAS EN MARCO REGULATORIO

En síntesis, las deficiencias apreciadas por el CSBB

en el marco prudencial, a la vista de la experiencia de la crisis financiera, son las siguientes:

- (i) Determinados instrumentos o productos financieros (concretamente, ciertas exposiciones de titulización y algunos derivados de crédito), muy ligados a la crisis como transmisores, más que como generadores de dificultades, no se encontraban correctamente tratados por el sistema de requerimientos de capital. En otras palabras, el consumo de capital fijado era insuficiente a la vista del riesgo que esos productos suponían.
- (ii) Puesto que numerosos bancos tuvieron que ser rescatados por las Autoridades durante la crisis, no hay más remedio que concluir que el capital regulatorio resultaba insuficiente. Ahora bien, a juicio del CSBB, esa insuficiencia resultaba más cualitativa que cuantitativa. Si bien la cantidad total de capital, medida en términos de APR (el famoso 8%) podía considerarse suficiente –a salvo lo que luego se dirá de los ajustes contracíclicos, entre otros aspectos-, la composición cualitativa de ese capital se evidenció deficiente, en tanto buena parte de lo que se venía considerando “capital regulatorio” no se comportó como tal, es decir, no sirvió efectivamente para cubrir pérdidas de las entidades.
- (iii) Aunque no se discute que la clave de la solvencia de un banco estriba en la relación entre su capital y el riesgo efectivamente asumido –medidos uno y otro, respectivamente, en forma de capital regulatorio (recursos propios computables) y APR-, sí cabe plantear en qué medida el tamaño de las entidades, es decir, la relación entre sus activos, sin más, y sus recursos propios, es también una variable relevante. Que el volumen de las entidades de crédito es importante está fuera de toda duda, ya que, si bien puede cuestionarse, y se cuestiona, que una entidad no muy grande no pueda ser sistémica, parece fuera de duda que las entidades muy grandes son inequívocamente sistémicas (*too big to fail*).

<sup>4</sup> V. CSBB (2009)



Si el tamaño es, pues, una variable que los supervisores toman en consideración, parecía inevitable que se recuperara para el marco regulatorio bancario la noción de apalancamiento.

- (iv) Otra cuestión que, definitivamente, ha de tomarse en consideración es la de la relevancia de la liquidez. Hasta ahora, no existía un marco armonizado internacional de regulación de la liquidez bancaria desde un punto de vista cuantitativo, entre otras cosas porque, al menos desde una perspectiva teórica, la liquidez no debería representar nunca un problema para una entidad solvente, dado que siempre podría entrar en juego el banco central, en su rol de prestamista de última instancia.
- (v) Finalmente, el CSBB ha entendido que no debía posponerse más el abordar a fondo un problema que puede considerarse “clásico” en la literatura sobre regulación: la cuestión de la prociclicidad. Puede afirmarse que la práctica totalidad de la regulación financiera, y no solo la prudencial, tiene un carácter marcadamente procíclico sin que, con la notable excepción de la regulación contable española sobre provisiones anticíclicas, se hayan puesto en práctica herramientas eficaces para paliar este carácter.

La regulación post-crisis se encamina a atacar todas estas deficiencias, a través de diferentes piezas: ajustes en el marco de consumos de capital, ajustes en la propia definición de capital y elementos enteramente de nuevo cuño (los coeficientes de apalancamiento y la regulación de los coeficientes de liquidez).

### 3. LÍNEAS BÁSICAS DE BASILEA III

#### 3.1. Concepto e integración con el resto del marco prudencial

##### A) *Qué es Basilea III y cómo se incardina en el resto del marco prudencial*

Lo que se ha dado en llamar “Basilea III” es un conjunto relativamente amplio de documentos producidos por el CSBB, de los que sobresalen, como esenciales, dos: uno centrado en la gestión de liquidez<sup>5</sup> y otro para el resto de las modificaciones<sup>6</sup>. A nuestro juicio, es importante destacar lo siguiente:

- a) Basilea III no sustituye, sino que enmienda parcialmente y, sobre todo, suplementa los estándares anteriores: Basilea I y Basilea II (si bien es cierto que el primero queda ya muy ampliamente superado). El marco internacional de regulación de la solvencia bancaria es, por tanto, la síntesis de todo ese conjunto, a través de sus sucesivas enmiendas y adiciones.
- b) Basilea III no supone, creemos, el cuestionamiento de la que, a nuestro entender, es la idea básica de Basilea II y la aportación fundamental de ese desarrollo regulatorio a la cultura supervisora, esto es: la de que la “solvencia bancaria” es una noción cualitativa y compleja, cuya adecuada promoción requiere de la interacción de tres elementos, ninguno de los cuales es sustitutivo del otro: (i) en primer lugar, el marco cuantitativo de cálculo, es decir los requerimientos de capital, (ii) en segundo lugar la adaptación del marco de capital a las circunstancias particulares de cada entidad, a través de los procesos de autoevaluación del capital y la revisión supervisora y (iii) en tercer y último lugar, la disciplina de mercado, cuya eficacia exige, como condición, que las entidades provean información suficiente sobre su situación cuantitativa y cualitativa. Es el ya famoso enfoque de los “tres pilares” que, insistimos, no parece estar en absoluto en tela de juicio.

Desde una perspectiva más general, podemos afirmar que Basilea III, suponiendo, sin duda,

<sup>5</sup> V. CSBB (2010)

<sup>6</sup> V. CSBB (2011)



como veremos enseguida, un endurecimiento de los requisitos prudenciales, no implica una ruptura, sino una continuidad de lo que se ha dado en llamar “paradigma regulatorio” vigente desde principios de los años 80 del siglo pasado. Dicho paradigma podría calificarse de “liberal” o “no intrusivo”, en el sentido de que las reglas pretenden funcionar como un marco para el negocio bancario, pero no incidir en el negocio bancario mismo. La adopción de este paradigma en países como España supuso una enorme ruptura con las prácticas del modelo intervencionista anterior, en el que difícilmente podía hablarse de una regulación prudencial en un sentido técnico, ya que la solvencia de las entidades era, prácticamente, un corolario de la aplicación de una multitud de normas sobre precios e inversiones que, por sí, resultaban en cuentas de resultados saneadas, a costa, lógicamente, de convertir el sector bancario en un sector estanco y dirigido.

Es posible que, en el futuro inmediato, el paradigma regulatorio vigente sea cuestionado, de algún modo, siquiera parcialmente, pero no puede decirse que Basilea III inicie esa fase.

### *B) Naturaleza*

El conjunto de documentos que integran Basilea III son, al igual que Basilea I y Basilea II, pronunciamientos del CSBB, estándares prudenciales internacionales dirigidos a entidades y supervisores. No se trata, por tanto, de normas jurídicas de obligado ni de directo cumplimiento, ya que el CSBB no es una autoridad capaz de emitir disposiciones jurídicas de ninguna clase –por más que, a estas alturas, poca gente habrá ya que discuta al CSBB su carácter de fuente material, y fuente primordial, además, de Derecho en materia bancaria y financiera-. Nos ocuparemos de esta cuestión un poco más en detalle más adelante, pero conviene recordar que la efectiva aplicación de los nuevos estándares requerirá su previa juridificación, es decir, su incorporación a normas de Derecho positivo en las diferentes jurisdicciones en las que dicha aplicación vaya a tener lugar.

### **3.2. Elementos**

Vistas las líneas generales de la reforma, vamos a examinar cada uno de sus aspectos en algún detalle.

#### *A) Ajustes a la normativa de consumos para ciertos instrumentos*

Basilea III no incide especialmente en el capítulo “de consumos”, es decir, en cómo se transforman las exposiciones que generan los distintos instrumentos financieros<sup>7</sup> en APR y en las complejas reglas en torno a la cuestión. El programa de trabajo asumido tras la crisis sí incluía reformas puntuales, relativas a las reglas aplicables a aquellos productos financieros que se consideraron “transmisores de riesgos”. Buena parte de la cuestión fue resuelta en 2009, a través de la enmienda a las reglas de Basilea II conocida como “Basilea 2.5”. Basilea 2.5 introdujo correcciones, fundamentalmente, en el marco de la titulización, imponiendo condiciones más gravosas, en especial, para las denominadas “retitulizaciones”.

Basilea III completa la cuestión mediante la introducción de nuevas reglas destinadas a mejorar el tratamiento del riesgo de contraparte de los derivados, que deberá incluir, ahora, ajustes por pérdidas potenciales futuras debidas a caídas en la calidad crediticia de la contraparte, entre otros ajustes técnicos, tales como la introducción de ajustes en las curvas generales de cálculo de capital aplicables a entidades de gran tamaño (efecto correlación).

Es de señalar, también, que el CSBB ha decidido incorporar a sus estándares de capital el Código de Conducta de IOSCO para agencias de *rating*, de modo que éstas deberán cumplir con el Código para que sus calificaciones sean elegibles a efectos prudenciales<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> No solo los instrumentos financieros se transforman en APR sino, en general, todos los activos bancarios. No obstante, los activos no financieros tienen, lógicamente, una importancia residual.

<sup>8</sup> En la UE, el Código IOSCO queda superado en buena medida por el Reglamento (CE) 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia, que incorpora principios muy similares.



### **B) La nueva composición del ratio de capital**

Es conocido que el concepto de “capital regulatorio” –o de “recursos propios computables”, por atenernos a la denominación técnico-jurídica de la noción en las normas españolas– en banca es diferente del de patrimonio neto contable. Sin entrar en excesivos detalles, la contabilidad considera “fondos propios” a la diferencia entre el activo y el pasivo o, alternativamente (aunque ambas perspectivas no coinciden del todo) a la expresión contable del derecho residual de los accionistas al patrimonio de la entidad.

El CSBB, al definir qué había de entenderse por capital regulatorio adoptó una perspectiva algo diferente. Dado que la función de los recursos propios, desde un ángulo prudencial, es asegurar la estabilidad de la entidad incluso en escenarios muy adversos, la cuestión no es tanto cuál pueda ser la calificación contable o jurídico-mercantil de las diferentes partidas, sino si éstas pueden contribuir o no al citado objetivo desde un punto de vista sustantivo-material. Así, se opta por un enfoque que cabe calificar de economicista, en el que la cuestión es si un determinado recurso estará disponible para soportar pérdidas o contribuirá de algún modo a la estabilidad de la entidad de crédito, al menos en un horizonte temporal dado, cualquiera que sea su consideración contable<sup>9</sup>. Con este enfoque, serán recursos propios, por supuesto, el capital y las reservas de todas clases –que representan contribuciones de los accionistas que la entidad nunca estará obligada a devolver– pero también partidas que, representando plusvalías o mayores valores de activos, puedan no haberse registrado en reservas o, en fin, ciertos instrumentos financieros que, si bien son jurídicamente deudas o, al menos, representan pasivos contables, tienen características tales como un plazo de reembolso dilatado (o incluso perpetuo) o la posibilidad de suspender los repagos en ciertas circunstancias o, al menos, permiten imponer a los tenedores moratorias en sus derechos. En sentido contrario, los recursos propios deberán corregirse a la baja: (i) por la existencia de ciertos elementos patrimonia-

<sup>9</sup> Consideración contable que, por lo demás, es cambiante, como evidencian las profundas reformas acaecidas en esta materia.

les –aunque contablemente sean activos– que, se considera, han de estar cubiertos íntegramente por capital propio (por ejemplo, los activos intangibles, y señaladamente el fondo de comercio) y (ii) para reflejar cualquier circunstancia que, tenga la consideración contable que tenga, permita cuestionar la efectividad de las partidas computadas como capital (autocarteras o financiaciones a terceros para la adquisición de instrumentos de capital propio).

El cuadro se completa, haciéndose aún más complejo, si se tiene en cuenta que la medición de los recursos propios computables –como la de los consumos de capital– debe realizarse “en base consolidada”, es decir, no sobre la base de estados financieros con valor mercantil, sino tomando como referencia la totalidad del grupo que, según se sabe, no es una persona jurídica en sí<sup>10</sup>.

En todo caso, el CSBB nunca ignoró que: (i) no todos los elementos de los recursos propios podían considerarse iguales y (ii) una determinada proporción, cuando menos, de dichos recursos propios tendría que estar integrada por recursos “de alta calidad”. Desde el origen, por tanto, se operó con las nociones de recursos “de primera” y “de segunda” categorías (respectivamente, “básicos” y “complementarios” en nuestra terminología normativa), los conocidos como “Tier 1” y “Tier 2”<sup>11</sup>. Y existió siempre una regla: los recursos propios de una entidad no podían contener más Tier 2 que Tier 1 –suplementada, además, con la idea de que, dentro del Tier 2, los elementos menos seguros no podían representar más de la mitad–.

A la altura de 1988, lo dicho parecía más que suficiente. La variedad de elementos disponibles era bastante limitada y, por tanto, no eran necesarias excesivas sutilezas en las definiciones y, sobre todo, el desarrollo de la tecnología jurídico-financiera aseguraba una nítida separación entre Tier

<sup>10</sup> En honor a la verdad, sin perjuicio del carácter esencial de la base consolidada como perímetro fundamental de medición de la solvencia, las normativas positivas de los diferentes países imponen, además, requerimientos a nivel individual o subconsolidado, bien es cierto que con especialidades respecto a los consolidados y con posibilidad de eludirlos en aquellos grupos en los que se considera que existe una alta movilidad del capital.

<sup>11</sup> Ha llegado a existir y existe aún un “Tier 3”, pero no interesa a nuestros efectos





1 y Tier 2. Pero pronto la cuestión comenzó a hacerse más compleja, debido a la aparición de toda una colección de instrumentos financieros –los denominados, genéricamente, “híbridos”– que, configurándose jurídicamente como deudas, revestían ciertas características (aplicabilidad a pérdidas en determinados supuestos, perpetuidad, posibilidad de suspender o eliminar el pago de retribuciones en ciertos casos...) que los aproximaban, al menos teóricamente, al capital desde una perspectiva económica.

La existencia de ese tipo de instrumentos desdibujó progresivamente las fronteras entre Tier 1 y Tier 2, dándose, por una parte, instrumentos que, por su calidad relativa, podían integrar el Tier 2 en su totalidad (*upper Tier 2*) e, incluso, instrumentos que, sin ser jurídicamente capital ni cuentas contables de reservas, podían integrar, sujetos a limitaciones, el Tier 1<sup>12</sup>. Como consecuencia de todo este proceso, se constataba que una entidad podía llegar a cumplir con los ratios de capital representando su capital y reservas, es decir, sus fondos propios contables, una fracción mínima de su capital regulatorio.

El propio mercado, quizá consciente de este proceso de deterioro, o quizá por el simple hecho de que, al menos hasta la entrada en vigor de los requerimientos del denominado “Pilar III” los cálculos de capital normativos resultaban bastante opacos, empezó hace ya mucho tiempo a evaluar la solvencia en términos del denominado “*core capital*”, es decir, en términos de capital en sentido más o menos estricto (fondos propios contables con escasos ajustes), sin que esta noción tuviera nunca una traducción normativa.

Los rescates bancarios a partir de 2008 pusieron de manifiesto que es posible que un banco se encuentre en situación tal que deba ser rescatado sin haber agotado sus recursos teóricos de capital regulatorio. El cumplimiento de los ratios de capital, definidos de conformidad con la normativa, proveyó, aparentemente, poca defensa frente a la crisis. Y la razón estribaba, en buena medida, en

que una parte significativa de los recursos propios reales solo hubieran podido comportarse como tales en la eventualidad de que los bancos llegaran a ser insolventes, en un sentido técnico-jurídico estricto<sup>13</sup> (momento en que podrían activarse las cláusulas citadas anteriormente, que permiten emplear los saldos de ciertos instrumentos para la cobertura de pérdidas). Pero lo cierto es que, con pocas excepciones, los bancos, al menos los internacionalmente activos, nunca llegan a ser insolventes en el mismo sentido que lo son las empresas en general, sencillamente porque son rescatados antes. Por tanto, buena parte de los recursos propios computables nunca pueden llegar a cumplir su función.

En opinión del CSBB, por tanto, la crisis no habría venido a cuestionar tanto el nivel de capital existente (el 8% de los activos ponderados por riesgo) cuanto la calidad de dicho capital, es decir, su composición.

A partir de ahora, el ratio de capital será más exigente, a través de las siguientes vías:

- a) En primer lugar, se define un subnivel dentro del Tier 1 que se convierte en la nueva piedra angular del sistema: el denominado *common equity Tier 1* (CET1) –y que viene a corresponderse con la noción común de core capital, traduciéndola normativamente-. Siguiendo su práctica de huir de conceptos jurídico-mercantiles o contables, el CSBB define el CET1 a través de 14 características que, en síntesis, se contraen a que los instrumentos susceptibles de integrar la categoría (cuyo paradigma son las acciones ordinarias de las sociedades anónimas) estarán plenamente disponibles para la cobertura de pérdidas en todo momento, no comportarán ninguna obligación de reembolso o retribución, tendrán el máximo grado posible de subordinación y, por supuesto, no estarán garantizados en modo alguno ni verán afectada su efectividad por cualquier clase de negocio jurídico.

<sup>12</sup> En España, el único instrumento capaz de integrar el Tier 1 distinto de acciones y otras figuras de los fondos propios eran, y son, las denominadas participaciones preferentes.

<sup>13</sup> Es decir, en el marco jurídico español, que se encontraran en concurso.



A partir de aquí:

- Las entidades tendrán que cumplir con un ratio de capital en términos de CET1 (del 4,5 %)
  - El CET1 se convierte, como veremos, en base de medición de los componentes anticíclicos y
  - Deberán practicarse contra el CET1 buena parte de las deducciones que, hasta ahora, podían realizarse contra el Tier 1 o, incluso, contra la suma del Tier 1 y el Tier 2 (activos intangibles, ciertos activos fiscales e inversiones en CET1 de otras entidades).
- b) El Tier 1, por su parte, queda definido como el conjunto de instrumentos disponibles para la cobertura de pérdidas sin necesidad de que la entidad deje, en ningún momento, de ser una empresa en funcionamiento (*on a going concern basis*). Además del propio CET1, que será su componente principal, podrán incluirse en el Tier 1 aquellos instrumentos perpetuos, con retribución enteramente discrecional, y subordinados a todos los acreedores, siempre que incluyan cláusulas que permitan aplicarlos a la cobertura de pérdidas sin necesidad de liquidar la entidad ni pasar por proceso administrativo alguno.

Las entidades deberán tener un ratio mínimo de Tier 1 sobre activos ponderados por riesgo del 6%.

- c) Finalmente, el Tier 2 –que, por diferencia entre el 8% y el 6% mínimo de Tier 1, se concluye que no podrá representar más del 2%- se redefine a su vez como aquellos instrumentos que sean capaces de comportarse como capital *on a going concern basis*, es decir, cuando la entidad haya dejado de ser una empresa en funcionamiento, noción que, desde luego,

cubre los supuestos de insolvencia, pero también aquellos casos en los que la insolvencia hubiera debido producirse de no ser por alguna clase de intervención administrativa. Es decir, una entidad será un *gone concern* tanto si lo es de hecho como si, de no mediar un rescate, hubiera llegado a serlo.

### C) Coeficientes de apalancamiento

Desde la misma entrada en vigor de los estándares del CSBB, a principios de los 80, pareció quedar incorporada a la cultura financiera general la idea de que no era tanto el volumen de activos de un banco como la calidad de dichos activos lo que lo hacía susceptible de padecer una crisis. Por tanto, el capital regulatorio no debía crecer tanto en función del tamaño como del riesgo asumido. En otras palabras, un banco que invirtiera en activos sin riesgo podría crecer sin límite. La idea de que debe existir una relación mínima entre capital regulatorio y volumen del activo, sin mayores matices, ha estado ausente de la regulación internacional bancaria durante los últimos treinta años.

En ausencia de restricciones, la experiencia ha puesto de manifiesto cómo los bancos han venido elevando sus ratios de apalancamiento, sin dejar de cumplir con los requisitos de capital sobre APR. Esta elevación del apalancamiento, desigual por mercados y tipos de entidades, pero generalizada, fue especialmente intensa en los últimos años y muy notable desde que comenzó el empleo masivo de derivados financieros, instrumentos que, como se sabe, apenas tienen efecto sobre la base de activos, porque casi no requieren inversión. En buena medida, el empleo de derivados y otras técnicas tuvo como finalidad, precisamente, la gestión del capital regulatorio con vistas a su optimización, es decir, la reducción en la ratio entre APR y activo total.

Sin embargo, el apalancamiento se revela como un problema muy grave ante el *deterioro* del valor de los activos, que va relacionada con la base de exposición, y no tanto con la ponderación por riesgo que se les asigne. Con independencia de la técnica contable que se aplique, es decir, sea



por revaluación a valor razonable, sea mediante la constitución de provisiones, y sin perjuicio de que el efecto pueda ser más progresivo en este segundo caso, las pérdidas que las entidades han de soportar van correlacionadas con el volumen de activo que entra en deterioro y, por tanto, la erosión de la base de capital es mucho más intensa en entidades muy apalancadas. El apalancamiento incide, por tanto, en la velocidad a la que una entidad puede destruir la solvencia que, aparentemente, comportaba su ratio entre capital y APR.

La crisis ha puesto de manifiesto que el excesivo apalancamiento, por tanto, es, o puede ser, un grave problema, por diversos motivos, lo que lleva al CSBB a proponer la adopción de un ratio de apalancamiento máximo. A diferencia del coeficiente de capital, el ratio de apalancamiento enfrenta capital con activos totales, no con APR. Si bien se trata de una materia aún abierta al estudio:

- a) La medida del capital empleada será, en principio, el Tier 1, aunque el CSBB estudiará el impacto de utilizar el CET1 y los recursos propios totales (es decir, respectivamente, las definiciones más estrecha y más amplia posibles de capital).
- b) El activo se tomará a valores contables, con reglas estrictas sobre compensaciones, y añadiendo en todo caso las exposiciones fuera de balance, especialmente los derivados financieros. Para esta última operación se aplicarán, en síntesis, las reglas ya en vigor para asimilar exposiciones fuera de balance a las exposiciones de balance.
- c) El ratio previsto es del 3%, esto es, las entidades deben disponer de un Tier 1 que sea, al menos, del 3% de su activo total o, dicho de otro modo, el apalancamiento máximo será de 33,3 veces el Tier 1.

#### **D) Elementos correctores de la prociclicidad**

Una de las deficiencias técnicas apreciadas en la regulación prudencial, ya con anterioridad a la crisis –y, por tanto, dentro del programa de trabajo del CSBB desde hace algún tiempo– es la excesiva prociclicidad. Se trata de una característica que la regulación prudencial comparte, en realidad, con

muchos otros elementos de la regulación financiera, por no decir con casi todos. La regulación es más exigente, en términos relativos, con las entidades, en las fases recesivas del ciclo económico y, por tanto, contribuye, desde una perspectiva sistémica, a profundizar en éste.

En efecto, en las fases recesivas, las entidades tienen más dificultad para lograr beneficios –su fuente principal de autofinanciación– y la calidad de sus activos se deteriora, lo que tiende a elevar el ratio entre APR y activo, además de que impone la realización de provisiones y saneamientos. Por tanto, a los bancos les resulta más difícil sostener sus ratios de capital en los niveles exigidos por la normativa. La herramienta defensiva más inmediata es restringir la concesión de nuevo crédito (que generaría nuevos APR y, por tanto, nuevos consumos de capital), lo que, a su vez, contribuye a agudizar el carácter recesivo de la fase cíclica. En la fase expansiva, lógicamente, el argumento se invierte, de manera que la regulación no actúa como freno, sino que, incluso, tiende a potenciar la expansión.

Basilea II y los últimos desarrollos técnico-financieros no solo no limitaron la prociclicidad sino que la hicieron más acusada, al elevar la dependencia de diferentes elementos del marco de variables netamente procíclicas, como las calificaciones de las agencias de *rating*<sup>14</sup>.

Si el carácter procíclico de la regulación en general no se considera deseable, en el caso de la regulación de capital, la cuestión adquiere una dimensión especial, puesto que la función del capital regulatorio es, en esencia, proporcionar a la entidad una especie de “escudo protector” ante las fases recesivas, que asegure su estabilidad y su normal funcionamiento. Esta idea debería llevar, de algún modo, a aceptar que la solvencia –medida por el ratio de capital– de una entidad pueda *deteriorarse* válidamente, sin consecuencias regulatorias, en las fases recesivas, siempre y cuando se reconstituya en las fases expansivas.

---

<sup>14</sup> Es cierto que, al menos en los denominados enfoques avanzados (IRB), los parámetros básicos que se emplean en los modelos (la severidad y la pérdida esperada) deberían ir “ajustadas al ciclo” lo que, en teoría, debería limitar la prociclicidad; pero es cuestionable la medida en que ello está funcionando en la práctica.



Al mismo tiempo, el CSBB venía, y viene, entendiendo que existen mínimos regulatorios ineludibles que una entidad debe mantener *en todo momento* mientras siga operando. Pero el CSBB ha afirmado también siempre que las entidades deben operar y los supervisores deben esperar que las entidades operen, de modo continuado, por encima de dichos mínimos. Entre otras razones debido a la existencia de los ciclos, es necesario que las entidades dispongan de cierta holgura.

La combinación de todas estas ideas con la anterior conduce al requisito de un capital suplementario, unos estabilizadores, en parte cíclicos, que, a diferencia del capital mínimo, puedan no traducirse en ratios de obligado cumplimiento siempre y en todo momento. La técnica de los “colchones de capital” (*capital buffers*) se traduce en lo siguiente:

- a) Todas las entidades deberán disponer de un “colchón” denominado “de conservación del capital” (*capital conservation buffer*), en términos de CET1 y que se cifra en un mínimo del 2,5 % de los APR. Cuando el colchón de conservación esté “completo”, es decir, cuando las entidades tengan un ratio de CET1 de, al menos, un 7 % (recordemos que, al acabar el período transitorio, el ratio mínimo de CET1 se cifrará en un 4,5 %), no existirían restricciones particulares. Cuando el colchón empiece a estar incompleto, las entidades deberán someterse a distintas limitaciones, la más llamativa de las cuales es la existencia de restricciones al reparto de dividendos u otras formas de distribución de recursos propios.

Las entidades que no tengan completo su colchón de conservación afrontarán, por tanto, lo que se ha denominado “ratios de conservación del capital” crecientes. Una entidad cuyo colchón de conservación se haya reducido a cero no podrá distribuir dividendo ni reducir los elementos de recursos propios en modo alguno (en terminología del CSBB, estará sujeta a una ratio de conservación del capital del 100%).

- b) El colchón de conservación podrá suplementarse con un colchón anticíclico (*countercyclical buffer*) propiamente dicho. El colchón anticíclico podrá imponerse por las distintas autoridades nacionales en función del punto de evaluación del ciclo crediticio concreto en su jurisdicción, pudiendo variar entre 0 y un 2,5 % de los APR<sup>15</sup> (siempre en términos de CET1). Los bancos internacionalmente activos, que operen en más de una jurisdicción, deberían calcular su “colchón anticíclico específico” (*bank-specific*) combinando, en su caso, los requerimientos que impongan las distintas autoridades nacionales de los países en los que operen.

El colchón anticíclico, cuando exista, se concibe como una extensión del colchón de conservación del capital y, por tanto, se trataría igual que este: los bancos que, en un momento dado, no dispongan del colchón completo, en toda su extensión, se verán sujetos a limitaciones crecientes en su capacidad de distribuir recursos, limitación que puede alcanzar la prohibición absoluta.

Es conocido que España viene, desde 1999, disponiendo de una herramienta anticíclica que se ha demostrado razonablemente eficaz: las provisiones estadísticas, también denominadas anticíclicas<sup>16</sup>. Si bien en 2004 este tipo de provisiones conoció una importante reforma, se mantuvo la filosofía básica de que, en tiempo de bonanza, los bancos debían provisionar no exclusivamente en función de la morosidad presente, sino también en función de la morosidad futura. A cambio, en los puntos bajos del ciclo, podía recuperarse parte de la provisión. El CSBB ha reconocido la utilidad

---

<sup>15</sup> Las autoridades nacionales son, lógicamente, libres de imponer los requisitos macroprudenciales que tengan por convenientes, entre ellos, ratios de capital reforzados, pero solo el 2,5%, como máximo, podría entenderse sujeto a reconocimiento internacional.

<sup>16</sup> Históricamente, las provisiones exigidas a las entidades españolas se dividían en “específicas” y “genéricas”. En 1999 se introdujo una tercera provisión denominada “estadística”. En 2004, las provisiones se redujeron de nuevo a dos: la “específica” y la “genérica”. La nueva genérica tiene componentes anticíclicos subsumidos, y puede decirse que amalgamó las antiguas “genérica” y “estadística”.



del enfoque, que no considera alternativo al de los “colchones” de capital. No obstante, dado que no es un regulador contable, el CSBB no tiene previsto introducir normas específicas al respecto.

### E) El nuevo marco cuantitativo de la liquidez

Si bien nadie ha negado nunca la importancia de la liquidez en el mundo bancario, los pronunciamientos del CSBB en la materia habían sido, hasta la fecha, muy limitados en su alcance, sin ir más allá de recordar la importancia de la cuestión y, por tanto, la importancia de disponer de mecanismos de gestión del riesgo de liquidez, con el consiguiente mandato a los supervisores para que vigilaran adecuadamente la materia.

No existía una metodología armonizada internacionalmente para la medición de la liquidez ni, por tanto, reglas estándar para la fijación de estándares cuantitativos. Cabe interrogarse, incluso, sobre si el CSBB consideró alguna vez que tal cosa fuese necesaria, toda vez que la evidente relevancia de la liquidez debía funcionar como incentivo para que las entidades atendieran a la cuestión por sí mismas y, claro está, no había que ignorar tampoco el importante papel de los bancos centrales al respecto.

Dicho eso, el momento álgido de la crisis, en otoño de 2008, puso de manifiesto lo arriesgado del enfoque. El rol, crítico, de la liquidez quedó patente, y resultó también claro que la existencia de las ventanillas de emergencia de los bancos centrales podía no ser una solución adecuada al problema.

Basilea III contiene, pues, un nuevo estándar cuantitativo de liquidez, compuesto de dos ratios, que abordan otras tantas dimensiones de la cuestión: un ratio de “cobertura de liquidez” y un “ratio de financiación estable”.

a) El ratio de cobertura de liquidez (*liquidity coverage ratio*) es un ratio de disponibilidades líquidas a corto plazo, que prima la noción de “liquidez” como sinónimo de “caja” o “activos líquidos”. La idea se contrae a que las entidades deben disponer de un stock suficiente de activos líquidos de alta calidad

para cubrir sus salidas netas en un horizonte temporal determinado (30 días).

- Los activos líquidos de alta calidad son, como su nombre indica, líquidos, es decir, realizables de modo inmediato sin merma de valor, y no afectados por riesgos, esto es, de valor estable. Los activos líquidos elegibles se definen por una serie de características: bajo riesgo, baja correlación con activos de riesgo, facilidad de valoración, mercados profundos y activos, etc.

- Las “salidas netas” son, evidentemente, entradas menos salidas de caja, si bien se trata de una medida “estresada”, es decir, de una estimación prudente que, en todo caso, deberá sujetarse a un mínimo (en el supuesto de que, aún estimadas prudentemente, las entradas resulten ser superiores a las salidas, se considerará una salida neta igual al 25% de las salidas brutas previstas<sup>17</sup>)

b) El ratio de financiación estable (*net stable funding*) es un ratio de estructura de activos y pasivos, que prima una noción de liquidez como propiedad de los activos (o de los balances). En todo momento, las entidades deberán disponer de financiación estable (*available stable funding*) suficiente como para cubrir sus necesidades de financiación estable (*required stable funding*).

- Los componentes del pasivo y el patrimonio neto contables serán “financiación estable” en función de su exigibilidad estimada. Su conversión en financiación estable se operará aplicando al saldo contable un ponderador que es del 100% para los recursos propios computables y los depósitos

<sup>17</sup> El ratio se expresa:  $\text{activos líquidos} > \text{salidas} - \text{mín} (\text{entradas}, \text{salidas} \times 0,75)$



a plazo de más de un año y desciende progresivamente hasta el 0% en función del plazo y características de la fuente de financiación.

- La financiación estable requerida por los activos (*required stable funding*) será, a su vez, una función de su liquidez. El requisito de financiación estable de un activo se obtendrá multiplicando su valor contable por un ponderador que va del 0% para la caja y otros activos altamente líquidos al 100% que, en general, se aplicará a cualquier clase de activo a más de un año.

#### 4. CALENDARIO

El CSBB prevé una implantación progresiva, comenzando en el año 2013 y finalizando en 2018, de manera que todo el nuevo marco estaría en vigor el 1 de enero de 2019.

- a) El 1 de enero de 2013 comenzaría a exigirse el ratio de capital en términos de CET1, inicialmente al 3,5 %, para alcanzar el 4,5% previsto a partir del 1 de enero de 2015. En todo caso, existiría un *parallel run* –mantenimiento de los viejos requerimientos y progresiva introducción de los nuevos- hasta 2017.
- b) El colchón de conservación se iría integrando progresivamente del 1 de enero de 2016 en adelante.
- c) El ratio de disponibilidades líquidas operaría desde 2015
- d) El ratio de financiación estable se introduciría en 2018

Aquellos instrumentos de capital que, cumpliendo actualmente con las definiciones, fueran a dejar de ser elegibles para integrar los recursos propios computables, serían progresivamente eliminados de la base, a lo largo de 10 años, contados desde el 1 de enero de 2013.

#### 5. REGLAS ESPECIALES PARA LOS BANCOS SISTEMICAMENTE IMPORTANTES

Si bien parece evidente que Basilea III va a representar un grado de exigencia notablemente superior al de la reglamentación vigente, el CSBB entiende que puede no ser bastante para hacer frente adecuadamente a los riesgos que presentan los denominados “bancos sistémicamente importantes a nivel global” (*global systemically important banks* o “GSIB”). Los GSIB serían un subconjunto especialmente importante de las entidades internacionalmente activas: aquellas que, por diversas razones, y no solo el tamaño, pueden, cuando entran en crisis, generar fuertes externalidades negativas – y, por tanto, hay que añadir, aquellas que, de ordinario, han de ser imperativamente rescatadas con los consiguientes costes.

En un documento consultivo aparecido en julio de 2011<sup>18</sup> y no incorporado aún, por tanto, al marco reglamentario, el CSBB plantea, como queda dicho, la necesidad de incorporar requisitos prudenciales adicionales para este tipo de instituciones, lo cual plantea dos problemas importantes: (i) definir las adecuadamente, es decir, determinar qué puede entenderse por GSIB y (ii) determinar en qué pueden consistir esos requisitos prudenciales. En el estado actual de sus trabajos:

- a) En cuanto a lo primero, el CSBB plantea (en línea con el G20 y otros foros) una metodología de identificación multiindicador, es decir, no limitada al tamaño, aunque este sea, sin duda, un elemento a considerar. En la construcción de un “índice GSIB”, el CSBB plantea que el tamaño debe complementarse con medidas de: (I) el grado de interconexión de la entidad en cuestión con el resto del sistema, (II) la existencia de sustitutos disponibles para los servicios que dicha entidad provee, (III) el grado de “globalidad”, entendido como presencia multijurisdiccional o, en fin (IV) la complejidad de los negocios de la institución.

<sup>18</sup> V. CSBB (2011 a)



Cada uno de estos elementos debe concretarse en una serie de medidas –que pueden incluir el juicio cualitativo de los propios supervisores-, y deberá después ponderarse adecuadamente.

- b) En cuanto a la segunda cuestión, el CSBB opina que los mayores requisitos deben ser cifras adicionales de CET1 (orientativamente, de hasta un 2,5 %), como una nueva extensión del colchón de conservación del capital, y con similar tratamiento regulatorio. Por el momento, el CSBB no parece estar a favor de que estos requisitos adicionales puedan cumplirse a través de instrumentos que, en principio, podrían integrar el Tier 1, tal como el denominado “capital contingente”.

## 6. DESARROLLOS NORMATIVOS

Como hemos apuntado más arriba, ni el CSBB es un órgano dotado formalmente de potestad normativa alguna ni, por consiguiente, sus documentos tienen carácter vinculante. Hasta convertirse en normas de obligado cumplimiento para las entidades de crédito, los estándares del CSBB han de pasar por un proceso de juridificación, de incorporación al Derecho positivo, de conformidad con las reglas internas de producción normativa en cada país donde vayan a ser de aplicación<sup>19</sup>.

Lo cierto es que el CSBB dicta sus normas con la mente puesta en aquellas entidades para las que, efectivamente, tiene sentido un proceso de estandarización internacional, es decir, para las entidades denominadas “internacionalmente activas”. Mientras las normas fueron relativamente simples y, por tanto, su adopción pudo resultar en importantes ganancias en la calidad del sistema de regulación prudencial con moderados costes de cumplimiento (es decir, en la fase de “Basilea I”) la cuestión no resultó relevante, de

manera que las normas de Basilea se convirtieron en el eje de la regulación para la práctica totalidad de las entidades de crédito, al menos en los sistemas financieros desarrollados. El paso a Basilea II, y el subsiguiente incremento de la complejidad normativa –que cabe calificar de exponencial, por contraste con Basilea I-, en buena medida destinada a regular cuestiones fuera de la actividad ordinaria de las entidades menos sofisticadas llevó a una notable divergencia de planteamiento, a este respecto, entre los Estados Unidos y la Unión Europea: mientras que los reguladores norteamericanos decidieron que la aplicación de Basilea II se limitaría únicamente a las entidades que, efectivamente, merecerían la calificación de “internacionalmente activas” –es decir, las entidades principales del sistema financiero estadounidense-, la UE decidió primar el carácter homogéneo de la regulación bancaria para todos los operadores, estableciendo un conjunto normativo único para todas las entidades de crédito (y todas las empresas de servicios de inversión) establecidas en los Estados Miembros.

Basilea I-II, es decir, la regulación prudencial bancaria todavía en vigor, se incorporaron al Derecho comunitario mediante la denominada “Directiva de Adecuación de Capital”, la “DAC”, que, en realidad, son dos directivas, del Parlamento Europeo y el Consejo, la 2006/48 y la 2006/49, ambas de 14 de junio. La DAC es un acto normativo complejo que, además de incorporar la normativa de solvencia, incluye otras cuestiones no contempladas por el CSBB (como el derecho de establecimiento, las limitaciones a los grandes riesgos o cuestiones de cooperación entre supervisores).

La DAC fue calificada en su día como una directiva “cuasirreglamentaria”, en el sentido de que el trabajo del legislador comunitario fue tan prolijo que, no obstante el carácter de norma de resultados y de mínimos que reviste la directiva, quedaba poco margen a la discrecionalidad nacional, lo que convertía el proceso de transposición en los países de la UE en un ejercicio formal. Evidentemente, esto es matizable, ya que las denominadas “discrecionalidades nacionales” aún se cuentan por cientos, si bien es verdad que, en su inmensa mayoría, se trata de cuestio-

<sup>19</sup> En la práctica, no solo los países con representación en el CSBB, sino todos aquellos que cuentan con sistemas financieros mínimamente desarrollados.



nes menores, o de detalle. En España, el proceso de transposición se llevó a efecto mediante la Ley 36/2007, de 16 de noviembre, que modificó la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras y, en última instancia, mediante la Circular 3/2008, del Banco de España, de 22 de mayo, sobre determinación y control de los recursos propios.

“Basilea 2.5” fue transpuesto al ordenamiento comunitario, junto con otras disposiciones, por la Directiva 111/2009/CE, del Parlamento Europeo y el Consejo, de 16 de septiembre de 2009, transpuesta a su vez al Derecho español por la Ley 6/2011, de 11 de abril y el Real Decreto 771/2011, de 3 de junio, modificativos, respectivamente, de la Ley 13/1985 y el Real Decreto 216/2008.

El 20 de julio de 2011, la Comisión Europea hizo pública su propuesta para la incorporación de Basilea III al Derecho comunitario, en un proceso que comporta importantes novedades técnicas. En primer lugar, y por vez primera, la Comisión propone emplear como instrumento normativo un reglamento, en lugar de una directiva, como herramienta básica del Derecho bancario comunitario. Así, el contenido material de la DAC (que sería derogada) se escinde:

- a) En una nueva directiva, que contendría:
  - (i) ciertos aspectos regulados en la DAC y que no tienen relación con el marco de Basilea (derecho de establecimiento, arquitectura supervisora de la propia UE, etc.) y (ii) las materias de Basilea III que, por su propia configuración, no son susceptibles de armonización completa, por implicar una cierta discrecionalidad nacional (colchones contracíclicos).
- b) En un reglamento que contendría: (i) aquellos aspectos de la DAC que no tienen relación con el marco de Basilea pero que son susceptibles de armonización completa (grandes riesgos, por ejemplo) y (ii) las demás materias de Basilea III.

Sin perjuicio de diferencias técnicas de mayor o menor calado y de la adaptación terminológica pertinente, cabe afirmar que la UE mantiene su objetivo de conservar un marco prudencial homogéneo para todas las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión operantes en la UE y, además, introduce un importante ajuste respecto a la situación presente, al privar, por el instrumento jurídico básico elegido (el reglamento) a los Estados Miembros de casi toda su discrecionalidad en materia regulatoria.

Las diferencias entre las regulaciones prudenciales de los Estados Miembros son mínimas en cuanto a calado, circunscritas a aspectos muy técnicos y, a menudo, ocasionadas no tanto porque los Estados hagan uso de las facultades de que disponen como porque toman opciones diferentes allí donde el propio Derecho comunitario las contempla<sup>20</sup>. No obstante, se han dado y se dan casos en los que los Estados Miembros, amparándose en el carácter “de mínimos” que siempre revisten las directivas –incluso cuando son tan prolijas como la DAC– imponen unos requisitos más exigentes a sus entidades.

Es el caso de España en estos mismos momentos. Recordemos que, en nuestro país, está vigente el Real Decreto-Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero, que impone a las entidades de crédito requerimientos de capital más gravosos que los de la DAC, e incluso más gravosos que los de Basilea III. Las entidades españolas han de cumplir con un ratio de solvencia en términos de una magnitud definida *ad hoc* que se denomina “capital principal” y que se asemeja al CET1 de Basilea III, sin coincidir plenamente con él. El capital principal ha de suponer, en función de diversas circunstancias, un 8% o un 10% de los APR.

Si bien es probable que la regulación del citado Real Decreto-Ley se concibiera desde inicio como transitoria, el principio de competencia impediría su mantenimiento en todos aquellos ámbitos materiales cubiertos por el futuro reglamento comunitario.

---

<sup>20</sup> Las “discrecionalidades nacionales” así entendidas, es decir, como opciones contenidas en el propio Derecho comunitario, no son necesariamente incompatibles con la figura del reglamento y podrían seguir existiendo.





## BIBLIOGRAFÍA

CSBB (2011 a) *Consultative document. Global systemically important banks: Assessment methodology and the additional loss absorbency requirement* (<http://www.bis.org/publ/bcbs201.pdf>). Basilea, 2011

CSBB (2011) *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems – revised version June 2011* [Versión española: Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios] ([http://www.bis.org/publ/bcbs189\\_es.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs189_es.pdf)). Basilea, 2011

CSBB (2010) *Basel III: International framework for liquidity risk measurements, standards and monitoring* [Versión española: Basilea III: Marco in-

ternacional para la medición, normalización y seguimiento del riesgo de interés] ([http://www.bis.org/publ/bcbs188\\_es.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs188_es.pdf)). Basilea, 2010

CSBB (2009) *Enhancements to the Basel II Framework. (Basilea 2.5)* (<http://www.bis.org/publ/bcbs157.pdf>). Basilea, 2009

CSBB (2006) *Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A revised framework: comprehensive version* [Versión española: *Convergencia internacional de medidas y normas de capital. Marco revisado. Versión integral* (Basilea I y II). ([http://www.bis.org/publ/bcbs128\\_es.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs128_es.pdf))]. Basilea, 2006

POVEDA, R. (2010) *Basilea II*, 2ª Ed., Fundación de las Cajas de Ahorros, Madrid, 2010





### III. LECCIONES EN MATERIA DE REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DERIVADAS DE LA CRISIS FINANCIERA: LA SUPERVISIÓN MACROPRUDENCIAL

**José María Roldán**  
Director General de Regulación del Banco de España

#### RESUMEN

La crisis financiera internacional que se inició hace cuatro años no tiene precedentes por su duración, complejidad y alcance global. En el ámbito de la regulación y supervisión financiera, una de las lecciones de la crisis es que con un sistema financiero tan complejo e integrado como el actual, resulta imprescindible complementar el enfoque microprudencial tradicional -centrado en garantizar la solvencia de las entidades financieras consideradas individualmente-, con una nueva orientación macroprudencial, que tenga en cuenta las complejas interacciones entre instituciones financieras, mercados financieros y economía real.

El objetivo último de este enfoque macroprudencial es contribuir -junto con las políticas microprudenciales y macroeconómicas más tradicionales- a mantener la estabilidad financiera y a evitar que se produzcan nuevas crisis de carácter sistémico en el futuro.

El énfasis en lo macroprudencial tendrá efectos visibles en la regulación y la supervisión. El conjunto de instrumentos utilizados por los «*policy makers*» será más amplio, abierto y cambiante que hasta ahora, porque las medidas correctoras deberán aplicarse solo cuando existan riesgos para la estabilidad financiera. La orientación macroprudencial afectará también a la calibración de los instrumentos prudenciales tradicionales, que en adelante deberá incorporar consideraciones de tipo sistémico.

Además, este nuevo enfoque exigirá un gran esfuerzo a las autoridades, que, ante el formida-

ble reto de supervisar las complejas interacciones en el sistema financiero, deberán dotarse de los recursos técnicos y humanos necesarios para recoger y analizar un volumen de información ingente. El examen de esta evidencia deberá servir para elaborar propuestas concretas que minimicen los riesgos sobre la estabilidad financiera, que posteriormente deberán ponerse en práctica en cooperación con el resto de supervisores. Por ello es imprescindible disponer de estructuras de coordinación ágiles, que permitan consensuar las medidas a adoptar con las autoridades microprudenciales, tanto en el ámbito nacional como en el internacional. En este sentido, debe tenerse en cuenta que, dada la dimensión global del sistema financiero, el análisis de los riesgos sistémicos solo será posible si se dispone de información armonizada y de herramientas de análisis comparables entre países y que muchas de las medidas solo podrán ser eficaces si se implementan de forma coordinada.

Finalmente, existen algunos costes y riesgos asociados al nuevo enfoque macroprudencial que no pueden ignorarse. En primer lugar, es difícil identificar y abordar los riesgos para la estabilidad financiera, porque ello exige analizar todas las entidades, infraestructuras y mercados financieros, así como las múltiples interacciones en ellos, y actuar con precisión sobre los que generan riesgo sistémico, independientemente su naturaleza o ámbito geográfico. En segundo lugar, no es sencillo evaluar la eficacia de estas políticas. Por lo general, el éxito en la labor preventiva pasará desapercibido, mientras que el fracaso -la repeti-



ción de una crisis financiera sistémica- resultaría inaceptable. En este contexto, es posible que las autoridades macroprudenciales tiendan a un activismo mayor del que sería deseable, lo que sin duda tendría costes en términos de eficiencia. En tercer lugar, al situar su foco en el conjunto del sistema (y no en las entidades individuales) las políticas macroprudenciales pueden contribuir a la proliferación de medidas “horizontales”, que se apliquen con la misma intensidad a todas las entidades, independientemente de la calidad de su gestión y su perfil de riesgo, lo que podría tener costes adicionales en términos de eficiencia. Por último, la propia naturaleza de los problemas de estabilidad financiera, localizados en el espacio y en el tiempo, conducirá probablemente a una mayor inestabilidad en el entorno regulatorio y supervisor, lo que dificultará la definición de estrategias de los agentes del sistema financiero.

En definitiva, la puesta en marcha de una regulación y supervisión macroprudencial efectiva es imprescindible, pero no deben perderse de vista las dificultades prácticas de su puesta en marcha, ni los probables efectos secundarios del nuevo esquema de supervisión. En particular, es probable que el nuevo enfoque macroprudencial contribuya a incrementar los costes regulatorios a los que deberá hacer frente la industria financiera en el futuro próximo.

## INTRODUCCIÓN

La crisis financiera que estamos experimentando se diferencia de otras crisis vividas en el pasado no sólo por su intensidad, complejidad y duración sino también por el esfuerzo de respuesta coordinada a la crisis por parte de todos los países (implicados y no implicados). No deja de ser lógico que la primera gran crisis del sistema financiero global se viera acompañada de un elevado grado de cooperación internacional (pensemos en el liderazgo ejercido por el Grupo de los Veinte (G20) y el Financial Stability Board (FSB)). Pero no debemos olvidar que, en otras crisis pasadas, la falta de respuestas coordinadas fue la nota dominante.

Pero volvamos a la crisis actual. Tres son los elementos que la separan de experiencias anterior-

res. En primer lugar, su duración, en el momento de escribir estas líneas cerca de cuatro años. En segundo lugar, su complejidad. Y en tercer lugar, que es la primera crisis generalizada del sistema financiero global. Cualquiera de estos elementos es de una complejidad tan enorme que resultaría presuntuoso pretender analizarlos en una extensión de unas pocas páginas, máxime si tenemos en cuenta que la crisis, tras más de cuatro años, todavía no se puede dar por cerrada.

El presente artículo se centrará en un aspecto mucho más concreto, pero también relacionado con la crisis: el creciente peso que la regulación y supervisión macroprudenciales van a jugar en el futuro. Para ello, y en primer lugar, se definirá qué se entiende por regulación y supervisión macroprudenciales. En segundo lugar, se discute qué supondrá en la práctica este nuevo enfoque. A continuación, se analiza qué debe cambiar para que este nuevo enfoque tenga éxito, para concluir con los riesgos asociados al mismo.

## 1. LA REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN MACROPRUDENCIAL

*La crisis del sistema financiero global y la regulación y supervisión microprudencial*

La regulación y supervisión financiera ha seguido la senda de creciente complejidad que ha caracterizado el desarrollo del sistema financiero global. Así, las regulaciones impuestas sobre el sistema financiero han sido cada vez más sofisticadas, como respuesta a la también creciente complejidad de la industria financiera, de las instituciones financieras y los mercados en los que operan. Si bien esa creciente complejidad de la regulación es inevitable, no es menos cierto que no deja de existir un cierto poso de insatisfacción en torno a esta tendencia, en particular porque se ha mostrado inútil para prevenir la mayor crisis financiera que el mundo ha conocido desde la Segunda Guerra Mundial. Así, la dependencia respecto a estimaciones internas de las propias entidades (o, en otras palabras, el riesgo de arbitraje regulatorio), o la complejidad de normas como la de la cartera de negociación (que, en el fondo, dejan



un amplio margen de interpretación para las entidades), pueden estar limitando de manera severa la efectividad de la norma.

La respuesta regulatoria tradicional (o microprudencial, para ser más precisos) ha consistido en un endurecimiento de la norma (en materia de capital regulatorio exigido a los bancos), un establecimiento de nuevos requisitos en áreas como la liquidez, una mayor atención a áreas como los esquemas retributivos o el gobierno corporativo (todo ello con el objeto de introducir incentivos a la mejora del riesgo) y la combinación de regulaciones sofisticadas con otras más sencillas, o menos manipulables (como la ratio de apalancamiento). No es el propósito de este artículo analizar con profundidad estos cambios, por lo que remitimos al lector a otras fuentes en el caso en que deseen profundizar en alguno de estos puntos.

Pero esos avances en el ámbito microprudencial sólo daban una respuesta parcial al problema de regulación y supervisión del sistema financiero global, crecientemente integrado y cada vez más complejo. Era necesario complementar el enfoque microprudencial con otro macroprudencial. El resto del artículo describe este nuevo enfoque.

### *El (¿nuevo?) enfoque macroprudencial*

Para definir el enfoque macroprudencial es inevitable, aun a riesgo de caer en cierta tautología, delimitar primero el ámbito de lo microprudencial. En general, la regulación microprudencial se define como aquella que toma en consideración, y que se adapta, a las características específicas de las entidades (sean estas de riesgo, de activos líquidos, etc.). La supervisión microprudencial, por analogía, se centra en la vigilancia de instituciones concretas, no sólo en lo referente al cumplimiento de las normas microprudenciales sino también (o, mejor dicho, sobre todo) en la prevención de posibles crisis futuras causadas por debilidades del modelo de negocio. Este último aspecto es vital, pues se suele caracterizar la orientación microprudencial como una supervisión «backward looking», no preventiva, y la supervisión macroprudencial como una supervisión «forward looking»: la supervisión microprudencial «backward looking», de mera verificación

del cumplimiento normativo, es simplemente una mala supervisión microprudencial y, por tanto, toda supervisión microprudencial correcta debe tener un carácter preventivo y anticipativo.

¿En qué consiste, entonces, la regulación y supervisión macroprudencial? En regular y supervisar las instituciones financieras desde una perspectiva global, esto es, no observando las instituciones una a una, sino teniendo en cuenta las interacciones que se establecen entre estas instituciones, los mercados financieros y, en último término, la economía real. El objetivo buscado es la consecución de la estabilidad financiera: en este momento histórico (con una crisis financiera que dura ya cuatro años) no es necesario perder ni un minuto más en definir qué se entiende por estabilidad financiera<sup>1</sup>.

En cierto modo, ese objetivo macroprudencial, de buscar la estabilidad financiera, siempre ha sido parte de las mejores prácticas en materia de supervisión y regulación, si bien, quizás, quedaban un tanto ocultas o implícitas: es por ese motivo por el que el calificativo de “nuevo” enfoque se muestra entre interrogantes en este epígrafe. En cualquier caso, la explicitación de ese objetivo macroprudencial y de estabilidad financiera tiene consecuencias prácticas que no deben ser ignoradas.

## **2. EFECTOS PRÁCTICOS DEL NUEVO ENFOQUE MACROPRUDENCIAL**

### *La Filosofía de la Supervisión Macroprudencial*

La existencia de un objetivo de estabilidad financiera que se debe alcanzar mediante la combinación adecuada de políticas microprudenciales, macroprudenciales y macroeconómicas supone, en primer lugar, un cambio profundo de la filosofía de la regulación.

Así, y por lo que respecta a los instrumentos utilizados en la regulación, se amplía la gama de instrumentos susceptibles de ser usados. Instrumentos como las provisiones dinámicas españolas, al igual que los colchones de capital contracíclicos, pasan a formar parte de la caja de herramien-

---

<sup>1</sup> Para aquel lector que quede insatisfecho la definición de estabilidad financiera por parte del BCE o del BIS puede ser de utilidad.



tas, o «*toolkit*», del que disponen los supervisores. Pero lo más importante en materia de instrumentos macroprudenciales es que se acepta el uso de cualquier medida que sea necesaria, así como un uso temporal de la misma. Por ejemplo, se podría en determinadas circunstancias reducir el «*Loan to Value*» de las hipotecas sobre viviendas al 50% en presencia de una incipiente burbuja crediticia, y hacerlo sólo durante el periodo de tiempo necesario para enfriar la burbuja. En definitiva, en materia de instrumentos macroprudenciales, no sólo hay más instrumentos, sino que se acepta tanto el concepto de lista abierta de posibles medidas (incluyendo aquellas que podrían haber sido consideradas hasta hoy poco ortodoxas o ineficientes) como la temporalidad de las mismas.

El nuevo énfasis sobre las consideraciones macroprudenciales también puede afectar a la calibración de los requerimientos microprudenciales, introduciendo un sesgo conservador o exigente en los mismos. Por ejemplo, la calibración de los requerimientos de capital de Basilea III, mucho más exigentes que los de Basilea II, ha estado influenciada por consideraciones macropudenciales. Otro ejemplo sería el recargo de capital para los bancos sistémicos (la llamada «*SIFI surcharge*») o, en un futuro, el establecimiento de «*loan to values*» más moderados para ciertos tipos de garantías inmobiliarias (suelo, etc). En suma, la calibración de los instrumentos microprudenciales se verá afectada por consideraciones de tipo sistémico.

Por último, los elementos macroprudenciales, al basarse en consideraciones que afectan al sistema financiero en su conjunto, tenderán a favorecer a las entidades peor gestionadas (con peor gestión del riesgo) a costa de aquellas con una mejor gestión del riesgo. El precio a pagar por proteger al conjunto del sistema es, pues, introducir un cierto coste en términos de eficiencia dentro del sistema financiero. A este punto volveremos con posterioridad al analizar los riesgos del nuevo enfoque macroprudencial.

*El seguimiento de los desarrollos en el sistema financiero y de su interacción con la economía real*

Como se ha comentado, la supervisión macroprudencial, al versar sobre las interconexiones en

tre los mercados financieros, las instituciones que operan en ellos y la economía real, exige un conocimiento profundo de estas interconexiones. Además, ese conocimiento no debe ser sólo profundo, sino que, en la medida en que se quieren prevenir shocks inesperados que pongan en riesgo la estabilidad financiera, se debe actualizar casi en tiempo real. No basta con una foto fija, sino que resulta imprescindible obtener una visión dinámica de esas interacciones lo suficientemente actualizada como para poder prevenir la emergencia de situaciones de inestabilidad financiera.

Ahora bien, con un sistema financiero tan complejo e interconectado como el actual, y en el que además está presente la innovación financiera (entendida en sentido amplio, esto es, tanto de nuevos instrumentos y mercados financieros como de nuevas instituciones que operan en él), esta tarea de seguimiento de las evoluciones del sistema financiero y de su interacción con la economía real exige un volumen de información ingente, mucho mayor que el disponible hoy. Además, como esa información, compleja y cambiante, debe ser interpretada y analizada, los recursos humanos y organizativos que se deberán dedicar a esta nueva tarea pueden ser también enormes. Por último, en la medida en que el sistema financiero está internacionalizado, el ejercicio de la supervisión macroprudencial obliga a compartir en foros internacionales la información y, lo que es aún más complejo, obliga a consensuar la interpretación de esa información.

En definitiva, el seguimiento y análisis de la estabilidad financiera conlleva un compromiso de gestión y análisis de información estadística y financiera muy superior al existente actualmente, así como unos recursos humanos considerables. En la medida en que se den cuellos de botella en cualquiera de los ámbitos descritos (bien datos, bien capital humano), el ejercicio de la supervisión macroprudencial estará abocado al fracaso.

*La puesta en marcha de medidas macroprudenciales*

Si el nuevo enfoque ha de servir de algo debe ser porque, en determinadas circunstancias, la visión macroprudencial permita extraer análisis y conclusiones distintos de los que se derivan de la



supervisión microprudencial. Es más, no sólo se deben extraer conclusiones, sino que, en su caso, se deben proponer soluciones, esto es, medidas concretas que erradiquen (o, al menos, minimicen) los riesgos para la estabilidad financiera. Ese análisis distinto que lleva a proponer medidas concretas que afectan a las entidades sometidas a supervisión microprudencial deberá enmarcarse en un diálogo entre autoridades macro y microprudenciales que permita llegar a consensos que minimicen la fricción. Incluso si la autoridad macro y microprudencial es la misma, ese proceso de «consensus building» no será sencillo.

En el caso en que las autoridades macro y microprudenciales sean distintas, se deberán crear estructuras de coordinación específicas que, si bien no deberían requerir la creación de nuevas instituciones, sí obligarán a crear comités con responsabilidades claras y reuniones frecuentes (al estilo, por ejemplo, del *Financial Stability Oversight Council* de los EEUU).

Por lo que respecta al marco de coordinación internacional, también se deberán crear comités de coordinación similares a los mencionados para el ámbito nacional. De hecho, estos ya se han puesto en marcha tanto en el ámbito internacional (con la transformación del *Financial Stability Council* en el *Financial Stability Board* y con la creación en Europa del *European Systemic Risk Board*).

No obstante, la creación de estos comités nacionales o supranacionales es una condición necesaria, pero no suficiente, para la puesta en marcha eficaz de medidas macroprudenciales. La existencia de un diálogo continuo entre autoridades, que inevitablemente puede estar puntualmente cargado de tensión, debe a su vez permitir la toma de decisiones efectiva. O, en otras palabras, estos comités no pueden constituirse en «*talk shops*», sino que deben ser comités de toma de decisiones.

### 3. LOS CAMBIOS SOBRE EL MODELO ACTUAL DE SUPERVISIÓN

La puesta en marcha de la supervisión macroprudencial no termina con los aspectos comentados en la sección anterior. Así, el análisis de la estabi-

lidad financiera y de los potenciales riesgos sistémicos que se acumulan en el sistema, los nuevos instrumentos de regulación macroprudencial, la existencia de comités nacionales e internacionales de toma de decisiones en materia de supervisión macroprudencial, son tan sólo meros instrumentos. En otras palabras, son los cambios efectivos que supone la introducción de este modelo los que marcan la profundidad del nuevo enfoque, no los meros elementos formales. Por ello, es pertinente preguntarse qué exige ese nuevo modelo de supervisión en la práctica.

Ya se ha comentado que el seguimiento de la estabilidad financiera necesario para informar la toma de decisiones en materia de supervisión macroprudencial exigirá disponer de un volumen de información sobre los mercados financieros, sus instituciones, las interrelaciones entre estas y, a su vez, de lo financiero con la economía real, que sólo puede calificarse de enorme. Además, esa información ha de ser analizada y convertida en conocimiento y diagnóstico sobre potenciales riesgos macroprudenciales. Y esta tarea sólo puede ser calificada de hercúlea, porque si bien el *post mortem* de la actual crisis nos permite identificar con claridad las interconexiones entre el mercado hipotecario *subprime*, los llamados *Structured Investment Vehicles* (SIVs) y las compañías de aseguramiento financiero o *monoliners*, lo cierto es que antes de la crisis esas interconexiones no eran tan evidentes. En otras palabras, había especialistas en el ámbito supervisor que conocían cada uno de estos mercados, pero no había especialistas macroprudenciales que fueran capaces de unir todos los indicios de manera que las fragilidades que dieron lugar a la crisis se pusieran de manifiesto *ex ante*, permitiendo a las autoridades reaccionar.

Si tenemos en cuenta la dimensión global del sistema financiero, ese proceso de análisis de la estabilidad financiera sólo será posible si se dispone de información armonizada para los distintos países que conforman ese sistema financiero internacional. Además, los instrumentos de análisis también deberán ser equivalentes. Esto requiere una cooperación sin precedentes entre las distintas autoridades, bancos centrales, supervisores microprudenciales y de normas de conducta, y organismos supranacionales. Y el calificativo “sin



precedentes” no es, en absoluto, exagerado.

Además, las autoridades han de estar dispuestas a discutir las debilidades de sus sistemas financieros en un contexto multilateral y de ausencia de crisis. Esto es, en un entorno de crisis financiera el diálogo entre autoridades, aun cuando nunca es fácil, es posible (como la experiencia de esta crisis está demostrando). Pero la naturaleza preventiva de la supervisión macroprudencial conlleva que esas debilidades han de ser discutidas en situaciones en las que dichas debilidades no han dado lugar todavía a tensiones financieras. La cuestión clave es si un supervisor nacional aceptará un endurecimiento de las exigencias a su sistema financiero que perjudique la posición competitiva de las entidades de su país en el sistema financiero global, en ausencia de tensiones concretas.

En definitiva, el compromiso y grado de cooperación de las autoridades en el ámbito de la supervisión macroprudencial habrá de ser mucho mayor que el existente hasta hoy.

Por otra parte, la exigencia que se establece sobre la regulación y supervisión macroprudencial es muy elevada, pues esta tiene un carácter preventivo. Esto no es distinto para la regulación microprudencial, que también es preventiva. Pero, mientras que en la supervisión microprudencial no se descarta la existencia de crisis y quiebras de entidades individuales, es evidente que, en el caso de la regulación macroprudencial, la existencia de una crisis sistémica es inaceptable. La regulación y supervisión macroprudencial debe orientarse a garantizar la ausencia de crisis sistémicas, pero mientras el fracaso resultará evidente, la labor preventiva exitosa pasará desapercibida. Más aun, el éxito será silencioso, pero no lo serán las críticas a las autoridades por parte de los sectores o agentes afectados por la regulación macroprudencial, que serán críticos con las medidas, siempre innecesarias para ellos.

#### 4. LOS RIESGOS ASOCIADOS A LA SUPERVISIÓN MACROPRUDENCIAL

##### *La identificación de problemas*

Por su propia naturaleza, la supervisión macro-

prudencial resulta mucho más delicada que la supervisión microprudencial. O, mejor dicho, si la supervisión microprudencial no está exenta de dificultades, qué decir de la macroprudencial, que requiere analizar no ya una institución concreta, sino las interrelaciones de todas ellas en los mercados financieros y con los sectores que constituyen la economía real, identificar posibles riesgos de estabilidad financiera, y mediante una cirugía de precisión, actuar sobre alguna de esas interacciones en concreto para neutralizar el peligro.

Pero no sólo se trata de la complejidad de las interrelaciones y de la identificación de riesgos y medidas, sino que también se debe considerar el ámbito supranacional de los problemas, de los riesgos y de las medidas, y coordinar medidas concretas en el ámbito internacional es costoso en recursos y tiempo (si bien es posible).

##### *Las dificultades para evaluar el éxito o fracaso*

La supervisión macroprudencial estará sujeta, como la microprudencial, a dos errores. Primero, lo que, abusando del símil estadístico, podemos denominar como error de tipo I: proponer medidas cuando estas no resultaban necesarias. Y también puede caer en el error de tipo II: no proponer medidas cuando estas estaban indicadas (lo que en su caso implica que se producirá una crisis sistémica). Es este error de tipo II el que, evidentemente, resulta más delicado.

En la supervisión microprudencial el error de tipo II difícilmente será mantenido a lo largo del tiempo: difícilmente se puede cometer un error sistemático con la supervisión de una entidad, esto es, mantenido a lo largo de los años. Además, la supervisión no excluye la quiebra ocasional de alguna entidad supervisada, esto es, el objetivo buscado con la supervisión microprudencial no es la eliminación de toda probabilidad de crisis de una entidad individual.

En el caso de la supervisión macroprudencial, la posibilidad de un error de tipo dos, la generación de una crisis sistémica por un fallo de identificación, sería devastador, por supuesto y en primer término para la economía, pero también para la reputación de los organismos responsables de la supervisión macroprudencial. Por ello, el sesgo





hacia el activismo será inevitable: se minimizará el error de tipo dos pero aumentará el error de tipo uno (y es aquí donde el símil econométrico tiene más sentido). Por tanto, la supervisión macroprudencial tenderá a actuar en situaciones donde no sería necesario hacerlo, con el consiguiente coste en términos de eficiencia.

#### *Los posibles problemas de equilibrio competitivo y de eficiencia*

El sesgo hacia el excesivo activismo mencionado en el párrafo anterior introducirá costes en términos de eficiencia. Pero estos no son los únicos costes en términos de eficiencia que la supervisión macroprudencial supone. Como ya se ha comentado con anterioridad, la propia naturaleza de las medidas macroprudenciales supone que, para proteger al conjunto del sistema, se establecen medidas de “café para todos”, esto es, se aplican a entidades con perfiles altos de riesgo y entidades con perfiles bajos. Un par de ejemplos pueden resultar aclaratorios.

Las provisiones dinámicas o genéricas españolas han permitido proteger al sistema financiero en su conjunto de los embates de la crisis. Es una medida macroprudencial, anclada en la norma contable. Su diseño, las exigencias de provisiones para las distintas carteras, no discriminaba entre entidades: eran las mismas para todas las entidades. Inevitablemente, esto perjudica a las entidades mejores frente a las peores, introduciendo costes en términos de equilibrio competitivo y de eficiencia. Esto no nos debe llevar a promover la eliminación de la medida, pues esta ha sido y es efectiva en la protección del sistema financiero en su conjunto. Pero la defensa de la medida no puede ignorar los efectos secundarios que se asocian con la misma.

Pensemos ahora en una medida posible en el futuro: la rebaja del *Loan to Value* de las hipotecas con tratamiento prudencial preferente del 80% actual al, pongamos, 50%, con el objeto de evitar una burbuja inmobiliaria y las dañinas consecuencias de su estallido posterior. Sin lugar a dudas, en el momento en que se tome la medida, habrá entidades que podrían elevar ese *loan to value* hasta el 80% sin por ello generar un problema de sol-

vencia futuro (gracias a una correcta selección del riesgo). Para ellas, la medida tendrá un coste en términos de eficiencia, aunque la misma se justifique en aras de proteger el sistema financiero y la economía real.

#### *La inestabilidad del entorno regulatorio*

Ese sesgo activista de la política macroprudencial, junto con la propia naturaleza de los problemas de estabilidad financiera (puntuales, localizados en el espacio y en el tiempo), llevarán a una inestabilidad en la regulación a la que está sometido el sector financiero. Así, y continuando con el ejemplo anterior, se reducirán los *loan to values* para evitar la generación de una burbuja inmobiliaria, pero se volverán a elevar en cuanto la medida haya logrado enfriar el sector (lo que puede ser bastante inmediato si la medida es lo suficientemente agresiva).

De nuevo, no se trata de defender la no aplicación de las medidas macroprudenciales (¿quién puede discutir en esta crisis acerca de los riesgos de las burbujas en el mercado inmobiliario?), sino de constatar los efectos secundarios de la misma. En este caso, la elevada variabilidad del entorno regulatorio dificultará la definición de la estrategia de negocio de las entidades potencialmente sometidas a las posibles medidas.

## 5. CONCLUSIÓN

De la crisis financiera iniciada en 2007, y todavía en marcha tras más de cuatro años, se pueden y se deben extraer muchas lecciones sobre la regulación y supervisión del sistema financiero. Una de ellas es, sin duda, la necesidad de poner en marcha una regulación y supervisión macroprudencial que complemente la visión microprudencial y que garantice la prevención de situaciones de inestabilidad financiera como las vividas a lo largo de estos largos cuatro años.

Pero las dificultades prácticas para su puesta en marcha efectiva, así como las consecuencias del nuevo esquema de supervisión macroprudencial, no pueden ser ignoradas. Esos costes asociados a la regulación y supervisión macroprudencial, en



un mundo de *second best*, serán sin duda menores que los asociados con una crisis sistémica como la que hoy vivimos. En cualquier caso, la industria

financiera habrá de hacer frente a unos costes regulatorios mayores en el entorno post-crisis que los que prevalecían en los años previos a 2007.



## IV. ANTE LOS BANCOS EN CRISIS: ¿CONTINUIDAD O LIQUIDACIÓN? O ¿CÓMO ASEGURAR LOS INTERESES PÚBLICOS?

**José Manuel Gómez de Miguel**  
Jefe de la División de Regulación del Banco de España

### RESUMEN

En las páginas siguientes vamos a plantear articular el debate que da título a este artículo, que todavía es de enorme actualidad, no sólo en España.

Así, tras establecer los objetivos de interés público que deben estar presentes en todo proceso de gestión de crisis bancarias, valoraremos en qué medida la quiebra de los bancos y su liquidación son compatibles con ellos; posteriormente, tras exponer en cierto detalle las diversas medidas que se están proponiendo en los foros reguladores para tratar las futuras crisis como alternativas a la quiebra y liquidación, veremos si las mismas superan aquél test de compatibilidad.

En particular nos centraremos en si los nuevos marcos de resolución de crisis son capaces de allegar suficientes recursos para abordarlas o si, por el contrario, debe ser el capital de los bancos quien asuma, cuasi en exclusiva, ese papel, así como en la valoración de la oportunidad de las nuevas herramientas y responsabilidades con las que se pretende armar a los supervisores y a las autoridades públicas.

La valoración crítica anterior nos permitirá terminar presentando las soluciones que, en nuestra opinión, permitan responder a la segunda de las preguntas que se formulan al inicio, es decir, las que permitan afrontar en el futuro crisis semejantes.

### 1. INTRODUCCIÓN

En España los bancos nunca han sido muy populares, pero a raíz de la crisis, de la actuación de los

poderes públicos en defensa de lo que ellos llaman la estabilidad financiera, y de la reacción de los propios bancos, su impopularidad ha crecido de manera sustancial.

Además, y por primera vez, parece que un amplio sector de opinión ajeno al poder sostiene, e incluso encabeza, una línea de comportamiento radicalmente ajena a la de rescatar a toda costa a las entidades en crisis<sup>1</sup>. Así, uno de los puntos del ideario defendido por el movimiento “Democracia real ya”<sup>2</sup>, que goza de amplias simpatía entre la opinión pública (o al menos eso dicen las encuestas), es, más o menos, “no más rescates de bancos y que sus gestores paguen por su mala administración”. Detrás de esta afirmación hay, no obstante, un mensaje que no renegaría del control público de los bancos, es decir, que sólo rechaza los rescates en los que se utiliza dinero público para mantener al banco en manos privadas.

Ello puede tener que ver con la afirmación, de los operadores de los mercados y de los reguladores, de que la inestabilidad financiera producida por la quiebra, en septiembre de 2008, del banco

<sup>1</sup> En España, durante la crisis de principios de los años 80, en la que resultaron insolventes más de cincuenta bancos, apenas si quebraron o se liquidaron un par de ellos; en el resto, con la garantía explícita o implícita del Estado (o previa su expropiación como en el caso Rumasa) y bajo su responsabilidad, se sanearon sus negocios a costa del contribuyente y, posteriormente, se vendieron a terceros privados con importantes ayudas; con Banesto ocurrió algo similar en los primeros 90. En la crisis actual, las acciones emprendidas hasta la fecha también han evitado cuidadosamente, y con igual o mayor implicación pública, la quiebra o liquidación de entidades.

<sup>2</sup> Se trata de un movimiento popular nacido en la calle de las principales ciudades españolas en el mes de mayo de 2011, al hilo de las elecciones municipales, como un medio de expresión y participación democrática al margen de la clase política y las instituciones.



de negocios norteamericano Lehman Brothers no se puede ni se debe volver a repetir; y también con las amplísimas actuaciones de las autoridades de los EEUU y de sus homólogos en Europa, dirigidas a sostener y recapitalizar con dinero público a sus bancos.

Además, es muy posible que estas actuaciones hayan sido leídas, más que como la prueba de que los países no contaban con mecanismos eficientes para “resolver”<sup>3</sup> la situación de los bancos en crisis, como la aceptación de que hay “bancos demasiado grandes, demasiado complejos, o demasiado interconectados, para quebrar”, es decir, bancos que operan muchos negocios, en jurisdicciones diversas, y cuya quiebra perturbaría gravemente el funcionamiento del sistema financiero mundial<sup>4</sup> y, por ello, las autoridades harán lo imposible para evitar que desaparezcan.

Sin embargo, esta lectura choca de manera frontal con uno de los paradigmas del capitalismo, tal y como se enseña en las Facultades de Economía: las empresas ineficientes deben desaparecer del mercado. Y estamos ante un paradigma cuyas virtudes para la selección de los operadores más eficientes son bien conocidas, y cuyo abandono arrastra tras de sí un aumento sustancial del llamado riesgo moral, dado que el sistema financiero mundial, y el de muchos países, están ampliamente dominados por bancos gigantescos; además, así se potencian los comportamientos inapropiados de los propios bancos, al incentivar la toma de riesgos y no promover la internalización de las pérdidas del sistema.

Por ello, en los dos últimos años se ha vuelto a abrir el debate de cómo tratar el problema de las crisis bancarias, y parece que todos los foros internacionales de reguladores y supervisores bancarios (el Comité de Basilea, el Foro de Estabilidad Financiera, la Comisión Europea), y con ellos to-

dos los políticos y supervisores mundiales, se han empeñado en la tarea de diseñar un sistema financiero en el que no sea necesario utilizar dinero de los contribuyentes para tratar las crisis bancarias.

Así, esos mismos foros internacionales han empezado por reconocer expresamente que la mayoría de los países carecen de sistemas de *resolución* apropiados<sup>5</sup>; y que el sistema financiero mundial, al estar dominado por GSIBs (más aún después de la crisis), precisa de acciones coordinadas<sup>6</sup>; bajo esas premisas, se han puesto a la tarea de diseñar sistemas de *resolución* que hagan compatibles aquellos principios del capitalismo con la estabilidad financiera, y que no incrementen el riesgo moral<sup>7</sup>.

En las páginas siguientes vamos a intentar articular ese debate y, a la vez, presentar y discutir las soluciones que parecen emerger como la respuesta coordinada de aquellos foros internacionales. Una clarificación previa: nos centraremos en medidas de política regulatoria dirigidas directamente a la *resolución* de bancos y, por ello, prescindiremos deliberadamente de analizar medidas dirigidas a hacer al sistema, o a los propios bancos individualmente, más resistentes a las crisis<sup>8</sup>.

## 2. EL INTERÉS PÚBLICO ANTE UNA CRISIS BANCARIA

Tradicionalmente, cuando se mencionan los objetivos básicos de la regulación y supervisión ban-

<sup>5</sup> Un informe publicado por el Comité de Basilea en julio de 2011 (*Resolution policies and frameworks - progress so far*) ofrece una imagen sobre el estado de la normativa en los países miembros del Comité.

<sup>6</sup> No obstante, algunos países (por ejemplo, los Estados Unidos y el Reino Unido) se han adelantado y han adoptado ya medidas con la misma intención.

<sup>7</sup> A finales de julio de 2011, a la vez que el Comité de Basilea hacía públicas sus propuestas para aumentar la capacidad de absorción de pérdidas de los GSIBs y para identificarlos, el Foro de Estabilidad Financiera ha publicado, tras más de dos años de trabajos, un largo documento de consulta con propuestas dirigidas a conseguir una “*resolución* efectiva de las instituciones financieras sistémicamente importantes”.

<sup>8</sup> A esta línea de respuesta obedecen buena parte de las medidas regulatorias adoptadas hasta la fecha, aunque con efectos retardados, por el Comité de Basilea, para reforzar la solvencia y la liquidez de los bancos; o las que pretenden reforzar las infraestructuras del sistema centralizando la negociación de derivados o alinear los incentivos de los operadores (política de remuneraciones; retención en las titulaciones, etc.)

<sup>3</sup> En este artículo, la expresión *resolución*, referida a los bancos, debe entenderse, siguiendo la terminología inglesa que incorporan los documentos al uso, como: la acción o conjunto de acciones de los poderes públicos por las cuáles se pretende abordar y resolver, sea cuál sea la vía elegida, la situación de un banco que no es viable por sí mismo, con la finalidad de reducir el impacto de su crisis.

<sup>4</sup> En la terminología de los supervisores, que en lo sucesivo vamos a utilizar por comodidad, estos bancos se conocen como “global systemically important banks - GSIBs”.



carias, es decir, las razones de interés público a las que sirven, se citan los de “promover entidades sólidas y seguras, minimizar los riesgos sistémicos, proteger a los depositantes y garantizar el equilibrio competitivo y la eficiencia del sistema financiero”<sup>9</sup>.

Todos ellos se persiguen mediante una supervisión eficaz y una regulación que, además de no influir de manera intencionada en la asignación de recursos, ponga el foco en estándares y guías de comportamiento (medidas microeconómicas) que reduzcan la probabilidad de que se produzca la quiebra de una entidad y, con ella, una crisis. Así, la mayor parte de la regulación bancaria (normas sobre solvencia, liquidez, gestión de riesgos, gobierno corporativo, control interno, transparencia, etc) tiene como objetivo primordial disminuir la probabilidad de que un banco entre en crisis.

Sin embargo, es obvio que, pese a los esfuerzos de los reguladores y supervisores, y en ocasiones también coadyuvadas por su impericia o sus errores, se fracasa en el objetivo de promover entidades sólidas, seguras y eficaces, y, ya sea por factores esencialmente idiosincráticos de una entidad (sean o no fruto de una gestión imprudente), ya sea con la contribución de perturbaciones macroeconómicas, las crisis individuales han existido y existirán; por ello, ante una situación de esa naturaleza, los supervisores y, en general, los sistemas normativos, deben plantearse cuáles son y cómo se defienden mejor los intereses públicos en juego, y cómo se hacen compatibles entre sí.

Entre esos intereses públicos destaca, por el consenso adquirido en su protección específica, el que pretende asegurar los depósitos de las clases medias y populares, interés que atiende tanto al objetivo de evitar los pánicos y las corridas bancarias, como al de asegurar los recursos corrientes destinados a pagos y un mínimo del patrimonio y los ahorros del público. Para ello, y aunque con diferentes enfoques técnicos, prácticamente la totalidad de los países con sistemas bancarios desarrollados disponen, desde hace muchos años, de seguros de garantía de depósitos.

Sin embargo, no basta con proteger buena par-

te de los recursos de los depositantes, sino que, además, y en ello coinciden todos los reguladores, sería de interés público:

- Minimizar la posibilidad de que la crisis se extienda a otras entidades. En la medida que el sector bancario está estrechamente interconectado (a través, entre otras cosas, de los sistemas de pago y los de compensación y liquidación de operaciones en los mercados), la perspectiva de pérdida de valor de los activos de un banco arrastra a sus pasivos, que serían activos de otros bancos, y así sucesivamente (efecto dominó). Como efecto de lo anterior, también sería de interés público reducir la incertidumbre asociada a la situación de la entidad en crisis y a la pérdida de valor de sus activos, lo que sugiere actuaciones públicas predecibles y rápidas;
- Conseguir la continuidad de las funciones financieras esenciales del sistema (mecanismos de pago, custodia, etc., o áreas de negocio sectoriales) y, por tanto, la continuidad de la actividad que la entidad afectada pueda desempeñar en el sostenimiento de cualquiera de esas funciones;
- Evitar una destrucción innecesaria del valor acumulado por el negocio de la entidad en crisis, porque hacerlo reducirá los costes de tratamiento de la crisis (recaigan sobre quien recaigan), así como los riesgos de que se extienda la crisis y de que se produzcan efectos económicos de segunda ronda;
- En el caso de que la crisis afecte a entidades transnacionales, asegurar una coordinación suficiente entre las autoridades responsables en los diferentes países y un trato equivalente entre las contrapartes que estén en análoga situación.
- Primar los comportamientos prudentes y penalizar los arriesgados o los que impliquen mala gestión, y no dejar de sancionar, incluso penalmente, los que agraven la situación de crisis;

<sup>9</sup> Así los recoge la WEB del Banco de España.



- Incentivar la asunción de responsabilidades por parte de los dueños y administradores, e incluso la disciplina de mercado por parte de aquellos acreedores que asumen una posición más subordinada;
- Evitar discriminaciones y ventajas indebidas y, en definitiva, respetar las reglas y los mecanismo del mercado en todo momento, lo que también implica no confiar en el dinero de los contribuyentes, ni crear expectativas sobre su uso;
- Impulsar la transparencia y el control social en las actuaciones que se emprendan, así como su legalidad.

Debe notarse que algunos de esos objetivos están más bien ligados a la idea de minimizar los efectos económicos de la crisis, mientras que los restantes lo están a la de garantizar el equilibrio competitivo y la eficiencia del sistema financiero.

Bajo el paraguas de estas consideraciones podemos entrar ya a valorar, en primer lugar, en qué medida la quiebra de los bancos y su liquidación son compatibles con el interés público; posteriormente, tras exponer las diversas medidas que se están proponiendo en los foros reguladores para tratar las futuras crisis (como alternativas a la quiebra y liquidación) veremos también si las mismas superan el mismo test de compatibilidad. Ese análisis nos debe permitir responder a la pregunta que titula este trabajo.

### 3. LA LIQUIDACIÓN DE UN BANCO COMERCIAL

Los bancos no suelen morir por el agotamiento de su fuente de ingresos. Al contrario, las crisis de los bancos suelen provenir de la pérdida de confianza en su capacidad para devolver los recursos que se han comprometido a reembolsar. La confianza la pueden perder el público, los inversores institucionales, las agencias de calificación o, en la mayoría de los casos antes que los demás, el supervisor (que normalmente habrá fracasado en su intento de conseguir que los dueños del banco

adopten las medidas necesarias para consolidar esa confianza).

Venga de donde venga, lo común es que la pérdida de confianza traiga consigo la de su crédito en los mercados, y, además, una retirada masiva de depósitos que, incluso con el soporte de los bancos centrales (banqueros de última instancia), arrastrará a la institución a la insolvencia.

En esos casos, si no se adopta ninguna medida de *resolución* el banco entrará en concurso y se producirán, normalmente, en muchas jurisdicciones, las siguientes consecuencias inmediatas:

- las autoridades judiciales intervendrán, de una u otra manera, las operaciones de la entidad y congelarán su balance (activos, pasivos y compromisos), al menos, en tanto se pueda identificar su situación patrimonial;
- el sistema de garantía de depósitos abonará los importes garantizados lo que, para un banco comercial, supone la pérdida súbita de su principal fuente de recursos y de clientela;
- muchos contratos vencerán anticipadamente y se liquidarán, determinando nuevas deudas (si los colaterales que existan son insuficientes para hacerles frente) o créditos, pero limitando la capacidad de la entidad para seguir operando;
- de hecho se interrumpirán las operaciones de la entidad en los sistemas de pagos y en los mercados financieros;
- las acciones representativas del capital del banco y sus pasivos negociables experimentarán una caída significativa en sus cotizaciones;
- en el caso de que se trate de un grupo transnacional, estas circunstancias afectarán a las sucursales en diferentes países y, presumiblemente, a muchas filiales, e implicarán a sistemas concursales diferentes<sup>10</sup>.

Las dificultades para mantener la continuidad

---

<sup>10</sup> No es previsible el apoyo intragrupo, dadas las dificultades que las legislaciones aplican a tales operaciones. Más bien sucederá lo contrario, la protección separada (*ring fence*) de los activos de las diferentes filiales y sucursales



de la empresa en esas circunstancias y la existencia de un número elevadísimo de acreedores, que dificulta un convenio entre y con ellos, dirigirán normalmente el proceso concursal a la liquidación de la empresa y con ella:

- todas las deudas se convierten en líquidas y los nuevos administradores, bajo control judicial y de los acreedores, valorarán la posible venta de activos para hacerlas frente y la ejecutarán en cuanto la consideren apropiada;
- entran en juego los privilegios concursales (diferentes según legislaciones) y, por tanto, los procedimientos a través de los cuáles los acreedores singularmente privilegiados liquidan separadamente sus créditos con los activos afectos;
- el juego de esos privilegios concursales determinará, también, que los acreedores subordinados jueguen su papel de asumir pérdidas antes que los acreedores comunes;
- la actuación previa de los administradores se somete a control judicial y, si se detectasen ilícitos penales o actuaciones que hayan acelerado la situación de insolvencia, determinarán la apertura de los correspondientes mecanismos de exigencia de responsabilidad personal.

La consecuencia final de ese proceso, como es bien sabido, es una elevadísima incertidumbre sobre el momento de recuperación de los pasivos del banco y una pérdida sustancial del valor de sus activos<sup>11</sup>, que se agregará a la que:

- proviniese de los factores que hayan sido determinantes para la pérdida de confianza, y que en muchos casos, especialmente cuando ésta se produce en el marco de una crisis económica generalizada, pueden no haberse manifestado en su integridad (especialmente si esos activos no se negocian en mercados);

- se ponga de manifiesto tras la entrada de unos administradores judiciales independientes y guiados por criterios de prudencia propios de un liquidador diligente;
- pueda surgir de las acciones de última hora en la entidad en crisis (no es raro que los administradores originales de la empresa emprendan acciones arriesgadas -o incluso fraudulentas- para intentar detener el deterioro de aquella, acciones que sólo contribuyen a acelerarlo y agravarlo).

Así, frente a los casos de otras empresas en los que las actuaciones concursales, pese a la congelación inicial de la actividad, pueden adoptar con éxito cierto tipo de medidas de conservación y saneamiento que permitan mantener la actividad de la empresa, conservar el valor de sus activos y conducir en muchos casos a su posterior recuperación (vía convenio con los acreedores), en los bancos, los mecanismos usados habitualmente para tratar las crisis empresariales no tendrán esos efectos y llevarán, casi inexorablemente, a la liquidación del banco.

El que sean esas las consecuencias del proceso de liquidación de un banco determinará que las pérdidas descontadas por los mercados en sus pasivos sean enormes, y transmitan la desconfianza hacia aquellos de sus prestamistas que se consideren significativos. A falta de transparencia sobre estos prestamistas, la desconfianza se dirigirá a los que lo sean habitualmente, es decir, a los restantes miembros de los sistemas de pagos y mercados en los que el banco opere habitualmente, normalmente otros bancos. Si el banco inviable tiene un cierto tamaño o ha recurrido mucho al préstamo o a la intermediación interbancaria, los efectos de esta traslación de desconfianza pueden ser muy importantes (efecto dominó) y alcanzar, en muchos casos, carácter sistémico.

Finalmente, si el banco es operador importante en ciertos segmentos del mercado financiero o en alguna de sus infraestructuras, la discontinuidad en sus negocios producirá daños adicionales en el funcionamiento de esas infraestructuras, alterando los flujos que canalizan, o debilitará la

<sup>11</sup> Tres años después de la quiebra de Lehman Brothers, buena parte de sus acreedores aún no han recibido la parte recuperable de sus créditos.



atención exigible por aquellos segmentos de negocio, afectando en este caso a la economía real de estos sectores de actividad.

En el caso de que la inviabilidad de una entidad se produzca en el marco de una crisis económica o financiera, los efectos de la misma se amplificarán a causa de las expectativas que genera sobre la situación de las entidades en situación similar y, en solitario o acumulada a los de otros bancos, incluso de pequeño o mediano tamaño, podría tener efectos sistémicos.

En definitiva, una vez manifiesta la pérdida la confianza del supervisor o de sus clientes en el banco, los efectos, a falta de medidas correctoras, no pueden ser menores, y conducirán a la liquidación del negocio; así, los objetivos de interés público de minimizar la pérdida de valor de los activos, evitar el contagio, y asegurar la continuidad de funciones o negocios esenciales que sirva el banco, serán casi imposibles de cumplir.

Por otra parte, debe tenerse en cuenta que la entrada en funcionamiento de los sistemas de garantía de depósitos no paraliza ni debilita ciertos efectos sistémicos de las crisis y, al contrario, su activación puede contribuir a aumentarlos. Como se ha comentado anteriormente, el pago de los depósitos garantizados impone de hecho una solución de continuidad en la actividad de la entidad al romper la unidad de negocio de un banco comercial.

Incluso la protección de los depositantes puede verse seriamente comprometida, porque está ampliamente aceptado que los seguros de garantía difícilmente tendrán el músculo necesario para ofrecer una cobertura suficiente a los depositantes de un GSIB o incluso de un SIB<sup>12</sup> en proceso de quiebra, o a los de varios bancos medianos que fracasen en un corto espacio de tiempo; de hecho, los diseños más comunes de estos sistemas, cuando se constituyen a través de un fondo (prefinanciado o con derramas complementarias), tienen un objetivo modesto, pensado para crisis idiosincráticas, y por tanto aisladas, de bancos medianos. Esta consideración es especialmente relevante dadas las características de buena parte de los siste-

mas bancarios nacionales y del sistema mundial, con un claro predominio de los SIB y con un alto grado de globalización de su actividad.

En definitiva, los seguros de depósitos ni siquiera cumplen satisfactoriamente con la función específica para la que fueron diseñados y buena prueba de ello es que su uso efectivo (mediante el pago a los depositantes) ha sido muy limitado o prácticamente nulo en todas las crisis bancarias que se han desarrollado en las últimas décadas, y desde luego, en las sufridas por España.

De hecho, cuando una crisis es percibida como sistémica, o con una cierta probabilidad de serlo, no ha sido la existencia de estos seguros, sino la garantía pública, implícita<sup>13</sup> o explícita, lo que ha evitado los pánicos.

Tampoco se facilitarán en estos casos otros de los objetivos de interés público indicados más atrás: la coordinación entre las autoridades de los países potencialmente afectados; la aplicación de legislaciones concursales diferentes, la actuación de los órganos judiciales, que suelen operar con cierta opacidad (al menos fuera del ámbito de las partes procesales) y burocracia, no asegurarán la transparencia y celeridad que serían deseables.

Los únicos factores positivos de la aplicación de los procedimientos concursales habituales serían que:

- con el diseño vigente del capital regulatorio, en el que hasta un 50% del mismo puede estar integrado por deuda subordinada, la liquidación es la única forma en la que queda asegurado que todo ese capital absorbe preferentemente los costes de la crisis de la entidad y cumple la función de protección para la que fue diseñado<sup>14</sup>.

<sup>13</sup> En el curso de la reciente crisis, una de las primeras medidas adoptadas por la Unión Europea fue la de multiplicar por 5 el importe mínimo de los depósitos cubiertos con el seguro; sin embargo, casi ningún país unió a esa medida la de subir las contribuciones o compromisos de sus entidades con los respectivos sistemas (como sería inevitable en una buena técnica aseguradora). Ello demuestra que la efectividad de la medida no se ligaba directamente a la capacidad del seguro para hacer frente a sus compromisos, sino a la voluntad de los Estados de asegurar esos depósitos.

<sup>14</sup> De hecho, en España, durante esta crisis, los acreedores subordinados, e incluso los inversores en participaciones preferentes de las entidades intervenidas por el Banco de España, se "han ido de rositas".

<sup>12</sup> Un gran banco nacional o regional (de la UE por ejemplo).





- los dueños y los administradores de la entidad asumen su responsabilidad (civil y, en su caso, penal), quedando normalmente excluidos de la posibilidad de volver a desempeñar un papel similar en otros negocios financieros regulados. De hecho, incurrir en quiebra es uno de los supuestos típicos de exclusión del mundo empresarial por pérdida de la reputación exigible y de la condición de ordenado comerciante, al menos en tanto no se los rehabilite.

En resumen, los procedimientos comunes de quiebra y posterior liquidación apenas si cubren una parte mínima de los intereses públicos en juego en caso de una crisis bancaria.

#### 4. ATRIBUTOS ESENCIALES DE UN NUEVO MARCO DE RESOLUCIÓN BANCARIO

Antes hemos definido *resolución* como la acción o conjunto de acciones de los poderes públicos por las cuáles se pretende abordar y resolver la situación de un banco que no es viable por sí mismo, con la finalidad de reducir el impacto de su crisis.

También hemos visto que aplicar los procedimientos concursales comunes a todo tipo de empresas tendrá como efecto normal la liquidación del banco, que se pongan en serio riesgo los intereses públicos en juego, y que, en muchas ocasiones no se satisfaga casi ninguno de ellos.

Pues bien, como decíamos al principio, para reducir ese impacto y hacerlo compatible con la disciplina de mercado, los reguladores, desde los foros internacionales al uso, están proponiendo un marco de *resolución* alternativo y claramente excepcional, presidido por los siguientes elementos:

1.- Las autoridades no sólo deberían poder intervenir las operaciones de la entidad en crisis u ocuparse de su administración de manera temporal, sino que deben tener la potestad de **tomar el control efectivo del banco en crisis, suprimiendo o limitando de manera sustancial los derechos políticos de los accionistas.**

Esa toma de control conllevaría la facultad de tomar cualesquiera decisiones dirigidas a asegurar

los objetivos de interés público en juego, sea a través de la conservación del negocio sea mediante su liquidación ordenada. Así, las autoridades deberían:

Poder tomar las decisiones de disposición propias de todo dueño: vender la empresa en su conjunto o promover y aceptar su fusión; separar y vender a terceros, o una entidad puente que las gestione hasta que se encuentre un comprador, aquellas de sus actividades que sean viables; o lo contrario, segregarse los activos dañados hacia un vehículo ad hoc y retener los sanos para dar continuidad a la entidad y a su marca.

Tener el poder de aprobar las cuentas de la entidad en crisis y, con ello, determinar el valor de sus activos y su patrimonio neto.

Disponer de las facultades sociales que permitan reducir o cancelar el capital de la entidad y ampliarlo, así como eliminar derechos como el de suscripción preferente de nuevas acciones; es decir, la autoridad debería estar en condiciones de permitir la entrada de nuevos accionistas de control.

2.- Las autoridades también deberían **disponer de facultades para asegurar la continuidad de las funciones esenciales que desempeñe la entidad para el sistema y, con ese fin, para afectar directamente los derechos de los terceros que fueran contrapartes de la entidad en crisis.** Así:

Deberían estar en condiciones de asegurar que se siguen atendiendo las funciones esenciales que desempeñe la empresa y, en general, de asumir su gestión, sustituyendo a los administradores del banco y de sus filiales si lo consideran necesario;

Podrían acordar una moratoria limitada de las obligaciones de la entidad, que sería mínima en el caso de las ligadas a los sistemas de pago y liquidación;

Podrían ceder a un tercero solvente o a un banco puente los depósitos y los medios de pago asociados, para asegurar el acceso de los depositantes a los mismos y la menor perturbación posible en los sistemas de pago;



Tendrían la facultad de transferir otros compromisos o contratos (por ejemplo, los de depósito de valores o los de participación en mercados y sistemas de liquidación o pago) a partes solventes, y de impedir la rescisión de ciertos contratos (que previeran como causa de resolución anticipada la que ha determinado la intervención pública) para asegurar la continuidad de la función subyacente a los mismos o, al contrario, anticipar su resolución para liquidar esa parte de los negocios.

Finalmente, también se plantea otorgar a la autoridad poderes para asignar a ciertos acreedores (no asegurados por los sistemas de garantía de depósitos o por activos específicos) las pérdidas derivadas del proceso de resolución (sea mediante una quita sea a través de su conversión en capital). Dado que el objetivo de esta potestad está ligado a la búsqueda de financiación con que abordar la situación de crisis, lo veremos con más detalle en el punto siguiente.

3. Se debería **disponer de recursos financieros apropiados, y ajenos a los presupuestarios, para apoyar las medidas que se adopten** (por ej: restaurar, total o parcialmente, la situación de una entidad; traspasar sus activos o pasivos; crear entidades puente; etc). Para ello se proponen diversas medidas, algunas ya acordadas por el Comité de Basilea.

- En primer lugar y con el fin de que la entidad en crisis disponga de una **mayor capacidad para absorber pérdidas extraordinarias sin necesidad de ser liquidada**, el Comité ya ha acordado que una autoridad pública debe poder convertir en capital de la mayor calidad (acciones ordinarias o reservas) cualquier clase de recursos propios aceptados para cubrir el coeficiente de solvencia de la entidad, es decir: los instrumentos híbridos (nuestras participaciones preferentes) y las financiaciones subordinadas.

Para ello, a partir de 2013, todos esos instrumentos (los nuevos que se emitan y, tras 10 años, todos los computables) deberán incluir la posibilidad de que, a partir de una decisión discrecional de una autoridad pública, sean convertidos

en capital ordinario con una ecuación de canje preestablecida y finita, o bien vean amortizado íntegramente su valor nominal. Esa posibilidad deberá figurar en los contratos a menos que sea exigible *ex lege*.

Esa decisión discrecional sólo podría adoptarse en el caso de que la autoridad considere que, sin esa conversión o amortización, la entidad no sería viable (nótese que no requiere la afirmación de que con ella si va a ser viable), y debe adoptarse necesariamente antes de cualquier medida de apoyo financiero público. Sea como sea, es una medida ligada a que la entidad alcance el punto de no viabilidad, y por esa características se la conoce.

Con ello, además de allegar recursos adicionales en caso de crisis, se consigue que todo tipo de capital regulatorio pueda cumplir su función en todas las circunstancias predecibles<sup>15</sup> y no sólo cuando se liquide la empresa.

- En segundo lugar, y ligada a la probabilidad de que la falta de viabilidad autónoma de una entidad pueda arrastrar consigo efectos sistémicos, es decir, con la probabilidad de que sean necesarias medidas especiales de *resolución*, se propone que **ciertas entidades sistémicas cuenten con capital adicional** de forma que se incremente su capacidad de absorción de pérdidas y se mitigue así el potencial impacto de su quiebra.

La propuesta que al respecto ha planteado el Comité de Basilea con la conformidad del FSB afectaría por ahora a los GSIBs y supone la exigencia de recargos de capital<sup>16</sup>, ligados al grado de riesgo sistémico que cada entidad pueda representar para el sistema financiero mundial<sup>17</sup>.

<sup>15</sup> De hecho, el origen de esta medida está en que, durante la presente crisis, como en España, muchos de los tenedores del capital regulatorio, constituido mediante acciones o participaciones preferentes o deudas subordinadas, no han sufrido pérdida alguna mientras que las entidades emisoras eran apoyadas por los contribuyentes para sobrevivir.

<sup>16</sup> La propuesta, que supone la exigencia de recargos en forma de capital ordinario, también ha tenido en cuenta sus efectos en orden a reducir la probabilidad de una quiebra y no sólo para mitigar su impacto.

<sup>17</sup> La propuesta va unida a una metodología que trata de identificar los factores que determinan el grado de riesgo sistémico de cada entidad y que, a la vez, sirve para identificar a los sujetos de la obligación que se impondría.



Aunque la propuesta actual es bastante modesta (los recargos se moverían entre el 10 y el 30% del capital regulatorio exigible a las entidades ordinarias) y se limita a unas pocas decenas de entidades globales (aunque afectaría a una parte significativa del balance bancario mundial), conceptualmente también sería aplicable a todo tipo de entidades (SIBs) cuya quiebra individual tuviera efectos sistémicos en un sistema bancario nacional o regional (la Unión Europea por ejemplo).

- Una tercera medida, sugerida por estos foros, es el llamado *bail in* (salvamento desde dentro), cuyo objetivo esencial es ensanchar la base de recursos ajenos que, en caso de inviabilidad de la entidad, pueda absorber inmediatamente las pérdidas que se produzcan en el proceso de *resolución*. Tal absorción se llevaría a cabo mediante una quita, o conversión en capital ordinario, de la deuda, decidida discrecionalmente por las autoridades; dicho de otra manera, significa promover que ciertos acreedores ordinarios de la entidad asuman (sin necesidad de liquidar la empresa) parte de las pérdidas que concurren en una crisis.

Esta medida, planteada en forma de un coeficiente adicional de deuda convertible, o susceptible de quita, sobre los activos de riesgo de la entidad, se puede ver como la exigencia de un aumento en la deuda subordinada, dado que los inversores que adquieran esos instrumentos saben de antemano el riesgo que corren, lo hacen voluntariamente y, presumiblemente, cobran por ello.

Sin embargo, la verdadera novedad se encontraría en el denominado *bail in estatutario*, que supone **conceder a la autoridad de resolución poderes para decidir autónoma y discrecionalmente que ciertos acreedores no asegurados (es decir excluidos los depósitos cubiertos por los sistemas de garantía), o no garantizados con activos específicos, soporten una quita recibiendo o no acciones ordinarias que compensen esa quita.**

En su estado actual, ni esta propuesta ni las recibidas desde otros ámbitos (académicos, de supervisores o de la industria), han definido

con suficiente consenso si sería o no una potestad ordinaria en casos de *resolución* o si sólo se aplicaría en casos extremos o excepcionales ligados a la continuidad de funciones vitales que el banco preste; tampoco se ha consensuado cuáles serían los pasivos que se podrían ver afectados por esta medida ni en que orden serían tratados (es decir, si se respetaría su orden de prelación concursal ordinario<sup>18</sup>), o cómo se protegerían los derechos de los acreedores afectados.

No obstante la indefinición de esta propuesta, que no es casual, sino fruto, entre otras cosas, de sus contraindicaciones para la estabilidad financiera, no dejaremos de valorarla más adelante.

- Un último conjunto de medidas de financiación, ya aplicadas por algunos países, supondría disponer (los poderes públicos) de **fondos específicos de origen privado destinados a financiar posibles medidas de resolución**; los fondos podrían estar basados en la recaudación forzosa y preventiva de recursos apropiados, sea vía una tasa o un impuesto finalista girado a los propios bancos, o en compromisos de pago que los mismos contraigan para ser ejecutados *ex post*; la posibilidad de que los fondos o compromisos que constituyen la base de los sistemas de garantía de depósitos puedan usarse, total o parcialmente, para ese fin, también forma parte del debate.

- Sea cuáles sean las medidas de financiación que se adopten, ante la crisis de un banco internacionalmente activo (y en el caso de ciertas entidades nacionales) el problema no se planteará normalmente con un entidad sino con un grupo y, con ello, con entidades bancarias y no bancarias en situaciones financieras que, en ocasiones, pueden ser sustancialmente diferentes. Con ello se plantean varias cuestiones: ¿en que parte del grupo debe estar disponible la financiación?; las obligaciones o posibilida-

<sup>18</sup> En la propuesta actual, esta potestad se condicionaría aparentemente a que esos acreedores no reciban, por esta vía, un trato peor al que recibirían en caso de liquidación ordinaria (*no worse off*).



des de llevar a cabo apoyos entre las diferentes entidades del grupo, transfiriendo recursos desde las partes más capitalizadas o solventes; etc.

La respuesta más usual es que los recursos deben estar disponibles al nivel de la cabecera del grupo, porque así el reforzado es el propio grupo y, además, así podrán asignarse más libremente esos recursos al punto en el que sean necesarios. Si bien esto parece bastante claro en el caso de los recargos de capital, o del uso de cualquier clase de capital regulatorio propio del grupo<sup>19</sup>, lo es menos cuando esas mismas preguntas se plantean en el caso de fondos de *resolución* o de los poderes para asignar pérdidas a los acreedores ordinarios, (*bail in*) donde lo que se haya en juego es el reparto de la carga de una crisis, probablemente con diferentes prioridades, entre quienes no son dueños (o inversores en capital de riesgo) y que son nacionales de diferentes países.

4. Otro atributo de un buen marco legal de *resolución* debería permitir que todas **las decisiones anteriores pudieran adoptarse e implantarse con extraordinaria rapidez y que fueran predecibles**.

- Para ello, y dada la naturaleza de muchas de esas medidas, limitativas de los derechos de accionistas y terceros, se pretende que las decisiones de las autoridades de *resolución* no se puedan frenar por nadie. Así, incluso las decisiones administrativas con defectos que, en una situación normal, serían anulables, o las que por su trascendencia sobre otros derechos protegibles aconsejan permitir su suspensión judicial, no podrían ser detenidas ni revocadas en ningún caso. Esas decisiones sólo podrían ser objeto de control *ex post* y los afectados sólo podrían exigir la compensación por las pérdidas en sus derechos que las mismas les hubiera podido causar.

- Con una argumentación similar, y ante los

riesgos que asumirían las autoridades de *resolución* para asegurar la eficacia y rapidez de sus decisiones, también se pretende que esas autoridades dispusieran de un régimen de responsabilidad especial que evitara que el Estado tuviera que hacer frente a los daños objetivos causados a terceros por sus decisiones.

- Finalmente, el que las actuaciones de las autoridades fueran predecibles, es decir, que determinadas situaciones de hecho tuvieran asociadas ciertas consecuencias predeterminadas, también contribuiría a reducir la incertidumbre asociada al proceso. De ahí que se sugiera identificar situaciones tipo y vincular cierto tipo de poderes o actuaciones con ellas, aunque no se lleva a cabo ningún ejercicio de correlación entre ambos elementos.

5. Como **medida adicional o auxiliar**, un marco de *resolución* apropiado debería exigir a las entidades lo que se ha venido a denominar **“Planes de recuperación y de resolución –living wills–”**, es decir, planes internos que aborden la forma en que se solucionaría la contingencia de una crisis que pusiera en peligro la viabilidad de la entidad o que, una vez alcanzada la inviabilidad, facilitara su *resolución*.

Estos planes se actualizarían continuamente, serían objeto de revisión y control por los supervisores y las autoridades de *resolución* y serían exigibles a las entidades en las que se aprecien mínimas dificultades (por el tamaño o la complejidad de la entidad, o por la naturaleza de sus actividades) para su liquidación ordinaria, es decir, en cuanto se considere posible el uso del marco especial de *resolución*.

6. Para asumir los elementos anteriores se propone como otro componente básico que **exista una autoridad pública con capacidad técnica apropiada para gestionar este marco excepcional de resolución**.

A la vista de las medidas que hemos visto, esa autoridad podría perfectamente coincidir con la autoridad de supervisión, a la que se le supone un conocimiento detallado de la estructura, negocios y situación financiera de la entidad, además de

<sup>19</sup> Así se plantea en las propuestas adoptadas hasta la fecha por el Comité de Basilea, aunque algún supervisor ha puesto en duda esta orientación, en la medida que subordina a los supervisores de las filiales al supervisor de la matriz.



una visión de conjunto apropiada sobre las necesidades y vulnerabilidades del sistema financiero. Dados los objetivos de interés público a los que responden las medidas de *resolución*, y que coinciden con los de la supervisión, no parece que la actuación de los supervisores como autoridad de *resolución* vaya a generar conflictos de interés o a menoscabar de otra forma tal actuación. Sin embargo, podría considerarse contraindicado que quién ha fracasado en su labor principal de prevenir la inviabilidad de la entidad se encargue de gestionar ese fracaso.

Volveremos sobre este asunto más adelante, cuando valoremos con mayor detalle el marco especial de *resolución* que se propone y la protección que merecen los derechos de los accionistas de un lado y de las contrapartes de la entidad de otro, especialmente de cara a la adopción de aquellas decisiones que pueden afectarles patrimonialmente.

Esas autoridades públicas deberían disponer de los instrumentos de política regulatoria que se indican en los puntos 1, 2, y 3 anteriores para tratar los diferentes estadios por los que suele atravesar una crisis (además de otros preventivos para tratarlas tempranamente si es posible), y de la facultad de aplicarlos discrecionalmente para tener en cuenta las diferentes características e intensidades de una crisis.

7. En el caso de bancos internacionalmente activos, la existencia de una autoridad pública de *resolución* deberá necesariamente combinarse con **procedimientos y mecanismos ágiles y eficaces de coordinación internacional entre las autoridades nacionales** que permitan, con el liderazgo y los equilibrios de poder apropiados, abordar con éxito la crisis de un GSIB. La armonización internacional de los instrumentos disponibles también favorecería esa coordinación.

Como colofón de esta descripción del conjunto de atributos que se pediría a un marco de *resolución* especial para los bancos debemos recordar que los poderes de *resolución* descritos tanto pueden usarse con la finalidad de dar continuidad a la entidad o para transferir el conjunto de su negocio como para ir cediendo áreas de negocio a terceros y liquidar el resto. Y es que, con este marco se pretende, al mismo

tiempo, replicar buena parte de los efectos que, sobre los accionistas y los acreedores, tendría el resultado final de una liquidación ordinaria tanto si llegara a un convenio con los acreedores como si no lo alcanzara por resultar inviable.

En definitiva, un marco regulatorio con los atributos mencionados debería hacer creíble la posibilidad de que una crisis bancaria con potenciales efectos sistémicos pueda resolverse, ya sea conservando a las entidades o sus negocios, ya liquidándolas de una manera ordenada, sin recurrir a los contribuyentes.

A la valoración de ese potencial marco de *resolución*, y a su capacidad para conseguir ese objetivo final dedicamos los últimos apartados de este trabajo.

## 5. LAS IMPLICACIONES DEL NUEVO MARCO DE RESOLUCIÓN SOBRE LA FINANCIACIÓN DE LAS CRISIS

1. El nuevo marco supone que las entidades deberían disponer, por sí mismas, de un mayor volumen de capital regulatorio capaz de asumir los costes de una potencial quiebra en cualquier circunstancia (y no sólo en la liquidación), y que ese volumen debe ser mayor según el impacto sobre el sistema que tenga la crisis de la entidad.

En atención a los intereses públicos en juego esto no puede sino ser valorado muy positivamente. Implica la mejor defensa de aquellos intereses y supone, desde una perspectiva conceptual al margen de su concreción cuantitativa, aceptar que la cantidad y calidad del capital regulatorio deberían permitir, en un porcentaje elevadísimo de supuestos, que el mismo cumpla su función esencial: absorber las pérdidas extraordinarias o no esperadas, permitir que la entidad siga funcionando en esas circunstancias y, en un plazo razonable de tiempo, recuperar una capitalización apropiada.

Esa valoración también tiene en cuenta:

- que así se acerca el capital regulatorio al capital económico con lo que ello tiene de beneficioso para el funcionamiento del sistema y la asignación de recursos.



- que se envía el mensaje correcto: no se quiere admitir la existencia de subvenciones implícitas, por mor del apoyo público en caso de crisis, al funcionamiento de los bancos, y, por tanto, que ese apoyo no debe volver a existir (es obvio que el apoyo implícito de los poderes públicos hace que el capital de que disponen los bancos sea menor del necesario, pues sus acreedores confían en ese apoyo).

- que asigna correctamente las responsabilidades de la crisis. No se olvide que son los accionistas y sus agentes (los administradores), los que han conducido a la empresa a la crisis, y por tanto, que son ellos, y quienes hayan decidido compartir con ellos los riesgos del capital necesario para operar, los que deben asumir las consecuencias de esa crisis.

2. Mucho más discutible, desde la perspectiva de los intereses públicos, es la propuesta que pretende extender ese papel del capital a los acreedores, es decir el llamado *bail in estatutario*.

Sus defensores alegan, como argumentos de justicia: que los derechos de los acreedores deben ceder ante la estabilidad financiera; y que los acreedores de la entidad perderían parte de sus créditos si la intervención pública no se produjese, por lo que no es razonable que obtengan un beneficio si la intervención existe.

Sin embargo, no es en absoluto evidente que sea responsabilidad de los acreedores de un banco evitar la desconfianza en el sistema que generaría su quiebra o promover la continuidad de las funciones vitales que desempeñe para dicho sistema, ni que, por tanto, sus derechos, que son los de la seguridad del tráfico, deban ceder ante las conveniencias de la estabilidad financiera.

También se olvida que las pérdidas definitivas en el valor de sus créditos que se producen en el caso de un concurso o liquidación lo son en el marco de una reglas, las de quiebras, que tutelan sus derechos mediante: una prelación justa y predeterminada; un cierto control del proceso de liquidación por parte de los propios acreedores; y la protección de un proceso contradictorio y de una autoridad judicial.

A falta de argumentos de justicia se alegan otros

de oportunidad: los acreedores estarían interesados en aceptar una rebaja significativa en sus derechos a cambio de certidumbre inmediata sobre el valor de los mismos, o en aceptar la conversión en capital de una parte de su deuda (como de hecho ocurre en el salvamento de otras empresas).

Sin embargo, también es cierto que con ese tipo de *bail in* se margina la voluntariedad colectiva que es propia de todo convenio de acreedores y que, como ya hemos indicado, la protección de los derechos de crédito y la seguridad del tráfico exigen que las pérdidas se reconozcan en el marco concursal.

La ausencia de todos esos requisitos legales se trata de obviar con diversos argumentos adicionales: que si los acreedores tuvieran un mayor incentivo a ejercer la disciplina de mercado sobre la entidad, su influencia, se supone que prudente, favorecería la estabilidad financiera; y que los recursos adicionales que proporcionen los acreedores pueden ser necesarios porque cualquier cantidad de capital regulatorio puede no ser suficiente para contener la crisis severa de un banco sistémico.

Y es verdad que con el *bail in* se contribuiría a los objetivos propios del marco de *resolución*, ya que se allegarían fondos que contribuirían a sostener y recapitalizar al banco, se minimizaría el riesgo de apoyo de los contribuyentes a costa de los acreedores no asegurados, y se reduciría el impacto sistémico de la crisis.

Sin embargo, profundizando algo más en ellos, estos argumentos no parecen convincentes, ni serían exclusivos del sector bancario.

En primer lugar no es obvio que con el *bail in* se contribuya a conseguir mayor estabilidad financiera, ya que:

Induce la huida preventiva de los acreedores y otras contrapartes para escapar de un potencial recorte discrecional e imprevisible. Con ello, el riesgo de iliquidez de la entidad crecerá exponencialmente y se hará muy difícil, sino imposible, obtener nuevos créditos privados para reparar la crisis;

Es más que dudoso que reduzca los efectos sistémicos de la crisis, dado que entre los principales acreedores están los propios ban-



cos (interbancario; otros negocios OTC) y otros operadores del sistema financiero (IIC; seguros;...) que contribuirán, con sus pérdidas y desconfianza, a su extensión;

Las contraindicaciones desde el punto de vista de la financiación bancaria en tiempos normales son enormes, tanto por el previsible acortamiento de los plazos de sus pasivos, como por la huida hacia mecanismos de desintermediación.

Es muy discutible, sino falso, que sea eficiente tratar de que los acreedores no profesionales ejerzan algún tipo de control sobre la marcha de la empresa distinto del de evaluar su capacidad de reintegrar los créditos, que es el que ya ejercen.

La propensión a asegurar las deudas también crecerá (emitiendo, por ejemplo, más cédulas hipotecarias), debilitándose así simultáneamente las garantías de los depositantes, de los fondos de garantía de depósitos, y de los demás acreedores no asegurados.

Las diferencias en los privilegios de los acreedores, especialmente en el caso de los depositantes (tratados como preferentes por muchos sistemas) hace extraordinariamente difícil de gestionar esta herramienta en los SIBs globales o regionales.

La reducción del colectivo potencialmente afectado por el *bail in* como medio para evitar los efectos anteriores tampoco es una vía apropiada, ya que crearía nuevas injusticias (es decir, iría contra el principio *par conditio creditorum*), favorecería el arbitraje regulatorio y reduciría la propia potencia de la propuesta (la cantidad de recursos disponibles).

Por otra parte, y aunque luego volveremos sobre ello, no parece realmente viable minimizar los derechos de los acreedores (sean los del concurso o los del sistema expropiatorio, ambas basadas en mecanismos que aseguran contradicción sobre los valores de los derechos), ni, con ellas, la litigiosidad de los mismos, máxime cuando la incertidumbre sigue presidiendo el valor de sus derechos. Ello debilitará la eficacia y rapidez de la medida.

Por último, si la entidad carece ya de dueños voluntarios, es decir de empresarios que la con-

trolen y dirijan, y está administrada bajo el control de los poderes públicos o directamente por sus representantes, la entrada de accionistas involuntarios para dotar de continuidad regulatoria a la entidad será un elemento menor en la potencial recuperación de la entidad.

En cualquier caso, no es obvio que las razones de interés público que aquí se alegan, u otras equivalentes, no existan en el caso de otros sectores empresariales (servicios públicos por ejemplo) o, en general, como medio de protección de colectivos concretos. Establecer aquí una excepción a la seguridad del tráfico no parece por tanto suficientemente justificada.

3.- Por ello, si se quisiera acoger algún tipo de *bail in estatutario* parecería imprescindible reconducirlo para que sea aplicado, exclusivamente, en situaciones a cuya ocurrencia se les pueda atribuir *ex ante* una probabilidad equivalente a la del concurso, y con unas garantías para los acreedores también cuasi equivalentes a las propias de un concurso. Tales exigencias, al igual que la consistencia del principio de *no worse off*, sólo parece posible en casos en los que las autoridades de *resolución* se limitan a asegurar, bajo estrictos prerrequisitos regulatorios y cierto control judicial, la liquidación ordenada de los negocios de la entidad aplicando condiciones de mercado.

Descartado el valor añadido que se pretendía dar al *bail in*, habrá que convenir en que, para reducir la probabilidad de uso de fondos públicos, cualquier recurso adicional debe provenir, bien de los recursos propios de la entidad, bien de fondos mutuos y privados de *resolución*, incluso de los destinados a garantizar los depósitos si ese objetivo se consigue con los nuevos instrumentos de *resolución*.

Sin embargo los *fondos de resolución* (lo mismo que los de garantía de depósitos) tienen debilidades conceptuales graves para alcanzar un tamaño muy elevado, que es el que permitiría abordar las necesidades de la quiebra potencial de un GSIB o de un conjunto de bancos medianos en crisis.

Y es que dotarlos *ex ante* de grandes recursos, tiene la contraindicación de su esterilidad durante largos períodos y el incremento de la expectati-



va de su uso, lo que a su vez incrementa el riesgo moral; y basarlos en compromisos *ex post* es más arriesgado porque la crisis puede afectar también a la materialización de esos compromisos.

Por otra parte, debe admitirse (dejando a un lado sus potenciales responsabilidades en la gestación o desarrollo de una crisis sistémica) que si los poderes públicos, encargados de velar por la estabilidad financiera, yerran al calcular los capitales necesarios para que los bancos operen (con la potencial ayuda de fondos de *resolución*), se les puede considerar responsables parciales de los costes que conlleve asegurar los objetivos de interés público. Con ello estaría justificado, mucho más que con el recurso a los acreedores, que los fondos públicos suplan temporalmente las insuficiencias de los recursos de los responsables o del sistema, y que se aporten al banco al albur de una eventual recuperación de la empresa inviable.

Esta conclusión puede no ser un problema: si el sistema se hace lo suficientemente sólido para hacer creíble que sólo en circunstancias realmente impredecibles (los verdaderos riesgos de cola en una distribución normal) se recurrirá, por la vía citada en el párrafo anterior, al dinero de los contribuyentes; y si esa solidez se combina con la necesaria asunción de responsabilidades por quienes hayan contribuido a una quiebra que no sea, realmente, impredecible.

Sin embargo, no es evidente que los recursos propios (o mutuos) que los reguladores van a exigir a las entidades sean realmente suficientes para dar auténtica solidez al sistema, al menos cuando el mismo cuenta entre sus miembros con SIBs cuyo tamaño, en relación con el de su país, es enorme.

Así, las comisiones de expertos independientes que han analizado el problema tanto en Suiza como en el Reino Unido<sup>20</sup> han llegado a la conclusión común de que, para evitar la potencial implicación futura del dinero de los contribuyentes, los bancos necesitan menos riesgos y más capital que el exigido por los recientes estándares de Basilea III, es decir, mucho más capital por unidad de riesgo. Sea cierta o no esa conclusión, si es ver-

dad que ese es el camino más seguro para reducir la responsabilidad de los poderes públicos en las consecuencias de futuras crisis.

## 6. LAS IMPLICACIONES DEL NUEVO MARCO DE RESOLUCIÓN SOBRE LA SEGURIDAD DEL TRÁFICO Y LAS POTESTADES PÚBLICAS

1.- Ya hemos visto que se pretende dotar a las autoridades de facultades que van mucho más allá del uso de los instrumentos prudenciales (exigencia de conversión del capital regulatorio) o de medidas preventivas de daños mayores (por ejemplo intervenir la entidad para evitar su mayor deterioro y defender los intereses de terceros). También hemos visto que la atribución de facultades se promueve en condiciones de aseguren su rápida y segura ejecución.

El control efectivo de la entidad en crisis o la posibilidad de afectar los derechos de terceros que antes se han comentado son, en el fondo, potestades expropiatorias absolutamente excepcionales. Expropiatorias en la medida que privan de sus derechos a los accionistas y, en algunos casos, a los terceros que sean contrapartes de la entidad; y excepcionales porque incluso en el ámbito de las potestades expropiatorias, lo usual es que nadie sea privado de su propiedad sin una compensación previa cuya cuantía debe basarse en principios de contradicción.

Es evidente que cuantos más instrumentos se pongan a disposición de las autoridades mayor será su capacidad para resolver las situaciones que se puedan presentar en una crisis y, con ella, mayores serán las probabilidades de resolverla. Pero también lo es que el interés público de evitar una crisis sistémica no es el único bien público protegible en esos casos: también lo es, por ejemplo, la seguridad jurídica.

Para combinar poder administrativo y seguridad jurídica se inventaron las potestades regladas; sin embargo, debe reconocerse que, en este ámbito, esas potestades son difíciles de diseñar sin perder la necesaria flexibilidad para atacar los problemas, según sus características e intensidad. Fuera de situaciones de deterioro absoluto e irrecupera-

<sup>20</sup> Ambos países cuentan con unos cuantos bancos cuyo tamaño supera con creces el PIB del país.





ble, es muy difícil establecer, siquiera de manera indicaria, una correlación entre situación de crisis y herramientas disponibles.

Por ello, y por la propia gravedad de las medidas, la atribución (y el ejercicio) de potestades expropiatorias como las citadas debería valorarse con extremo cuidado y reservarse para casos en los que realmente sea necesario, es decir, cuando se acredite o se prevea como plausible la contradicción entre los objetivos de la *resolución* y los de la parte afectada. Y es que, en general, si las facultades se usan con la finalidad de maximizar el valor de los activos de la entidad en crisis, su objetivo estará alineado con los intereses de todas las partes: los accionistas, los acreedores y el mercado en general y, por ello, no necesitarán imponerse.

Además, para combinar capacidad de actuación con seguridad jurídica y respeto por los derechos de los accionistas y acreedores parece más sencillo, especialmente respecto al uso de las facultades expropiatorias más severas (venta de activos o de la empresa, resolución de contratos de terceros), la yuxtaposición de otros instrumentos que equilibren su potencia. Así, ciertas condiciones de uso, como valoraciones independientes de mercado, audiencia previa, posibilidad de contradicción en ciertos casos, o el control por parte del ministerio público (para asegurar la legalidad de las actuaciones y asumir, en cierta forma, el rol de los acreedores) o de la autoridad judicial (para evaluar su imparcialidad), aplicadas, caso a caso, a las diferentes potestades, podrían ser útiles para cumplir ese objetivo, al igual que la adopción de procedimientos de urgencia que exijan su ratificación posterior.

En cualquier caso, no parece que la mera compensación *ex post* por pérdidas efectivas en los derechos de los afectados respecto a los que les hubieran correspondido en una eventual liquidación, tal y como algunos sugieren, puedan ser la única vía de protección de derechos que gozan de tutela constitucional precisa. Además, sea como sea, las reglas de formación de la voluntad administrativa deberán respetarse en todo caso, sin obviar la protección frente a la desviación de poder.

2.- Tampoco parece que pueda encajar en los principios constitucionales adquiridos la elimina-

ción de la responsabilidad objetiva de la autoridad pública de *resolución*; no obstante, si parece razonable que esa responsabilidad pueda modularse cuando se trate del ejercicio legítimo de potestades discrecionales, especialmente haciendo inatacable el juicio técnico en que se basen.

Por otra parte, también resulta evidente que cuantas más herramientas (poderes) se pongan a disposición de las autoridades, y cuanto menos reglado resulte su uso, más difícil les será eludir sus responsabilidades.

De ahí que tratar de reducir la responsabilidad patrimonial de esa autoridad no deje de ser una pequeña parte del problema, dado que siempre estará en juego, y de manera plena, la responsabilidad política y administrativa de la autoridad, que es en la que se basa la confianza que genere su intervención.

3.- Sea como sea, creemos que lo que realmente contribuye a reducir el impacto de una crisis, y su potencial efecto sistémico, es la confianza que produce en los acreedores la mera implicación, con recursos económicos y operativos apropiados, de una autoridad pública con el objetivo de maximizar el valor de los activos y asegurar la continuidad de las funciones esenciales que sirva el banco.

Con ello retornamos a un tema que dejamos sin acabar más atrás: el de las condiciones que debe reunir la autoridad de *resolución*. Ya dijimos que parece natural usar a tal fin los conocimientos y capacidades del supervisor, y que ello es consistente con los objetivos de su tarea ordinaria.

Sin embargo, tanto por razones de equilibrio en el uso de las potestades de *resolución*, como por prevenir la eventual captura del supervisor por potenciales errores previos en su tarea, creemos que atribuirle esas potestades en exclusiva no es apropiado. Tampoco parece realista creer eficaces a potenciales cortafuegos entre la actividad supervisora y la de *resolución*, dada la interconexión entre los efectos de ambas.

Así, consideramos que, cuando la tarea del supervisor en la *resolución* deje de ser esencialmente instrumental, es decir, cuando se trate de adoptar las decisiones esenciales de todo proceso de esa índole, se debe tener en cuenta la opinión de otras autoridades técnicamente hábiles para



evaluar la situación pero menos implicadas en su gestión previa y se debe contar con la ratificación judicial.

La opinión de esas otras autoridades no tendría que articularse necesariamente en un órgano colegiado responsable de la adopción de las medidas, y tal vez podría gozar de cierta independencia consultiva. Es decir, la autoridad judicial, ligada en cierta forma por ese asesoramiento independiente, operaría sobre el supervisor como el consejo de supervisión de las sociedades alemanas opera sobre su órgano ejecutivo.

Además, en el caso de que se decidiera dotar a la autoridad de *resolución* con potestades para ejercer el *bail in* las exigencias anteriores serían aun más pertinentes. Y es que, si bien los supervisores seguirían siendo los que estarían en mejor posición para hacer una previsión del valor de los activos del banco antes y tras la posible liquidación, carecen de las habilidades propias de los árbitros o de los jueces, y más aún, comprometerían su prestigio como supervisores si adquirieran responsabilidades diferentes de las de minimizar los daños al sistema; además, esas nuevas responsabilidades dañarían también (al sesgarla) la eficacia de su labor de gestión o tutela de la entidad en crisis.

4.- Un par de apuntes finales antes de concluir:

- Si bien no es desdeñable el papel de los planes de recuperación y de *resolución* en promover una buena organización y controles internos y en asegurar un adecuado conocimiento de los grupos complejos por parte de sus gestores, no se puede por menos que ser bastante escéptico sobre sus virtudes de cara a auxiliar la *resolución* ordenada de una entidad. El mantenimiento actualizado de estos planes, la propia dificultad de prevenir el origen de toda crisis y las propias medidas que los gestores acabarán adoptando cuando prevean que puede llegar a producirse una situación de insolvencia, privarán sin duda a esos planes de gran parte de su valor auxiliar.

- Será casual, pero no deja de ser sorprendente que, entre los atributos esenciales de un buen marco de regulación los reguladores no ha-

yan incluido una referencia a contar con un sistema que penalice a los malos gestores, ni siquiera a los gestores o accionistas que, con sus decisiones, hayan contribuido a agravar la crisis. Al no hacerlo, se está olvidando que un régimen de responsabilidad personal exigente es esencial para asegurar la credibilidad de un marco regulatorio que trata, de manera declarada, de restaurar la confianza en las entidades bancarias, y para lograr su aceptación social.

Un sistema de ese tipo debería, al menos, asegurar la recuperación por la entidad de los beneficios que se entregaron a los administradores pensando que la gestión era apropiada, y evitar que esas personas gestionen o influyan en la gestión de otras entidades financieras en tanto no queden rehabilitados. Y debería hacerlo sin exigir que concurra dolo en la actuación de los interesados o infracciones de la regulación bancaria, es decir, debería ser un sistema adicional a la sanción penal o administrativa que correspondan.

## 7. CONCLUSIONES

Lo expuesto hasta aquí nos permite defender como cierto que permitir la liquidación ordinaria de las entidades bancarias hace inviables muchos de los objetivos de interés público que suelen estar en juego cuando un banco fracasa, y puede poner en riesgo al sistema, ya sea por contagio, ya por la discontinuidad que produce en algunas infraestructuras financieras básicas.

También podemos sostener que los marcos excepcionales de *resolución* que vienen predicando diversos trabajos académicos y profesionales y muchos reguladores dotarán a las autoridades de medios suficientes para conseguir buena parte de aquellos objetivos, en particular los de evitar la extensión de la crisis, minimizar la pérdida de valor, y asegurar la continuidad de las funciones esenciales básicas que sirva la entidad quebrada. También servirán para que las primeras pérdidas recaigan sobre los presuntos responsables, los accionistas y demás tenedores del capital regulatorio.

No obstante, la consecución de esos objetivos se hará, en buena medida, con un excesivo, y qui-



zás innecesario, recurso a medidas excepcionales que, además de ser, en algún caso, de dudosa viabilidad constitucional, en la mayoría postergan algunos derechos que hasta ahora han conformado la seguridad del tráfico introduciendo nuevos factores de incertidumbre que pueden anticipar mayor inestabilidad financiera.

Además, no parece evidente que los sistemas especiales de *resolución* consigan evitar el uso de fondos públicos en las crisis bancarias ni tampoco que cuenten con sistemas que penalicen y desincentiven la gestión imprudente o inapropiada.

Por todo ello, además de pensarse dos veces la necesidad de contar con alguna de esas medidas expropiatorias excepcionales, de introducir factores de equilibrio en la atribución y ejercicio de las potestades que se predicán, y de incorporar un severo régimen de responsabilidad para los malos gestores, creemos que no debería olvidarse, como ya hemos anticipado en parte:

Que la mejor forma de reducir el potencial recurso al dinero de los contribuyentes es asegurarse de que los accionistas (y demás tenedores de capital regulatorio) ponen recursos verdaderamente suficientes, por sí mismos<sup>21</sup>, para hacer insignificante aquella probabilidad. Cuanto más se les exija (es decir, cuanto más riesgo asuman) mayor incentivo tendrán a cuidar su dinero y eso es bueno para ellos y para todos.

Además, y para no pecar de ingenuos, al igual que con ello se evitan los *tail risks* en las probabilidades de quiebra, serán necesarias otras medidas (separación o aislamiento de la banca comercial y de inversión, límites severos al apalancamiento, mayor supervisión) para prevenir y evitar que los gestores de esos bancos con mayor capital inviertan en actividades de alto riesgo marginal (*tail risk* en su negocio) para tratar de obtener rentabilidades propias de otro tipo de negocios menos básicos que el de banca.<sup>22</sup>

<sup>21</sup> En esta línea, el denominado capital contingente con desencadenante elevado (es decir, la deuda que se convierte en capital en cuanto el colchón exigible desciende de su nivel aconsejable) y la propia deuda amortizable en caso de quiebra (*bail in debt*) pueden y deberían jugar un papel importante.

<sup>22</sup> Además, el Informe Vickers es un excelente alegato para entender que, si bien la estabilidad financiera no puede salir gratis (no solo a los accionistas de los bancos sino también a la sociedad en su conjunto), su existencia es un factor de

Que la mejor ayuda para facilitar la *resolución* de un banco en crisis pasa, más que por los llamados *living wills*, por reducir la complejidad de las estructuras de grupo como un requisito más para el ejercicio de la actividad bancaria. Y es que es bien sabido que buena parte de esa complejidad no obedece a razones fundamentales de eficacia operativa, sino a meras decisiones oportunistas para promover arbitrajes fiscales o regulatorios, propios o ajenos.

No obstante, es más que probable que las entidades bancarias, aún dominadas por los gestores que ni vieron venir ni supieron gestionar la crisis, prefieran otras soluciones, defiendan el ensanchamiento de las potestades de las autoridades de *resolución* (incluido el *bail in* estatutario) y los testamentos vitales como las herramientas más eficaces para el futuro, y nos conjuren contra los males, en términos de encarecimiento del crédito, de exigirles más capital, menores riesgos y menos complejidad. Veremos si reguladores sucumben a sus presiones..., al menos, hasta la siguiente crisis.

## BIBLIOGRAFÍA

### COMITÉ DE BASILEA:

“Resolution policies and frameworks - progress so far – julio 2010”

“Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring – diciembre 2010”

“Basel III: A global regulatory framework for more resilient Banks and banking systems – diciembre 2010”

“Global systemically important Banks: assessment methodology and the additional loss absorbency requirement – julio 2011”

“Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements (2010)

### Financial Stability Board

“Effective resolution of systemically important financial institutions – 19.7.2011”

competitividad para el sistema que la incorpore.



Otros

“ANAT R. ADMATI; PETER M. DEMARZO; MARTIN F. HELLWIG; PAUL PFLEIDERER (2010)

Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is *Not* Expensive.”

“ENRICO PEROTTI; LEV RATNOVSKI; RAZVAN VIAHU

Capital Regulation and tail risk (2011).”

“ACHARYA VIRAL (2003)

Is the international convergence of capital adequacy regulation desirable?

“ACHARYA VIRAL. MATTHEW RICHARDSON (2009)

Restoring financial stability. How to repair a failed system.”

“MARK FLANNERY (1989)

Capital regulation and insured Banks.”

“RAFAEL REPULLO (2004)

Capital requirements, market power and risk taking in banking.”



## PARTE III

# I. CRISIS FINANCIERA, BANCA Y CONVERGENCIA CONTABLE

Jorge Pérez Ramírez<sup>1</sup>

### RESUMEN

Tras cada crisis financiera los esfuerzos renovadores han influido en el ritmo del cambio contable. En la crisis subprime, la naturaleza global del mercado de capitales ha mostrado la necesidad de acelerar los proyectos de convergencia de la información financiera preparada para los participantes en este mercado. La mejora de la confianza en el sistema financiero mundial también incluye la relativa a la información financiera suministrada por las entidades que captan recursos financieros en los mercados de capitales.

No obstante las controversias y dificultades, desde 2008 los proyectos de convergencia contable relacionados con los instrumentos financieros, el valor razonable y la consolidación –sin duda los más relevantes para la industria financiera y en los que se evidenciaron mayores deficiencias durante la crisis- han avanzado y alcanzado un elevado grado de consistencia que, sin duda, contribuirá a una más relevante y transparente información financiera preparada para el mercado de capitales, con independencia de la localización geográfica del emisor. Pero las dificultades de la convergencia también están relacionadas con las debidas a intereses distintos a los de la sociedad considerada en su conjunto. En la historia financiera, incluida la más reciente, abundan los ejemplos de información financiera preparada persiguiendo objetivos y metas personales -que no son los de la

contabilidad- que engendraron abusos a los que no se prestó la debida atención, pero que contribuyeron a perturbar a los mercados y con ello al riesgo sistémico, como por ejemplo el retraso en el reconocimiento de pérdidas o la ocultación de endeudamiento mientras los ejecutivos del banco recibían sustanciosas compensaciones. En definitiva, de poco servirá la convergencia contable cuando las deficiencias sean debidas a actuaciones profesionales frívolas e irresponsables, que desvían la contabilidad de su espíritu y del propósito social que con ella se persigue para hacer los mercados de capitales más eficientes. En cualquier caso, aun cuando los estados financieros puedan proveer de la indispensable transparencia y rigor económico y financiero para inversores, analistas, reguladores y otros participantes en los mercados de capitales, debe tenerse siempre presente sus inevitables limitaciones –estar basados en apreciaciones subjetivas y en la confianza ilimitada de previsiones económicas sobre el futuro - así como, por las propias características de la naturaleza humana, los fuertes intereses personales de todos los actores involucrados en el proceso de fabricación y verificación de los datos financieros mostrados.

Desde finales del siglo XIX, las crisis financieras en el mundo occidental comparten como elemento precursor de todas ellas algún tipo de novedad por la que se consideró que el mundo entraba en *una nueva era* que justificaba la expansión del crédito y a la que después se culpó de la crisis. En este sentido, la crisis que se evidenció a partir del verano de 2007 fue esencialmente igual. De la misma manera, en todas las crisis los observadores encuentran un amplio rango de factores y causas financieras de la crisis que incluyen desequilibrios

<sup>1</sup>. Jorge Pérez Ramírez es Doctor en Economía con premio extraordinario de doctorado, jefe de la División de Normativa Contable del Banco de España y profesor asociado de economía de la empresa y contabilidad de la UNED. Este trabajo se ha beneficiado de los comentarios recibidos de Alejandra Bernad; las opiniones vertidas representan exclusivamente el punto de vista del autor.



macroeconómicos, de la balanza de pagos, y siempre la regulación contable. En efecto, tras cada debacle financiera, la demanda de cambios en los criterios contables ha sido una constante en la historia del mundo occidental; incluidos los gritos, protestas y demandas de soluciones urgentes y rápidas. Esta vez, tampoco ha sido diferente. Aun cuando nadie bien informado ha culpado nunca a la contabilidad de los desastres financieros ocurridos, y especialmente los bursátiles, los esfuerzos renovadores tras cada crisis financiera han influido en el ritmo del cambio contable.

Sin lugar a dudas, los cambios en los criterios contables se han producido, casi siempre, como un proceso en que, en cada momento, los encargados de elaborar las normas se enfrentaban a problemas que exigían soluciones rápidas, por lo que no es de extrañar que buena parte de las nuevas propuestas contables suelen venir de los Estados Unidos, por una doble razón: de un lado, tener unos mercados de capitales más desarrollados y sofisticados que el resto del mundo y sometidos a continuas innovaciones (*v.g.* derivados financieros, titulizaciones, etc.) y, de otro lado, a los colapsos financieros y bursátiles sufridos por el país tras los cuales siempre ha quedado una sensación de que parte de la debacle se debía a las deficiencias contables y de información.

La globalización de los mercados de capitales junto con el papel cada vez más relevante de los grupos financieros multinacionales en muchos negocios tiene una influencia indudable en la sociedad. Desde el punto de vista de la información financiera, la complejidad con que se gestionan las operaciones financieras internacionales, con diferentes regulaciones legales, fiscales y, frecuentemente, también contables, crean desventajas no solo de unos países frente a otros sino también de unos usuarios frente a otros, al necesitarse analizar más cuidadosamente la información financiera suministrada. El reto esta vez será encontrar unos criterios contables que aborden la complejidad con que hoy en día se desarrolla el mundo de los negocios, y además que sean válidos y aceptados universalmente. El anuncio de un plan de convergencia contable mundial es el objetivo lógico.

La convergencia entre la regulación contable internacional (IFRS), obligatoria para los emiso-

res en los mercados de capitales de la Unión Europea desde 2005, y la de los mercados de capitales de EE.UU (US GAAP) ha sido un objetivo de la SEC y los reguladores contables (IASB y FASB) durante muchos años<sup>1</sup>. Desde 2002 (*Norwalk Agreement*) el FASB y el IASB comenzaron a mostrar un interés positivo en desarrollar un programa de normas contables compatibles y en 2006 firmaron un compromiso<sup>2</sup> (*Memorandum of Understanding: MoU*) con vista a beneficiar a los usuarios de estados financieros en los mercados internacionales de capitales y evitar los riesgos que pueden producirse por utilizar distintos marcos de información financiera, incluido un compromiso para desarrollar algunas normas de manera conjunta, como la de combinaciones de negocios, registro de ingresos, etc. Desde entonces, y más aún tras desencadenarse la crisis en 2007, el proyecto de convergencia ha sido sucesivamente re-adaptado.

Como consecuencia de la ola de fraudes contables y de auditoría desatados en los EE.UU al declinar el siglo XX e iniciarse el XXI, surgió un vivo debate sobre si el estilo de los US GAAP basados en reglas (*i.e.* con amplias guías y orientaciones respecto de su aplicación) o el estilo del IASB basado en principios (*i.e.* dando unas orientaciones generales y dejando la aplicación práctica al juicio profesional de las entidades y auditores) eran más o menos efectivos para prevenir los fraudes en la información financiera destinada a los mercados de capitales. El debate acerca de la bondad de un sistema de información financiera basado en reglas o en principios no parece destinado a solucionarse mediante la victoria de uno sobre otro; tanto el IASB como el FASB mantuvieron sus posiciones sobre la base de una supuesta superioridad de su sistema sobre el adoptado por el otro. De hecho, la propia SEC en 2003, en un estudio especial requerido por la *Sarbanes-Oxley Act*<sup>3</sup>, concluía

---

<sup>1</sup> International Accounting Standards Board (IASB); Financial Accounting Standard Board (FASB); International Financial Reporting Standards (IFRS); Securities and Exchange Commission (SEC); Generally Accepted Accounting Principles (GAAP).

<sup>2</sup> FASB/IASB (2002) "A roadmap for convergence between IFRS and US GAAP, 2006-2008". Memorandum of Understanding between the FASB and the IASB.

<sup>3</sup> SEC: "Study on the Adoption by the United States Financial Reporting System of a Principles-Based Accounting System." July 2003.



que tanto las reglas como los principios son necesarios, lo que, en opinión de la SEC, requiere un compromiso entre ambas perspectivas. Con ello, la SEC terminó influyendo en que desde entonces las nuevas propuestas contables para el mercado de capitales estadounidense sean menos prescriptivas bajo los US GAAP, y que las diferencias con las IFRS tiendan a reducirse, contribuyendo de esta forma al esfuerzo de convergencia contable que desde que se desató la crisis subprime fue específicamente reclamado por los líderes mundiales desde el G-20.

Sin embargo, los problemas de la convergencia contable no son debidos únicamente a la capacidad o voluntad de los reguladores contables para mejorar las normas existentes o desarrollar unas nuevas. La relevancia de los mercados de capitales supone que, a veces, poderosos grupos de influencia persiguiendo sus propios objetivos presionan e interfieren en el proceso de elaboración de una norma con el fin de ver representados sus propios intereses en la formulación de los requisitos contables que afectan a la preparación de estados financieros de algún sector en concreto. Los ejemplos de este tipo de acciones son abundantes y alcanzan no solo a los bancos y aseguradoras, sino también a los de las empresas petroleras, inmobiliarias, etc. que en no pocas ocasiones, despreciando los intereses de la sociedad en su conjunto, incluso de los inversores, han tratado de inclinar la teoría en su favor a fin de que la norma contable resultase beneficiosa para sus propios intereses personales.

Por su lado, en ocasiones, las autoridades también desean que las normas contables contribuyan a objetivos de política económica, como por ejemplo mitigar o potenciar los ciclos económicos, aumentar la recaudación fiscal e incluso ayudar a algún sector económico que esté atravesando por dificultades financieras. La presión política fue evidente en los EE.UU cuando a principios de 2009, ante el continuo deterioro de las condiciones económicas, la tensión de los balances de los bancos amenazaba su estabilidad. El día 12 de marzo el Congreso reclamaba del regulador contable del mercado de capitales la revisión de ciertas normas que afectaban muy especialmente a los bancos pero también a las aseguradoras y otros

intermediarios financieros. En un inusual y veloz proceso, el día 9 de abril el FASB, con efectos retroactivos sobre los resultados del primer trimestre del año, relajó las reglas de deterioro de los activos financieros, las de transferencias entre carteras y las de estimación del valor razonable cuando el mercado de un instrumento financiero dejaba de ser considerado como “mercado activo”. También en la Unión Europea se había producido una presión similar sobre el IASB cuando, a finales de 2008, ante las presiones de la Comisión Europea, se alteraron las reglas de transferencia entre ciertas carteras de activos financieros, para permitir a los bancos medir al coste amortizado un activo financiero cuando, bajo ciertas condiciones, dejara de negociarse activamente; además, para algunos observadores, el propio proceso legal de adopción de las normas contables para los mercados de capitales de la UE es interpretado como una interferencia política inaceptable.

Por otra parte, la regulación contable se desarrolla para resolver problemas existentes y raramente para anticiparse a los de aparición futura, lo que da lugar a un inevitable desfase regulatorio. El desarrollo de nuevos negocios, los cambios en las prácticas empresariales, así como la inventiva de la denominada “ingeniería financiera” es más acusada en los Estados Unidos que en otros países desarrollados. Por ello, no es de extrañar que el deseo de convergencia contable mundial encuentre resistencias en ese país, también en las autoridades supervisoras del mercado (SEC), por su temor a que el desfase regulatorio pueda ser más largo que lo deseable y, claro, también por la pérdida de influencia que ello supone. Por su lado, las dudas del IASB respecto de las normas contables para los mercados de capitales de Estados Unidos (FASB) tienen que ver con el hecho de que históricamente han transmitido la sensación de prevalecer los criterios sectoriales resultando normas contables inconsistentes. Por ejemplo, en los Estados Unidos existen más de 100 reglas distintas que regulan el registro de los ingresos, la mayor parte de ellas aplicables a sectores específicos o para determinados tipos de contratos, que provocan resultados inconsistentes para transacciones económicamente similares. Por el contrario, bajo las IFRS, las normas de reconocimiento de ingresos



son un reducido número de principios generales, si bien es cierto que excesivamente imprecisos y, en algunos casos, inconsistentes entre ellos.

Desde el punto de vista prudencial, tanto para bancos como aseguradoras y otros intermediarios financieros, la información financiera representa la materia prima cuantitativa de la que se nutre su regulación. Tanto los reguladores contables como los prudenciales realizan una actividad de servicio público. La función de los reguladores contables es que las normas de preparación de la información financiera que sirven para conocer cuál es el rendimiento económico y la posición financiera de un negocio, sean imparciales, transparentes, útiles y relevantes para los inversores y otros agentes participantes en los mercados de capitales. La misión de los reguladores prudenciales es promover la solvencia y la seguridad de las entidades financieras tratando de reducir el riesgo de su colapso. Tanto los inversores como los reguladores prudenciales consideran que la información financiera es un pilar fundamental para sus decisiones y ambos tienen interés en la estabilidad de las entidades y en el crecimiento económico. Sin embargo, en algunas circunstancias, las diferencias de enfoque entre los reguladores contables y los prudenciales han creado conflictos, como por ejemplo el surgido en torno a la pro-ciclicidad del modelo de estimación de pérdidas de las carteras de préstamos bajo el modelo contable de “pérdida incurrida”, si la medición al “valor razonable” contribuyó, o no, a sobrestimar los resultados de los bancos durante la fase alcista del ciclo y a debilitar el sistema financiero en la fase recesiva, o los efectos que la transparencia financiera puede tener sobre la frágil estabilidad de las entidades financieras, especialmente en periodos de crisis de confianza en la salud y solvencia de estas.

La naturaleza global de los mercados financieros se mostró claramente desde el inicio de la crisis subprime. Las demandas para revisar las prácticas y las regulaciones financieras fueron intensas desde el G-20 y el Consejo de Estabilidad Financiera, incluidas la necesidad de mantener normas contables de alta calidad y reforzar y acelerar los esfuerzos de convergencia<sup>4</sup>. Tras varios años desde

que se inició la crisis, parece claro que no fue la regulación contable quien sembró la semilla de la crisis subprime. Pero, al mismo tiempo, también es claro que la crisis evidenció ciertas debilidades de las normas contables y de, en ocasiones, su simplista aplicación práctica. Estas debilidades afectaron a la credibilidad de la información financiera suministrada a los mercados de capitales por los más importantes grupos bancarios mundiales y, en este sentido, sí hubo una contribución negativa de la información contable a la confianza mundial en el sistema financiero. Las más relevantes deficiencias detectadas fueron tanto las relativas a las metodologías y aplicación práctica por los bancos y sus auditores de la estimación de las pérdidas asociadas con las carteras de préstamos, como a la dificultad de estimar el valor razonable cuando los mercados pierden la liquidez y las relacionadas con la creación de ciertas estructuras financieras que, sorprendentemente, quedaron fuera del perímetro de consolidación del grupo y que contribuyeron a crear la denominada “banca en la sombra”.

Desde la primera cumbre de líderes mundiales celebrada en Washington en el otoño de 2008, los reguladores contables internacionales (IASB, FASB) asumieron el compromiso de mejorar la confianza en la información financiera preparada para los mercados de capitales y hacer todos los esfuerzos por mantener normas contables de alta calidad al tiempo que acelerar la convergencia normativa. Esto se alcanzaría centrando los esfuerzos en los proyectos comunes que dieran respuesta a las debilidades manifestadas en la crisis financiera sin menoscabo de los proyectos de convergencia diseñados en su compromiso de 2006 (MoU). El año 2009 fue particularmente relevante en los cambios presentados por los reguladores contables internacionales: IASB y FASB. A pesar del agravamiento de la crisis financiera durante el año -incluidos los primeros síntomas de contagio en el mercado de bonos soberanos- las propuestas y reclamos de reformas y adaptaciones de normas

<sup>4</sup> Desde la cumbre del G-20 en Washington en 2008, todas

las demás cumbres celebradas hasta la fecha (Londres-2009; Pittsburg-2009; Toronto-2010; Seúl-2010) han recogido algún tipo de requerimiento para los reguladores contables. A este respecto puede verse, por ejemplo: “*Leaders’ Statement the Pittsburgh Summit*” September 24-25, 2009”.





contables vinieron no solo de parte de los reguladores de los mercados de capitales, sino también de los reguladores y supervisores prudenciales además de por las autoridades nacionales o supranacionales. Las dos cumbres del G20 celebradas durante el año (Londres y **Pittsburgh**) incluían en sus agendas y comunicados finales distintas peticiones para mejorar la información financiera suministrada a los mercados de capitales.

A lo largo de 2010, dos cuestiones fueron las dominantes en materia contable: los instrumentos financieros y la convergencia internacional. En materia de adopción de normas, durante 2010 más países adoptaron o permitieron el uso de las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS), incluyendo a Brasil, Chile y opcionalmente Japón. Para final de 2011 la lista de países se ampliará con Canadá, desde el primero de enero para las emisoras en mercados regulados y China con estándares nacionales sustancialmente convergentes con las IFRS, Argentina y República de Corea para final de año, y México e Indonesia para 2012. En la Federación Rusa son obligatorias para los bancos y ciertos emisores.

Además de ello, la idea de alcanzar un único cuerpo normativo contable mundial se aproximará cuando finalmente la SEC alcance una decisión respecto a la posible adopción de las IFRS para cualquiera de las emisoras en los mercados de EE.UU, si bien este sueño parece alejarse tanto como aproximarse. En febrero de 2010, la SEC confirmaba su apoyo a un único cuerpo normativo contable para los mercados de capitales mundiales, a la vez que enfriaba la emoción identificando una serie de áreas de dificultad para los EE.UU. Tras esta declaración, en mayo de 2011 la SEC publicaba un documento en el que exploraba distintas aproximaciones para incorporar la regulación IFRS en los mercados de capitales estadounidenses. Sintéticamente, las posibilidades son: a) aplicación total directa (i.e. sin modificación respecto de las normas emitidas por el IASB), o b) uso de las IFRS con algún tipo de proceso de aprobación que podría suponer variaciones respecto de las normas aprobadas por el IASB. La mayor parte de los países, incluidos los pertenecientes a la Unión Europea, aplican las IFRS bajo la segunda de las posibilidades. Aun cuando la opción de presentar

la información financiera bajo IFRS es reconocida en los EE.UU para ciertas entidades emisoras, el escenario más realista es que las autoridades estadounidenses van a tomarse suficiente tiempo antes de adoptar unas normas contables únicas, y ello por diversas razones, algunas de las cuales comentamos más adelante.

La incorporación de las IFRS al sistema de información financiera de los mercados de capitales estadounidense tendrá efectos considerables no solo en términos de esfuerzo de los preparadores de la información sino también de las potenciales consecuencias financieras. Problemas como el efecto del cambio en los contratos de préstamos con cláusulas de incumplimiento (*covenants*) basados en US GAAP, o en los planes de remuneraciones, pensiones y contratos de arrendamiento basados en las mismas normas pueden ser muy relevantes. Pero tampoco debe infravalorarse el esfuerzo humano que supondrá la necesidad de una relevante transformación en la formación y entrenamiento de profesionales, incluidos la incorporación de programas en las universidades, además del efecto que el periodo transitorio producirá en los participantes en ese mercado de capitales. Sin olvidar los efectos sobre las normas de gobierno corporativo en los EE.UU. Por ejemplo, la *Sarbanes-Oxley Act* requiere que las emisoras tengan un “Comité de Auditoría” y que al menos uno de sus miembros sea experto cualificado en contabilidad. Esta regla precisa que la educación y experiencia necesaria en contabilidad debe haber sido previamente adquirida, lo que no va a resultar sencillo para las miles de entidades nacionales emisoras en los mercados de capitales de los EE.UU. En definitiva, el deseo de convergencia contable reiteradamente manifestado por los países del G20 desde septiembre de 2008, por distintas razones no encuentra la respuesta satisfactoria que algunos desearían.

Por su lado, el regulador internacional emitió una norma en 2009 (IFRS 9) que preserva el modelo dual en el tratamiento de los instrumentos financieros, mientras que el regulador estadounidense publicó un borrador que proponía un único criterio de medición para estos elementos: fair value. Esta reacción del FASB de alguna forma cuestionaba la idea de convergencia hasta que una



nueva propuesta de junio de 2011 consideraba la posibilidad de una cartera de instrumentos financieros medidos a “coste amortizado”. En todo caso, la cooperación entre los reguladores contables continúa y una buena cantidad de proyectos comunes avanzan con el objetivo de alcanzar una mayor convergencia entre ambos estándares para finales de 2011; todo ello sin menoscabo de que la SEC concluya su propia decisión respecto de la posibilidad de utilización de las IFRS por parte de emisoras estadounidenses.

## 1. INSTRUMENTOS FINANCIEROS

### 1.1. Medición y valoración

El modelo mixto de medición de los instrumentos financieros (valor razonable, coste amortizado) ha sido durante los últimos años fuente de relevantes controversias entre la comunidad financiera, los reguladores bancarios y los preparadores de estados financieros. El debate se intensificó al iniciarse la crisis durante el verano de 2007 cuando una estricta y simplista interpretación del valor razonable amenazaba con reducir a mínimos el valor contable de algún tipo de instrumento financiero cuyo mercado de negociación habitual prácticamente desapareció.

Al comienzo de la crisis, la respuesta del IASB a la incesante presión de la UE para que resolviera las dificultades surgidas en ciertas categorías de instrumentos financieros, fue anunciar un proyecto de reforma de una de las normas de instrumentos financieros (IAS 39) en tres fases: i) clasificación y medición, ii) deterioro y, iii) coberturas contables. Para la primera fase, la propuesta contable se sustenta en la medición y presentación de los activos financieros sobre la base del modelo de negocio de la entidad y las características básicas del instrumento:

- a) Coste amortizado: para instrumentos que esencialmente tienen características financieras de “préstamos” y se gestionan sobre la base de su rendimiento contractual.
- b) Valor razonable: Resto de instrumentos financieros, incluyendo los derivados y

los instrumentos compuestos (tradicional mas derivado)

La primera fase (IFRS 9) fue aprobada y emitida a tiempo para su aplicación en las cuentas anuales de 2009. La no adopción (pero sin rechazo) de esta norma por la UE fue el resultado, por una parte, de la falta de información respecto de las fases pendientes y, de otro lado, de las críticas de algunos estados miembros respecto de si la propuesta incrementaría las mediciones al valor razonable en algunas entidades (bancos y aseguradoras esencialmente). Los pasivos financieros, que se esperaba estuviesen incluidos en la primera fase, quedaron finalmente rezagados a la espera de encontrar una solución satisfactoria para el tratamiento de los cambios de valor razonable de los instrumentos emitidos, debidos al riesgo de crédito propio. Finalmente, el IASB aprobó el tratamiento de los pasivos financieros que incluye una opción para su registro a valor razonable en cuyo caso los cambios debidos a riesgo de crédito propio del emisor deben ser incluidos dentro del patrimonio.

En los EEUU, la presión de las autoridades para que el impacto de la crisis no fuera amplificado por las normas contables, forzó al FASB en la primavera de 2009 a cambiar precipitadamente el tratamiento del deterioro de ciertas carteras de instrumentos financieros lo que sin duda relajó la presión a la baja sobre las cuentas de resultados de relevantes entidades financieras de aquel país. Posteriormente, el FASB inició un proceso de revisión de sus normas de instrumentos financieros. La propuesta final se espera para la segunda mitad de 2011 (clasificación, medición y deterioro) dejando pendiente para más adelante el tratamiento de las coberturas, pero su adopción final no se ve posible para las cuentas anuales de este mismo año. Hasta donde conocemos al redactar estas líneas, la propuesta va a converger con la del IASB, aun cuando el borrador que presentó en 2010 propone dos clasificaciones primarias divergentes con las de IASB:

- a) Valor razonable con cambios en resultados. Esta categoría sería la categoría por defecto para todos los instrumentos financieros,



incluidos los préstamos (a menos que se cumplan determinados criterios). Todos los derivados y los instrumentos de capital caerían en esta categoría.

- b) Valor razonable con cambios en patrimonio. Esta categoría permitiría a una entidad reconocer los cambios de valor razonable dentro del patrimonio si su modelo de negocio y la intención es recuperar o entregar los flujos de caja contractuales y no su venta o liquidación. El importe reconocido en patrimonio excluiría la parte atribuible a deterioro por riesgo de crédito (en el caso de los activos financieros) que se imputarían en resultados.

Dos excepciones relevante son el tratamiento para los *core deposit* (depósitos estables de los bancos) y los instrumentos de deuda emitidos. Los *core deposit* podrían ser inicial y posteriormente medidos por su valor actual utilizando un tipo de descuento que considere el coste del servicio prestado. Un efecto de este criterio incluye la posibilidad de reconocimiento de activos intangibles. Para el caso de los instrumentos de deuda emitidos, la entidad tendría la opción de medirlos a coste amortizado si su gestión está vinculada con la liquidación de sus flujos contractuales mejor que con su recuperación (v.g. amortización anticipada).

Dos cambios relevantes en la presentación de los instrumentos financieros formaban parte de la propuesta del FASB. El balance presentará en una línea el valor razonable de los instrumentos financieros, desglosado desde su coste amortizado. Para el caso de un activo financiero que sea un préstamo:

Coste amortizado	xxxx
Menos ajustes por deterioro	(xxxx)
+ / - Ajustes de valor razonable	xxxx
<b>Saldo neto</b>	<b>xxxxx</b>

El segundo cambio que el FASB propuso pretendía que la cuenta de Resultado Global (Pérdi-

das y Ganancias + reconocidos directamente en patrimonio) pase a ocupar un lugar prominente en la información financiera, en perjuicio de la cuenta de resultados que, en la práctica, quedaría reducida a una mera métrica para estimar las *ganancias por acción*. Las diferencias entre la propuesta del IASB y la de FASB son ciertamente importantes.

## 1.2. Deterioro de los activos financieros: el riesgo de crédito

La cobertura del riesgo de crédito, tanto bajo el modelo del IASB como la del FASB ha sido históricamente el modelo denominado “*pérdida incurrida*”. Bajo este modelo los bancos estiman sus provisiones por riesgo de crédito cuando existe una evidencia de deterioro, este es probable (+50 por ciento) y puede ser razonablemente estimado. Tras el inicio de la crisis distintos organismos (particularmente el G-20 y el Consejo de Estabilidad Financiera) señalaron que durante las épocas de expansión crediticia, el modelo de estimación de “*pérdida incurrida*” para el riesgo de crédito estimaba un nivel de cobertura insuficiente para absorber las pérdidas que se manifestaban cuando el ciclo económico cambiaba de signo, por lo que tendía a exacerbar la pro-ciclicidad del sistema financiero. Estos organismos sugirieron reemplazar el modelo de “*pérdida incurrida*” por uno más dinámico en el que los bancos estimasen las necesidades de cobertura del riesgo de crédito basados en su experiencia a largo plazo y considerando los ciclos económicos.

Tras la crisis, el FASB continuaba insistiendo en el modelo de “*pérdida incurrida*” (evidencia objetiva de deterioro); por el contrario, el IASB más sensible a las críticas vertidas desde el G20 proponía en noviembre de 2009 un modelo de estimación del deterioro sustentado en las pérdidas futuras esperadas, implícitas en las primas de riesgo de los activos financieros en el momento de su emisión. Las pérdidas así estimadas debían ser distribuidas a lo largo de la vida esperada del activo, corrigiendo los intereses devengados y por tanto afectando directamente al margen financiero. Las críticas vertidas a la complejidad del modelo del



IASB y a la falta de sensibilidad del FASB estimularon la búsqueda de convergencia entre ambos de manera que en mayo de 2011, ambos informaron del desarrollo de un nuevo modelo común de estimación del deterioro de los activos financieros. Informalmente es conocido que el nuevo modelo supondría distribuir los activos financieros sujetos a deterioro en tres grandes categorías (bucket) que determinan el importe y momento en el que el deterioro por riesgo de crédito debe ser reconocido:

- a) Categoría 1: Comprendería los activos financieros que, mientras no estén afectados por eventos observables que directamente afecten a sus expectativas de flujos futuros, están afectados por las condiciones macroeconómicas generales. Las entidades deberán registrar para esta categoría las pérdidas esperadas a nivel de cartera para los próximos 12 meses (estimadas en el inicio) más cualquier cambio que se produzca en estas.
- b) Categoría 2: Incluiría activos financieros que están afectados para eventos observables que directamente les afectan, aun cuando no se haya aun identificado ningún incumplimiento en activos individuales. El deterioro se imputaría a nivel de cartera en su totalidad.
- c) Categoría 3: Recogería activos financieros para los que las pérdidas por riesgo de crédito pueden ser individualmente atribuidas, que deben estar cubiertas en su totalidad.

### 1.3. Coberturas financieras y Acuerdos de Netting

Durante la crisis también se puso de manifiesto la complejidad de la propia regulación contable de los instrumentos financieros, incluida la asociada al tratamiento de las coberturas financieras como contables, dificultando con ello su aplicación práctica. Ambos reguladores pusieron a consulta en diciembre de 2010 una propuesta que, en esencia, no altera la regulación vigente sino que relaja los

requisitos, alineándolos con la forma en que se gestionen los riesgos ampliando el rango de los elegibles y suavizando los requisitos de efectividad de las coberturas. La cobertura de carteras de instrumentos financieros (macro-coberturas) quedó fuera de la propuesta y, de acuerdo con los propios reguladores, para ser desarrollada una vez que el modelo general de coberturas esté completo.

Por último, es preciso destacar la falta de consenso entre ambos reguladores en materia de presentación compensada de instrumentos financieros: *Netting*. Bajo la regulación FASB, el valor razonable de los instrumentos derivados negociados con una misma contraparte sujetos a un acuerdo de liquidación conjunto (Acuerdos de *Netting*) pueden ser presentados en el balance por su posición neta. Bajo la regulación del IASB, la presentación neta de instrumentos financieros negociados con una misma contraparte requiere además del acuerdo que exista la intención de liquidar los contratos por diferencias. Después de considerar las respuestas recibidas por los reguladores a un proyecto conjunto presentado en enero de 2011, con una fuerte oposición por parte de los inversores estadounidenses, no fue posible alcanzar un acuerdo convergente de manera que ambos reguladores han decidido mantener su propio criterio. Por lo general, ello supone que bajo IFRS se presentan en el balance más instrumentos financieros que bajo FASB, y por ello, “*ceteris paribus*”, una ratio de apalancamiento superior.

## 2. VALOR RAZONABLE

El debate sobre la relevancia y utilidad de un modelo de información financiera mixto es antiguo. La existencia de requerimientos de medición contable basados en el coste de la transacción (i.e. coste histórico) junto con una amplia variedad de aproximaciones para definir el valor económico actual, tanto en el momento inicial como posteriormente, supone un rango de medición de los activos y pasivos demasiado amplio. Históricamente no se valoraron las virtudes de medición contable basadas en el “valor razonable”, en parte debido a las limitaciones prácticas para su estimación. Sin embargo, desde hace unas décadas, el



uso de derivados para gestionar los riesgos financieros (tipos de interés y de cambio especialmente) junto con la mayor facilidad para acceder a información relevante de mercado, además de los avances experimentados por la teoría financiera, han evidenciado la pérdida de relevancia de una información contable basada en el coste histórico y la mayor del valor razonable, no solo para los administradores, sino sobre todo los más relevantes usuarios de estados financieros: los inversores. Como consecuencia, se ha producido un incremento de los requerimientos de medición e información contable basados en el valor razonable.

El debate sobre el uso del valor razonable en la información financiera, fundamentalmente en el balance, no ha sido menor. En estos últimos años, ha sido frecuente encontrar artículos, también en revistas muy especializadas, que mostraban una inusual beligerancia, a favor y en contra, del valor razonable. El debate se acaloró más con las primeras señales de la crisis actual (verano de 2007) acusando a este criterio de medición, en unos casos de “no fiable” en otros de “crear volatilidad” e incluso algunos pocos hasta de ser el “responsable” de la crisis. A pesar de que nadie ha aportado evidencias concluyentes que demuestren que determinados comportamientos económicos (v.g. concesión de hipotecas *subprime* en los EE.UU) fueron causados por los requerimientos de informar sobre los cambios de valor razonable, el coro de quejas ha estimulado una mayor atención a esta relevante cuestión.

En los EE.UU, la mayor parte de los inversores, así como otros relevantes usuarios que utilizan los estados financieros de las entidades emisoras para tomar decisiones de inversión, argumentaron, en un informe para el Congreso preparado por la SEC en 2008, que una información basada en el coste histórico les impedía conocer el impacto en la entidad de ganancias o pérdidas económicas asociadas con los cambios de valor de los activos y pasivos<sup>5</sup>. Muchos comentarios reclamaban más informaciones en el balance basadas en el valor razonable para poder conocer mejor la situación

real de las entidades y además de manera temprana, para poder reaccionar. Otros en cambio argumentaron que el valor razonable creaba *pro-ciclicidad* debido a que la información financiera tiene efectos directos sobre la economía y puede potencialmente causar perjuicios, en clara oposición respecto de quienes calificaron la recesión japonesa de los años noventa como la *década perdida* para referirse a que era la falta de transparencia en los estados financieros de aquel país lo que evitaba a los bancos reconocer las pérdidas en carteras de préstamos con una muy cuestionable calidad crediticia, facilitando de esa manera la ocultación de su situación económica y financiera.

Desde el inicio de la crisis financiera, tanto el FASB y el IASB como la propia SEC, han estado sometidos a una fuerte presión por parte de grupos opuestos al valor razonable al que atribuían culpabilidad en la génesis de la crisis. Las condiciones vividas en los mercados financieros mundiales durante la segunda mitad de 2007, y buena parte de 2008, sin precedentes en la historia económica de occidente, causaron ciertamente dificultades para la aplicación en ciertos aspectos del valor razonable. El mercado financiero de algunos activos sufrió un sustancial descenso en el volumen de negocio habitual, y en algún caso llegó prácticamente a desaparecer. Sin embargo, las posiciones de balance medidas a valor razonable en la mayor parte las instituciones que recibieron ayudas y las que finalmente colapsaron eran muy limitadas.

No obstante todas las controversias, tanto el FASB como el IASB están firmemente convencidos de que el valor razonable representa la mejor medición contable, como mínimo para los Instrumentos Financieros, pensando en una información financiera que contribuya a mejorar la asignación de recursos, y con ello la eficiencia, en los mercados de capitales. Tanto el IASB como el FASB trabajan bajo este postulado. En noviembre de 2006, FASB publicó su norma sobre estimaciones basadas en el valor razonable (SFAS 157) que era aplicable desde noviembre de 2007. En mayo de 2011, IASB publicó una norma respecto de idéntica cuestión: IFRS 13. La norma de IASB es, en su mayor parte, consistente con los requerimientos de FASB

<sup>5</sup> SEC Release nº 33-8975, “*Report and Recommendations Pursuant to Section 133 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008: Study on Mark-to-market Accounting*”. December 2008.



Al igual que la norma estadounidense, la intención de la norma del IASB respecto del valor razonable, no es requerir un aumento de mediciones contables sobre la base del valor razonable sino ofrecer una guía y jerarquía para su aplicación. El objetivo es ordenar la diversidad de reglas e interpretaciones que a lo largo de las IFRS hacen referencia a la estimación basada en el valor razonable. La necesidad de estimar el valor razonable afecta, con mayor o menor alcance, a los instrumentos financieros, los contratos de construcción, el reconocimiento de ingresos, los contratos de arrendamiento, las propiedades de inversión, los pagos basados en instrumentos de capital, las combinaciones de negocios, los activos intangibles, los beneficios post-empleo, los activos no corrientes en venta, las actividades agrícolas, y la estimación del deterioro de los activos. Sin embargo, cada una de estas normas ofrece diferentes, y en ocasiones muy limitadas, orientaciones sobre como estimar el valor razonable. La intención de la IFRS 13 es proporcionar un conjunto de orientaciones para cumplir con los requerimientos de estimación del valor razonable. Pero sin incorporar ningún requerimiento adicional de estimación al valor razonable, ni eliminar las excepciones a su aplicación (v.g. cuando para el caso de activos biológicos, la entidad es incapaz de estimar en el inicio un valor razonable fiable). No será de aplicación tampoco a elementos del balance que deben ser medidos con criterios muy similares al valor razonable, pero distintos, como por ejemplo las existencias, cuando deben ser medidas al *valor neto de realización*, o la estimación del deterioro de activos no financieros, cuando se utiliza el *valor en uso*.

Como parte del trabajo desarrollado por el IASB en la preparación de la IFRS 13, y en respuesta a las recomendaciones del G-20 motivadas por la crisis financiera, en 2008 se creó un “Panel Asesor de Expertos” con el objetivo de analizar cómo mejorar la medición e información de los Instrumentos Financieros cuando su mercado de negociación deja de, o no puede, considerarse “mercado activo”, y cómo fortalecer las metodologías de estimación y la incertidumbre asociada con las mediciones. En definitiva, la norma del IASB, inspirada en la norma estadounidense, está fortalecida con las recomendaciones del grupo de expertos y la experiencia ganada con la crisis

financiera, recogida en un documento especial publicado en octubre de 2008 sobre medición a valor razonable cuando los mercados dejan de ser activos.

### 3. CONSOLIDACIÓN Y TITULIZACIONES

La historia financiera ha demostrado una y otra vez a quienes olvidan sus lecciones que cuanto mayor es el riesgo, mayor es la probabilidad de pérdidas. No es sorprendente que en una época de fácil y barata financiación hubiese una fuerte expansión crediticia y que los bancos diseñasen estructuras financieras que hicieran creer que el riesgo del banco había desaparecido. Lo sorprendente es que hubiese tantos que lo creyeran; y ello a pesar de que se diseñaran múltiples estructuras financieras, acuñado nuevos términos financieros y otorgado elevadas calificaciones crediticias. El modelo de “originar préstamos para distribuirlos después”, fue considerado por algunos como una forma eficiente que tenían los bancos para repartir los riesgos; la distorsión de incentivos que ello supuso llevó a que, en muchos casos, el originador del préstamo no fuese ni siquiera el propio banco. Este tipo de estructuras, poco o nada capitalizadas, fueron promovidas por casi todos los grupos bancarios y algunos de ellos, argumentando que actuaban sólo como “agentes”, y que por tanto no las controlaban, las excluyeron de sus balances consolidados. Cuando, a partir de la primavera de 2007, las circunstancias cambiaron, la naturaleza de su verdadera función arrastraría a muchos de los bancos que las promovieron y no las integraron en sus balances; desde ese momento las autoridades supervisoras comenzaron a referirse a ellas como “banca en la sombra” o “estructuras financieras fuera de balance”. Como resultado, desde el G-20 se demandó de los reguladores contables internacionales que revisasen sus normas con el ánimo de incrementar la transparencia respecto de los riesgos a que los inversores están expuestos, tanto al invertir en estas estructuras financieras como en las entidades que las crean o promueven.

En 2009 el FASB modificó sus requerimientos para considerar las denominadas “entidades de interés variable” como consolidables o no, de manera que en estos momentos las normas de conso-



lidación de ambos reguladores están muy próximas. No obstante, la intención de ambos es incrementar la convergencia de manera que la futura norma cubra todo tipo de entidades y estructuras. Durante 2010, por efecto de la aplicación del SFAS 166, muchas estructuras financieras creadas en los EE.UU para titular préstamos volvieron a los balances de las entidades que generaron los préstamos. Más aun, las exigencias de retención de un mínimo nivel de riesgo (5%) por parte de la SEC para permitir su admisión a negociación, prácticamente garantizará la obligación de consolidación de las futuras titulaciones en aquel país. Para los bancos esto supondrá un menor atractivo hacia este tipo de estructuras al quedar minimizada las posibilidades de arbitraje regulatorio. Menos claro es esta posibilidad para las entidades que no estén sometidas a requerimientos de capital prudencial.

En mayo de 2011, para resolver las inconsistencias observadas en la aplicación del concepto “control” de una entidad sobre la base de los derechos de voto, o cuando se actúa como “agente” o bien cuando se mantiene el control sobre determinados activos, hasta entonces dispersas en varias normas, el IASB aprobó una única norma para la preparación de estados financieros consolidados (IFRS 10), que sustituye a las previas (IAS 27 y SIC 12). También en mayo de 2011 veía la luz otra norma (IFRS 12) cuyo objetivo es mejorar las informaciones relativas a la naturaleza de las inversiones de una entidad, y los riesgos asociados, relacionados con entidades bajo control (consolidadas), bajo influencia significativa (asociadas), control compartido (multigrupo) o bien relativas a estructuras o entidades no controladas (no consolidadas) pero en las que mantiene una posición, contractual o no, de manera que expone a la entidad a las variaciones debidas al rendimiento económico de estas.

#### 4. ¿QUÉ HACER EN EL FUTURO DESDE LA CONTABILIDAD?

La crisis ha sido a escala mundial y claramente ha demostrado la fuerte conexión entre los mercados de capitales y la economía real. Aun cuando

es obvio que las normas contables no causaron la crisis, ésta si ha revelado algunas áreas deficientes y evidenció los riesgos de una regulación contable balcanizada para unos mercados de capitales cada día más confluyentes. La convergencia contable mundial es deseable porque mejora la comparabilidad de la información financiera entre las diferentes entidades que toman recursos de los mercados de capitales contribuyendo con ello a que todas ellas compitan bajo las mismas reglas de juego (*level playing field*). En cualquier caso, la adopción de nuevos criterios contables no resolverá ninguna deficiencia, cuando estas son debidas a la inobservancia voluntaria de normas, o a lecturas simplistas e interesadas de las mismas, por parte de los responsables de aplicarlas o de vigilar su cumplimiento.

Los instrumentos financieros, el valor razonable, el riesgo de crédito, las titulaciones y sobre todo la transparencia son áreas para las que, sin duda, la crisis ha sido una oportunidad de mejora. La transparencia no es solo una palabra o un mero tópico: es un atributo esencial para el buen funcionamiento de los mercados de capitales. Cuando la confianza en estos se pierde, la respuesta es bien conocida: crisis. En pocas palabras, nuestro sistema económico depende cada día más de los mercados de capitales; no podemos permitirnos el lujo de que nuestra regulación no sea la adecuada, pero es poco realista pensar que, aun así, los riesgos desaparecerán. Creer que llegará un día en que no habrá que preocuparse de los fundamentos que han sido utilizados para preparar unos estados financieros, o que exclusivamente con las cifras del balance o de la cuenta de resultados, individuales o consolidadas, pueden alcanzarse interpretaciones correctas y concluyentes respecto de lo que está pasando es, sencillamente, ingenuo. Además, la innovación financiera y la imaginación humana continuarán desarrollando nuevos productos y estructuras financieras que habrán de combatirse desde el inicio si se desean evitar futuras catástrofes.

En todo caso, no debe perderse de vista que los estados financieros son una información blanda basada en la evaluación de los administradores respecto de las condiciones en que en el futuro se desarrollará la economía y la propia entidad



que suministra la información. La contabilidad, como la economía, no es después de todo ninguna ciencia exacta. Además, continuará existiendo el problema de los incentivos: la integridad, competencia y las motivaciones de los administradores, así como la de los responsables de verificar lo apropiado y fiable de la información financiera suministrada. Un aspecto relevante que precedió al estallido de la crisis subprime en el verano de 2007 fue el hecho de que durante años parecen haber fallado simultáneamente distintos aspectos de la supervisión privada diseñada para el buen funcionamiento de los mercados de capitales. Ni los consejos de administración, ni los auditores externos, ni las agencias de rating, ni los analistas financieros supieron llevar a cabo una evaluación crítica de los estados financieros de muchos bancos e intermediarios financieros para averiguar, por ejemplo, de qué forma sus ejecutivos obtenían el crecimiento de los beneficios año tras año. De hecho, fueron muy pocos los que realmente cuestionaron la práctica de alentar los beneficios a corto plazo en detrimento de la solvencia a largo plazo, o los esquemas de incentivos de muchos bancos basados simplemente en la cifra de resultados del año (*v.g.* bonus, salarios variables, etc.) o en la evolución del precio de las acciones en el mercado (*v.g.* *stock options*), esquemas retributivos

sin duda seductores pero carentes del rigor económico y financiero necesario, en unos casos por ignorarse los riesgos que dejaban en el balance del banco y en los otros casos por atribuirse en periodos de fuertes alzas bursátiles unos resultados que poco o nada tenían que ver con su gestión. Pareciese como que cuando los bancos registran unos resultados contables muy positivos, la tendencia a no cuestionarlos se agudiza, tanto más cuanto más elevados son, y, ante unas elevadas remuneraciones, los administradores, auditores y agencias de rating se vean superados, y quizás incapaces, de decir no a los beneficios que les reporta su trabajo generándose con ello un conflicto de intereses. Sin duda quedan algunas áreas de la contabilidad que necesitarán mejoras importantes en el futuro, incluidas las de potenciar y estimular una evaluación competente de la información que llega al mercado de capitales, para evitar amplios y temerarios descuidos de los fundamentos utilizados al preparar y auditar los estados financieros de los bancos y otros intermediarios financieros en beneficio de las fantasías y las ilusiones financieras. Mientras tanto, las contramedidas más importantes continuarán siendo las mismas: la confianza en el buen trabajo de las instituciones públicas supervisoras y los tribunales.





## II. LA DEFENSA DEL CONSUMIDOR DE PRODUCTOS FINANCIEROS

**Nieves García Santos<sup>1</sup>**  
**Directora de Inversores, CNMV**

### RESUMEN

La primera línea de protección de los consumidores financieros se encuentra en la regulación y supervisión. La justificación de una regulación con el objetivo específico de protección del consumidor financiero es la asimetría de información y de posición del mercado entre los consumidores minoristas y las entidades, o entre aquellos y los grandes partícipes.

Esta asimetría también existe a la hora de la defensa de intereses que se sienten dañados. La presencia de organismos extra judiciales para resolución de quejas y reclamaciones constituye una alternativa apropiada para resolver controversias sin llegar al deterioro de la confianza de los inversores ni al coste de reputación para la entidad que existiría en caso de acudir a un Tribunal de Justicia.

Las nuevas propuestas de regulación hechas en Estados Unidos, Reino Unido y recientemente la OCDE a petición del G20 incluyen la existencia de estos organismos como parte de la estructura necesaria de un régimen de protección completo del consumidor financiero y también incorporan la educación financiera, dada la creciente transferencia de responsabilidad al minorista. Además, las propuestas añaden elementos de regulación de productos a las normas sobre comercialización. También abogan por la creación de organismos con esta responsabilidad en exclusiva. No obstante, la eficacia en el objetivo que se pretende depende en última instancia del rigor en su aplicación y persecución de los incumplimientos.

---

<sup>1</sup> Este artículo expresa de forma exclusiva la opinión de la autora y no debe entenderse necesariamente como representativa del organismo donde presta sus servicios.

### 1. INTRODUCCION

La crisis financiera actual ha sido respondida por un conjunto de medidas, monetarias, financieras y fiscales, decididas por los organismos internacionales para paliar los efectos sobre el sistema financiero y sobre las economías. A ellas siguieron propuestas para corregir los fallos –de mercado y de regulación- que habían contribuido a su generación. Los numerosos análisis señalaron fallos de mercado, especialmente en la alineación de incentivos de las entidades financieras con los de los inversores particulares y con la sociedad. También se diagnosticaron fallos en la regulación y en la supervisión financiera, en la delimitación de ambas a nivel nacional cuando el ámbito de actuación de agentes y los mercados es internacional, y en la ausencia de vinculación de la estabilidad micro financiera con la macro económica.

El énfasis se ha situado en la necesidad de reestablecer un sistema financiero estable, con instituciones solventes y con autoridades capaces.

Las propuestas han ido cerrando lagunas en la regulación, supervisión y en la coordinación (tanto macro-micro como entre organismos nacionales)<sup>2</sup>. Además se ha enfatizado la necesidad de mejorar la transparencia de los intermediarios financieros<sup>3</sup> para conocer el riesgo de sus

---

<sup>2</sup> Ver informe del G30 (2009). Ver las propuestas del Financial Stability Forum y las de su continuador, el Financial Stability Board.

<sup>3</sup> A este respecto es interesante leer los sucesivos comunicados del G20, especialmente los de las Cumbres de Washington, 2008, que estableció los principios para solucionar los problemas detectados y el plan de acción; Pittsburg, 2009, en la que se decidió la creación del Financial Stability Board; y Toronto, 2010, en la que el G20 asume su nuevo papel como foro internacional de cooperación.



posiciones, información imprescindible para la supervisión financiera, de mercado o *inter pares*, o regulada.

También desde un principio se hicieron recomendaciones por diversos organismos internacionales para que se tomaran medidas más directamente dirigidas a la protección de los consumidores, aunque estas no han sido demasiado reiteradas y su aplicación más concreta sólo se ha llevado a cabo en determinados países como Estados Unidos o Reino Unido. En el caso de la Unión Europea, como respuesta a la crisis, las medidas para mejorar la protección del consumidor se han concretado en la revisión y homogenización de los sistemas de garantía de depósitos y de inversiones, con una propuesta para su introducción el sector de los seguros.

Es evidente que toda crisis financiera tiene una repercusión directa sobre el consumidor financiero que puede ver como su ahorro desaparece, en última instancia, si las entidades quiebran. Pero, además, no es infrecuente que las entidades, enfrentadas con la necesidad de mejorar su cuenta de resultados, realicen operativas que impliquen colocar riesgos elevados en los consumidores, frecuentemente sin su consentimiento y sin, ni siquiera, conocimiento.

En esta nota se van a tratar los mecanismos de defensa del consumidor financiero que pueden intervenir cuando este siente sus derechos perjudicados por la actuación de las entidades financieras. Este será el contenido de la sección segunda.

Pero, antes que su defensa, la política debe buscar la protección del consumidor financiero. Este es el objetivo al que se dirige la regulación y supervisión financiera en general y, especialmente, aquella que trata de la información y transparencia. El tercer apartado de esta nota pasa revista a esta cuestión.

Sin embargo, es evidente que la información, por completa y oportuna que sea, no es un mecanismo suficiente para conseguir un marco de protección del consumidor financiero, dado que la falta de conocimiento y los sesgos de comportamiento de este contribuyen a la dificultad de corrección de las asimetrías informativas. La sección cuarta se dedica a las iniciativas recientes di-

rigidas a mejorar el marco regulatorio específicamente orientado a la protección del consumidor financiero.

Por último, esta nota termina con unas breves conclusiones.

## 2. MECANISMOS PARA LA DEFENSA DEL CONSUMIDOR FINANCIERO

Hay instituciones que tienen como objetivo explícito la defensa de los consumidores a nivel particular cuando estos consideran perjudicados sus derechos. Su existencia ha pasado de ser una recomendación a una exigencia en muchos países<sup>4</sup>. En el caso del consumidor de productos financieros, la presencia de estas instituciones ha sido reclamada por el Banco Mundial, por la Comisión europea en las diversas directivas y recientemente por el G20<sup>5</sup>.

Estas instituciones dirigidas a la defensa de los consumidores pueden tener distintas formas legales y de funcionamiento. Asimismo, aunque dentro del fin general de defender los derechos de los consumidores, pueden pretender distintos objetivos, desde establecer un resarcimiento económico a señalar la justicia de la cuestión reclamada; por otro lado, sus resoluciones pueden ser de obligatorio cumplimiento o recomendaciones. También varían las condiciones de membresía (voluntaria u obligatoria) y sus mecanismos de financiación.

Este tipo de instituciones se conocen bajo la expresión de mecanismos de “resolución alternativa de disputas” (ADR por sus siglas en inglés). Tanto la OCDE como la Comisión Europea han señalado cuales deben ser los principios que deben orientar su organización y funcionamiento<sup>6</sup>. En general, se establece que deben ser independientes de las empresas cuyo comportamiento investigan, su fun-

<sup>4</sup> Los artículos 32 a 34 de los Principios de las Naciones Unidas de 1985 establecen la obligación de los Gobiernos de contar con estos organismos y de informar de su existencia a los consumidores, así como de fomentar que las empresas resuelvan las controversias planteadas por los consumidores.

<sup>5</sup> Ver Rutledge (2010) y OCDE (2011).

<sup>6</sup> EC Commission recommendation on the principles for out of court bodies involved in the consensual resolution of consumer disputes. (2001) 310/EC; OECD Consumer dispute resolution and redress in the global market place. OECD 2006



cionamiento debe ser eficaz y justo, y deben dar cuenta y razón pública de su trabajo.

Estos organismos deben facilitar soluciones a reclamaciones de los consumidores, antes de que estos puedan llegar a la vía judicial, aunque siempre queda esta última opción. Los consumidores deben, en primer lugar, buscar directamente en las empresas la solución a su queja y, para ello, las empresas deben contar con procedimientos adecuados. De fallar la vía directa, los ADR constituyen un segundo escalón el proceso de resolución del conflicto. En última instancia, se encuentran los Tribunales ordinarios de Justicia.

Para analizar los distintos tipos de organismos de ADR, es útil considerar el proceso de resolución de conflictos, que transcurre desde que el consumidor trata de resolverlos de forma bilateral con la empresa hasta que, en última instancia, decide recurrir a los Tribunales. En ese proceso pueden intervenir terceras partes (ADR), cuestión que puede ser voluntaria o forzosa. El esquema siguiente recoge todas las alternativas<sup>7</sup> de lo que constituirían los mecanismos de ADR en sentido amplio.

Los mecanismos de ADR empezaría con los de negociación directa entre el cliente y la empresa y seguirían con los que implican la intervención de terceras partes, en los que se incluirían sistemas de mediación, arbitraje, procedimientos para actuaciones pequeñas, acción colectiva y actuaciones para el cese de la actividad.

En sentido estricto pueden considerarse sólo como mecanismos ADR los que suponen una negociación directa con la empresa o la intervención de un tercero, sea mediador o árbitro. De hecho,

estos son los que se describirán en esta sección más adelante, dado que las acciones para causas pequeñas o la acción colectiva conllevarían una actuación judicial, aunque con procedimientos ad hoc, reducidos o simplificados, que los diferencian de la actuación ordinaria de los Tribunales de justicia.

Este esquema simplemente pretende ilustrar las posibilidades que pueden existir en los mecanismos de ADR. No obstante, no importa el mecanismo sino su efectividad para que los consumidores alcancen alguna solución a sus quejas antes de tener que recurrir a la vía judicial.

La existencia de ADR, y sus características, se relaciona con el tipo de sociedad que se desea, que tiene su reflejo en el carácter privado, colectivo o público que se otorga a la defensa de los derechos de los consumidores. Por otro lado, los ADR no sólo contribuyen a la solución de conflictos personales sino que, en base a estos, sirven para establecer recomendaciones a la industria para evitar que se repitan hechos demandados y contribuir a las buenas prácticas. También constituyen un input para los organismos reguladores y supervisores, con los que suelen establecer relaciones aunque, en general, funcionan con independencia de ellos.

Generalmente las empresas desean solucionar los problemas de los consumidores por la vía del acuerdo, ante la posibilidad de sufrir un deterioro de su reputación y pérdida de clientela. De esta forma, muchas empresas se consideran también usuarios de los sistemas de ADR, lo que explica que haya ADR promovidos por la industria y la adhesión de las empresas de forma voluntaria.

No acción	Directo	Actuación Indirecta (terceras partes)				Actuación judicial
	Actuación consensuada	Decisión impuesta				
	Procedimiento voluntario		Procedimiento forzoso			
	Actuación individual			Actuación colectiva		
	Se busca conciliación		Se buscan compensar daños		Se busca cesar la causa	
	Negociación Directa	Mediación / árbitro	Procedimientos para acciones pequeñas	Acción colectiva	Actuación para cese actividad	

Fuente: The Study Centre for Consumer Law

<sup>7</sup> The Study Centre for Consumer Law (2007). Esta idea fue establecida por Sander (1979).



Esta es la causa también por la cual los mecanismos de resolución bilateral –mediante procedimientos internos en las empresas– se consideran parte del sistema de ADR.

### 2.1. Negociación bilateral

Esta vía es la primera que usan los consumidores que, más que defender sus derechos, buscan una respuesta por parte de la empresa, que puede consistir en una compensación monetaria, resarcimiento del daño, pero también puede ser la presentación de una disculpa.

Los consumidores normalmente se dirigen a los propios agentes comerciales para hacer llegar su queja y esperan que la resolución por esta vía sea efectiva. La falta de capacidad de resolución en un proceso que no sea corto ni efectivo constituye un hecho decepcionante para los clientes, especialmente cuando han venido teniendo relaciones con la entidad durante años a través de la misma oficina o del mismo agente comercial; esta falta de atención es un motivo frecuente para abandonar la entidad<sup>8</sup>. Por ello, muchas empresas institucionalizan la atención de reclamaciones, situación que suele ser general en las empresas de servicios financieros, de forma voluntaria o impuesta por la regulación<sup>9</sup>.

El buen funcionamiento de los sistemas de reclamaciones de las entidades contribuye a incrementar la confianza de los clientes y, además, sirve para detectar prácticas no deseables y corregirlas. En todo caso, es preferible solucionar los problemas internamente y evitar una mala publicidad para la empresa.

Sin embargo, hay entidades que tienen un enfoque distanciado de la clientela que les puede llevar, en primer lugar, a no informar de la existencia de mecanismos internos de resolución de reclamaciones y, en segundo lugar, a no resolver el conflicto en un tiempo adecuado. La falta de respuesta es un importante fallo de cualquier sistema de reclamaciones.

Cualquier mecanismo de resolución de con-

flictos implica tener establecido un sistema de recepción de quejas, investigación de hechos y resolución de casos con la respuesta adecuada. Para garantizar los principios que deben respetar los sistemas de resolución de disputas (accesibilidad, justicia, independencia e imparcialidad, rapidez, eficiencia y transparencia), las entidades deben tener personal especializado (que funcione como mediadores, u Ombudsman, ante la propia empresa). A pesar de ello, lo más habitual es que haya un sesgo a favor de las posturas empresariales.

La decisión de la intervención de un tercero podría ser elegida directamente por los consumidores pero también puede deberse a la falta de respuesta adecuada de las empresas. En algunos casos, la regulación impone que se agote la vía de la negociación directa antes de acudir a la intervención de un tercero.

### 2.2. Mediación o arbitraje

La intervención de un tercero puede tomar distintas formas. Los sistemas de ADR pueden dividirse en primer lugar en aquellos que incorporan mediación y los que implican arbitraje.

La mediación consiste en un procedimiento de negociación en el cual una tercera parte neutral interviene para ayudar a las partes a resolver el desacuerdo. El mediador ni propone ni impone, simplemente contribuye a que haya acuerdo. Se considera que la mediación no es una vía adecuada cuando hay mucha asimetría en las partes, lo que es habitual en litigios entre empresas y consumidores.

En el arbitraje, ambas partes en desacuerdo deciden que el caso sea resuelto por una tercera parte, cuya resolución puede o no ser de obligado cumplimiento.

También hay sistemas mixtos; por ejemplo, hay ADR que pretenden en primer lugar la mediación y si esta no es posible se convierten en sistemas de arbitraje, con la misma tercera parte interpuesta. También hay sistemas completamente diferentes, en los que intervienen asesores o “facilitadores” cuyo papel puede ser escuchar y

<sup>8</sup> FSA (2002).

<sup>9</sup> Por ejemplo, tanto en España como en el Reino Unido existe.



dar opinión, pero el logro de acuerdos es bilateral. La casuística es grande<sup>10</sup>.

Los ADR pueden ser privados o públicos. Los de naturaleza privada suelen tener un ámbito sectorial. Los públicos se han establecido o son controlados por autoridades públicas. En ambos casos la participación de las entidades puede ser voluntaria o estar impuesta por regulación.

El hecho de que en muchos casos la regulación sectorial reconozca, recomiende o incluso exija su existencia, supone un reconocimiento de su papel para el ordenamiento económico. Esto es el caso en la industria europea de servicios financieros, cuya mención en las directivas europeas ha pasado de ser una recomendación de su existencia a exigirse a los gobiernos su fomento<sup>11</sup>.

Su uso debe ser libre para los consumidores. Aunque en algunos casos se incluye la provisión de un determinado ADR en las cláusulas de los contratos, estas no deben limitar los derechos de los consumidores de usarlos o no y de acudir directamente a los Tribunales. Sin embargo, es más habitual que el consumidor desconozca de la existencia de estos mecanismos, aunque en la regulación financiera en muchos países se obliga a las entidades a informar de ellos a los consumidores.

La casuística respecto a su funcionamiento es grande. Normalmente los ADR se caracterizan por su escasa formalización procedimental, aunque se respeten los principios generales legales respecto a temas como confidencialidad, evidencia y otras características de los procedimientos orales o escritos. Los ADR resuelven las disputas utilizando la normativa existente, leyes civiles, mercantiles, etc., pero también el principio de equidad. Evidentemente, en los casos en los que haya mediación, hay mayor libertad sobre su aplicación.

---

<sup>10</sup> Muchas veces se denominan estos sistemas como Ombudsman, pero este término tiene en su origen un significado algo distinto. En su primer uso en los países escandinavos, los Ombudsman se referían a la protección general de los consumidores por medio de negociación con las empresas. Posteriormente, este término fue utilizado en países anglosajones refiriéndose a instituciones creadas por iniciativa privada que proporcionaban asistencia en litigios entre consumidores y empresas. Estas instituciones en muchos casos pasaron a ser asumidas por la regulación o directamente a ser reguladas.

<sup>11</sup> Ver García Santos, 2011.

Las resoluciones quedan registradas en el ADR y si las partes llegan a un acuerdo antes de que el ADR emita su informe, este también debe registrarse. En caso de ser un mecanismo arbitral de aplicación obligatoria, esta suele ser exigible de igual forma que una sentencia judicial, aunque hay ADR cuya resolución es de cumplimiento obligatorio para las empresas pero no obligan a los consumidores, que pueden acudir a los Tribunales si no les satisface el resultado.

Las resoluciones varían en cuanto al remedio a aplicar, desde reposición del daño hasta imposición de una multa. No obstante, en el caso de mecanismos arbitrales no obligatorios la resolución puede tomar la forma de recomendaciones a las partes. Si estas no las siguen, se hace necesario acudir a la justicia ordinaria. A pesar del carácter no compulsivo, en un gran porcentaje las partes siguen las recomendaciones de los ADR, independientemente de que estos sean públicos y privados. En este aspecto es importante el prestigio del ADR aunque también influye el deseo de evitar la vía de los Tribunales o el buen efecto reputacional para la empresa de acatar las resoluciones del ADR.

Las características más importantes de los ADR son su independencia e imparcialidad. La independencia se refiere a la relación con las partes, especialmente con la industria, y se debe establecer en la constitución y procedimientos del organismo. La imparcialidad se refiere a cada caso específico, sin tener de antemano sesgo hacia alguna de las partes.

Como ventajas de estos sistemas, hay que decir que son más fácilmente accesibles para los consumidores, menos costosos y más rápidos que los tribunales y pueden conllevar mayor confidencialidad del resultado para las empresas.

Además, en muchas ocasiones estos sistemas de mediación/arbitraje tienen una especialización sectorial con lo que sus resoluciones enfocan mejor la controversia y ello es incluso útil de cara a un uso posterior de la vía judicial. Otra ventaja es que estos mecanismos pueden resultar en un acuerdo de resarcimiento de daños que sería improbable en un Tribunal.

Como inconveniente se puede señalar precisamente su casuística y la no disponibilidad de ellos en muchas entidades, sectores o países. Aunque en



el ámbito de servicios financieros, su existencia es generalizada, y recogida en muchas regulaciones, no hay una homogeneidad de ADR entre países ni, tampoco, en muchos casos, entre subsectores financieros.

Respecto al uso de ARD o de Tribunales, en algunos países son vías alternativas, con carácter secuencial<sup>12</sup> pero en otros el consumidor puede acudir a la vez a ambas. Con todo, el acceso a los Tribunales de Justicia es adecuado cuando la cuantía monetaria en conflicto es elevada o cuando la materia legal es compleja, cuestiones que compensan su mayor lentitud y coste; además, hay que señalar las resoluciones judiciales constituyen un precedente en la materia de litigio.

### 2.3. Los sistemas existentes en Europa

Existen diferentes sistemas de ADR en el ámbito financiero y cada país parece tener un modelo casi único en la combinación de características antes expuestas que vienen influidos por la legislación, civil, procesal, probatoria, etc, por la regulación económica, la organización empresarial y la capacidad asociativa de los consumidores. Además, en algunos países existen varios mecanismos de ADR que se utilizan según las características de la queja (cuantía monetaria reclamada, afectación de más de un cliente, violación de principio normativo, etc).

En los países europeos, la situación varía mucho. Hay países donde funciona un número elevado de ARD con orientación sectorial, como, por ejemplo Alemania, y países donde se han unificado los ADR financieros en uno sólo, como es el caso del Reino Unido. También hay países en los que hay un único ADR para todas las quejas en cualquier ámbito del consumo. Además, hay ADR públicos y privados, con participación voluntaria de la industria. Los resultados también varían desde las resoluciones de obligado cumplimiento, hasta la emisión de recomendaciones, y la partici-

<sup>12</sup> A la vía judicial se puede acudir directamente o tras haber utilizado en mecanismo de mediación /arbitraje, pero una vez obtenida la resolución judicial, no cabría el uso del mecanismo de conciliación.

pación como mediadores en la búsqueda de una solución consensuada entre las partes<sup>13</sup>.

Los sistemas europeos tienen como referencia dos Recomendaciones de la Comisión Europea referidas a sistemas ADR, que establecen los principios que deben respetar estos sistemas para funcionar adecuadamente. La Recomendación de 1998<sup>14</sup> establece los estándares para procedimientos que implican la intervención de un tercero que toma postura respecto a la solución. Considera que deben respetar siete principios: independencia, transparencia, contradicción, efectividad, legalidad, libertad y representación.

La Recomendación de 2001<sup>15</sup> se refiere a procedimientos en los que las partes alcanzan un acuerdo por consentimiento mutuo. Los principios, en este caso, que deben gobernar son los de imparcialidad, transparencia, efectividad y justicia en el procedimiento.

La legislación europea en el ámbito financiero (directivas y reglamentos) ha ido introduciendo artículos que recogen la recomendación/mandato de su existencia, así como de la obligación de informar sobre ello a los consumidores financieros<sup>16</sup>.

El problema de la coordinación internacional y procesamiento de reclamaciones respecto a servicios financieros transfronterizos se ha tratado de resolver mediante una red de ADR, FIN NET, creada en 2001 con este propósito.

Los ADR miembros, pertenecientes al Espacio Económico Europeo, firmaron un Memorando de Entendimiento de adhesión. El acuerdo implica que los ADR de los países miembros de residencia del consumidor se convierten en punto de entrada para las reclamaciones, transfiriéndolas a los ADR correspondientes o informando de estos al consumidor, así como de los pasos que este debe dar.

No obstante, FIN NET tiene varias limitaciones<sup>17</sup>. En primer lugar, existe poco conocimiento

<sup>13</sup> European Commission (2008).

<sup>14</sup> Commission Recommendation 98/257/EC of 30 March 1998 on the principles applicable to the bodies responsible for out-of-court settlement of consumer disputes.

<sup>15</sup> Commission Recommendation 2001/310/EC of 4 April 2001.

<sup>16</sup> Ver Anexos 4 y 5 de European Commission (2008) y García Santos (2011).

<sup>17</sup> Center for Strategic and Evaluation Services (2009).



de su existencia por los consumidores financieros. Una segunda limitación se refiere a la ausencia de ADR en diversos sectores porque no son miembros o porque no existen en el país de origen. También constituye una limitación la heterogeneidad de funcionamiento de los diversos ADR que hace difícil que el ADR que recibe la reclamación sea capaz de informar al consumidor de los pasos que hay que dar. Además, el hecho de que los ADR sólo ofrezcan información en su idioma de origen contribuye a esta limitación en su utilidad.

Como resultado, las quejas que se canalizan a través de FIN NET son escasas, aunque su uso está en línea con las operaciones financieras transfronterizas minoristas, que muestran un desarrollo muy por detrás de la integración financiera a nivel mayorista.

En 2008-2009 la Comisión Europea llevó a cabo una consulta entre distintos participantes en el sector financiero (autoridades, entidades, consumidores y ADR) para ver cómo se podría mejorar el papel de los ADR<sup>18</sup>.

Para mejorar el conocimiento de su existencia, la mayoría aboga por el uso de medidas informativas. Hay menos acuerdo sobre cómo impulsar la creación de ADR donde no existen, variando desde que exista una obligación legal a que se realice una recomendación para ello destacando sus ventajas. Por otra parte, tanto los consumidores, como los ADR y los gobiernos abogan por la participación obligada de las empresas financieras en estos mecanismos, mientras que la industria sostiene su carácter voluntario. Parece haber mayor acuerdo sobre la necesidad de información a los consumidores de su existencia y hay mayoría de los que consideran que debe hacerse en un momento pre-contractual o en el contractual; son los menos los que consideran que sólo hace falta informar en el momento de surgir una reclamación.

Con todo ello, los mecanismos de ADR contribuyen de forma positiva a la defensa de los consumidores, pero antes que llegar a su uso, el consumidor financiero debe beneficiarse de un marco de protección adecuado, establecido en la regulación.

### 3. PROTECCIÓN DEL CONSUMIDOR EN LA REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERA

La existencia de un sistema normativo adecuado y el rigor en la exigencia de su cumplimiento es la mejor protección minorista. De hecho, cualquier regulación financiera señala como su objetivo último la protección del consumidor de productos financieros.

Son elementos esenciales para la protección del consumidor financiero la regulación y supervisión efectiva de las entidades financieras, el cumplimiento de unos principios sólidos de gobierno corporativo por parte de las empresas emisoras, la publicación de información y la firmeza en la aplicación del régimen sancionador.

A parte de las normas de solvencia de las entidades financieras y su supervisión prudencial, juegan un papel determinante la normativa de transparencia e información y las normas de conducta.

Se pueden señalar cinco momentos en el proceso de apelación al ahorro minorista, en los cuales la regulación determina unos niveles de información, transparencia y principios de conducta claves para la protección del consumidor financiero<sup>19</sup>.

En primer lugar, las empresas que hayan apelado al ahorro, emitiendo activos financieros están obligadas a difundir información societaria de forma regular: información económico-financiera auditada, compromisos de la sociedad con sus administradores, cumplimiento de principios de buen gobierno, etc. Esta información tiene carácter periódico, semestral y anual, y se mantiene mientras la sociedad tenga valores en circulación. Además, hay obligación de información obligada de carácter continuo, como la referente a cualquier hecho relevante de la sociedad que pueda afectar al precio de los activos emitidos, y a los cambios en las participaciones significativas en el capital de la empresa, en especial por parte de los principales gestores. Esta información, que debe ser correcta, amplia, precisa y puntual, permite que los inversores puedan valorar las empresas, su actividad y otras circunstancias que inciden sobre el valor de los activos emitidos.

<sup>18</sup> European Commission (2008), (2009).

<sup>19</sup> García Santos (2011).



Por otra parte, se regula también la información que debe proporcionarse en el momento de la emisión de los productos financieros. En muchas jurisdicciones, entre ellas las pertenecientes a la Unión Europea, la emisión de valores de carácter público debe ir acompañada de la publicación de un folleto en el que se incluye información sobre la empresa y sus objetivos de inversión y sobre las características del producto, destacándose sus riesgos. El precio y la forma de colocación son también variables importantes para la protección de los inversores.

El siguiente momento importante para la protección del consumidor financiero se refiere a su relación con una entidad financiera que participa en la canalización de su ahorro hacia algún tipo de producto financiero. Estas entidades financieras ofrecen productos (de ahorro, crédito, seguro o inversión) o prestan servicios financieros, como pueden ser servicios de pago, comercialización de productos, intermediación de órdenes de compraventa, gestión de carteras o asesoramiento financiero.

Las entidades financieras tienen un deber fiduciario respecto a sus clientes que implica que deben actuar de la mejor forma para los intereses de los mismos. La oferta de productos y servicios financieros debe respetar este principio y así está recogido en la normativa financiera en muchas jurisdicciones. En la Unión Europea, la MiFID contiene obligaciones para que las entidades no sólo informen de los riesgos de los productos, y demás características, sino también se cercioren de que son adecuados para los clientes, en función de sus conocimientos, experiencia inversora y objetivos de inversión, para lo cual se definen los pertinentes test<sup>20</sup>.

También en la MiFID se encuentra el principio de “mejor ejecución” que obliga a las entidades a buscar las mejores condiciones en los mecanismos de negociación (mercados regulados y otros mecanismos alternativos) para canalizar las órdenes de los clientes. Exige que las entidades financieras revisen periódicamente la calidad de los diferentes mercados para asegurarse de que las órdenes

de los clientes se envían a los mercados donde mejor se pueden ejecutar.

Para la protección de los consumidores financieros en esta etapa también es importante el derecho contractual privado ya que la compraventa de productos o aceptación de servicios se plasma en un contrato. Aunque este documento es de naturaleza privada y tiene legislación específica, debido a la asimetría entre las partes, entidad y consumidor financiero, la regulación financiera puede exigir modelos normalizados, contenidos mínimos o la prohibición de cláusulas abusivas, entre otras cuestiones.

La cuarta etapa en la que existe normativa dirigida a la protección del consumidor se refiere a la propia negociación de los productos en los mercados. La información sobre volúmenes pero, sobre todo, sobre precios cotizados y cruzados es fundamental para una valoración actualizada de las carteras de los consumidores financieros y para las decisiones de comprar, vender o mantener dichos productos.

La MiFID exige la publicación sobre volúmenes y precios cruzados y sobre cotizaciones a los mercados regulados, sistemas alternativos y empresas de inversión que ofrezcan servicios de internalización de órdenes.

En quinto lugar, aunque de importancia fundamental, los mercados tienen que funcionar de manera íntegra, que significa que los precios estén formados sin manipulación y que no haya participantes con información privilegiada. Ambos hechos implicarían una posición dominante no legítima, de abuso de mercado, y violaría el principio de equidad entre los participantes y constituiría un fraude al funcionamiento del mercado<sup>21</sup>. Es general la prohibición del abuso de mercado en la regulación financiera ya que es un elemento imprescindible para la confianza de los inversores minoristas y su participación en los mercados.

La protección de los consumidores financieros en todas estas etapas se traduce en normativa que pretenden corregir la asimetría entre los minoristas y los grandes inversores o entre ellos y las

<sup>20</sup> Directiva sobre Mercados en Instrumentos Financieros 39/2004/EC. Test de conveniencia y de idoneidad.

<sup>21</sup> También puede considerarse el uso de la información privilegiada un fraude al deber de custodia respecto a la fuente de tal información.





entidades. Obviamente, lo que es importante es la exigencia de su cumplimiento y esta no es igual de estricta en todas las jurisdicciones financieras. Numerosos estudios destacan como mercados en los que existe un grado alto en protección de los consumidores financieros aquellos en los que existe una persecución efectiva y sanción de los incumplimientos normativos<sup>22</sup>. Esta actuación sancionadora corresponde en primer lugar al organismo público supervisor, pero también puede ser ejercida de forma privada ante los órganos de justicia<sup>23</sup>.

Por otro lado, aunque como se ha dicho, toda normativa va dirigida al fin de proteger al consumidor financiero, se considera que la normativa que regula las obligaciones de información y transparencia cumple específicamente este propósito. No obstante, la provisión de información por sí sólo, aunque necesaria, no es suficiente. Por una parte, puede faltar capacidad en los consumidores financieros para entenderla. Por ejemplo, es ilusorio pensar que un folleto de emisión pueda ser comprendido por todos los inversores minoristas, a parte de la facilidad relativa de su disponibilidad. Además, los inversores deberían ser capaces de comparar productos, para lo cual deberían contar con información homogénea, lo que no es tarea fácil.

Todo ello ha derivado en la necesidad de que los enfoques de protección al consumidor se completen con programas de educación financiera, cuestión que lleva cierto tiempo proponiéndose por los organismos internacionales.

Pero, además, parece que no se debe dejar sólo al inversor en la tarea de decidir, o aceptar, productos financieros, aunque la oferta se haya hecho cumpliendo todos los requisitos informativos que marca la regulación. La asimetría en las relaciones entidad-cliente no se corrigen a pesar de ello ya que está demostrado que los consumidores tienen un comportamiento no racional, o de excesiva confianza, en los proveedores financieros y de falta de percepción del riesgo<sup>24</sup>. Esta evidencia, probada por las actitudes de los inversores reveladas en la actual crisis financiera, es la que ha llevado

a que se formulen propuestas de regulación más específicas para la protección de los consumidores financieros, como es el caso de la regulación de los productos financieros aptos para los minoristas.

Esta filosofía es la que se ha utilizado en las reformas financieras en marcha en Estados Unidos y en el Reino Unido y en la reciente propuesta de la OCDE al G20, que se analizan en la sección siguiente.

#### 4. INICIATIVAS RECIENTES PARA LA PROTECCIÓN DEL CONSUMIDOR FINANCIERO

Como respuesta ante la crisis financiera han surgido numerosas propuestas de regulación para corregir los fallos existentes. La primera propuesta que pone el énfasis en la necesidad de mejorar específicamente la protección de los consumidores de productos financieros ha sido hecha por Estados Unidos que, a mediados de 2009, difundió sus planes<sup>25</sup>. Posteriormente, la reforma de la supervisión financiera llevada a cabo en el Reino Unido también se adhiere a este enfoque. Recientemente el G20 ha hecho un llamamiento en el mismo sentido.

Entre las medidas tomadas se encuentran la limitación de la venta a minoristas sólo de productos financieros sencillos, la exigencia de procedimientos de comercialización adecuados y los programas de formación financiera para la gente común.

##### 4.1. Estados Unidos

La propuesta de reforma regulatoria presentada por el presidente de EEUU, Barak Obama, en 2009, dio lugar a la ley *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, firmada el 21 de julio de 2010.

Es una norma larga y compleja, cuya implementación requiere numerosos reglamentos y estudios

<sup>22</sup> Cofee (2007) (2009).

<sup>23</sup> Djankov et al. (2006), La Porta et al. (2006), Jackson (2009).

<sup>24</sup> Federal Research Division (2010).

<sup>25</sup> El 17 de Junio de 2009 se anunció el proyecto *Financial Regulatory Reform—A New Foundation: Rebuilding Financial Services*, al que siguió la remisión al congreso de una propuesta de ley en Julio *The Consumer Financial Protection Act*.



que deberán realizarse a lo largo de 2011<sup>26</sup>, aunque hay secciones de la norma que ha entrado en vigor de forma inmediata.

La ley tiene como objetivos que el sistema financiero sea responsable ante la sociedad, que se eliminen los agujeros en la legislación y que haya una mejor protección a los ciudadanos respecto a las prácticas abusivas de las entidades financieras. A este respecto, se reconoce que los consumidores de productos financieros se encuentran con información financiera que es difícil de entender y, por tanto, imposible de utilizar para comparar entre alternativas y realizar una elección acertada de los productos financieros.

El título IX se dedica a la “protección del inversor y mejora en la regulación de valores” y el X a una nueva “Oficina de Protección del consumidor de productos financieros”.

La nueva agencia llenará un vacío en la protección del consumidor de productos financieros. Las ventajas de establecer una agencia dedicada en exclusiva a esta labor son, fundamentalmente, que se consigue un único enfoque sobre la protección del consumidor financiero, con independencia del producto de que se trate, y que este objetivo se persigue con independencia de los demás objetivos que puedan tener otros reguladores. Esta agencia se sitúa dentro de la Reserva Federal, pero opera de forma independiente.

Tiene potestad exclusiva en la promulgación de normas de protección del consumidor y en la capacidad de vigilancia y sanción en caso de incumplimientos. Entre otras cosas, también aprobaría los productos financieros sencillos, que se consideren apropiados para ser ofrecidos a los particulares. Asumirá las competencias anteriormente llevadas a cabo por diversos organismos, aunque no sustituirá la labor de supervisión asumida por otros reguladores, como la SEC o la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC).

Por su parte, la SEC también tiene que adoptar las reformas que le afectan de la Ley *Dodd-Frank*. Respecto a la protección del consumidor, la SEC debería haber creado una oficina del in-

versor en el último trimestre de 2010 y nombrar un *ombudsman* de esta oficina en el primer trimestre de 2011. Sin embargo, este objetivo aún no se ha cumplido, pero han anunciado que el trabajo solicitado a esta nueva oficina la asume la actual oficina de educación y atención al inversor con la que ya contaba el organismo.

El plan de trabajo de la SEC está publicado en su página web, así como las realizaciones. Por su parte, la nueva oficina de protección del inversor (Consumer Financial Products Bureau) también ha comenzado su funcionamiento, aunque de momento parece avanzar más en su labor formativa y de atención a las reclamaciones que a los demás cometidos señalados por la ley *Dodd-Frank*.

#### 4.2. Reino Unido

En junio de 2010 el nuevo gobierno ya anunció unas nuevas líneas de orientación de la regulación financiera, como respuesta a las críticas de la falta de capacidad del organismo regulador de anticipación de la crisis y las acusaciones de laxitud en la actuación de supervisión ante el comportamiento de las entidades financieras. El gobierno se ha marcado un plazo de dos años para aprobar toda la legislación necesaria, de forma que el nuevo sistema se encuentre operativo a mediados de 2012.

La propuesta consiste en repartir la regulación y supervisión entre algunas instituciones existentes y otras de nueva creación. La supervisión prudencial se realizará por una nueva entidad (*Prudential Regulation Authority, PRA*) ubicada dentro del Banco de Inglaterra y se creará una nueva agencia independiente dedicada a perseguir las infracciones económicas<sup>27</sup>.

La idea de situar la supervisión prudencial de todo tipo de entidades (desde bancarias hasta de seguros) en el Banco de Inglaterra responde a la lógica de que se vincule con la supervisión macroprudencial que ya realiza dicha institución. También dentro del Banco de Inglaterra se establecerá

<sup>26</sup> La ley tiene más de 800 páginas e implicará la emisión de más de 200 reglamentos y la realización de más de 60 estudios específicos.

<sup>27</sup> Esta nueva agencia aglutinará las tareas realizadas por la Serious Fraud Office, la FSA, la Office of Fair Trading, el Fraud Prosecution Service y el Crown Prosecution Service Revenue and Customs Division.



un Comité independiente de Política Financiera (FPC) con el objetivo de establecer una supervisión de las condiciones macroeconómicas que pudieran amenazar la estabilidad financiera. Con la perspectiva que se obtenga de un análisis global, el FPC podrá evaluar la conveniencia de los requisitos de capital de las entidades o la necesidad de su modificación para influir sobre las condiciones crediticias.

La segunda iniciativa ha sido la creación de un nuevo organismo supervisor dedicado a los mercados y a la protección del consumidor (*Consumer Protection and Market Authority, CPMA*). Este organismo tendrá la responsabilidad de regular la conducta de cualquier empresa que proporcione servicios financieros y, en especial, la comercialización de los productos a los inversores minoristas. Además, tendrá vínculos con el servicio del *ombudsman* financiero, el organismo encargado de la educación financiera del consumidor y fondo de compensación de servicios financieros. En relación con esta última competencia, la CPMA se coordinará con la autoridad prudencial (PRA) y con el Comité de Política Financiera (FPC).

Como en el caso norteamericano la creación de un organismo dedicado en exclusiva a la protección del inversor implica el reconocimiento que los organismos dedicados a la supervisión prudencial pueden enfrentarse a situaciones en conflicto con los intereses minoristas. Respecto a los elementos de esta regulación, se concede gran importancia a la educación financiera, a parte del refuerzo en la supervisión en la comercialización de productos y en la atención de las reclamaciones de los consumidores.

### 4.3. La propuesta del G 20

En la reunión en Seul en noviembre de 2010 el G20 emitió una petición FSB para que, en conjunto con la OCDE y otras organizaciones internacionales, desarrollen principios comunes dirigidos a la protección del consumidor de servicios financieros. Como elementos para esta protección se señalan la transparencia, la educación financiera, las medidas que protejan del fraude, errores o abusos y el defensor de última

instancia. La fecha para su presentación es octubre de 2011.

La OCDE, con el que colabora el FSB, ha presentado en agosto los *Principios para Protección del Consumidor financiero*, con la apertura de un periodo para comentarios. El propósito es tener la versión definitiva para remisión a la reunión del G20 de octubre del G20.

El punto de partida es que se consideran necesarias medidas más específicamente dirigidas a la protección del consumidor ya que cada vez se transfieren mayores riesgos a los consumidores que reciben cada vez más ofertas de productos complejos. Además, cada vez hay nuevos oferentes de productos financieros, muchos de los cuales no cuentan con incentivos adecuados para tratar de forma correcta a los consumidores. Todo ello, junto con la evidencia de la escasa formación financiera en general, incrementa la posibilidad de que haya fraude y abuso financiero.

En definitiva, se aboga porque haya una regulación dirigida específicamente al objetivo de protección del consumidor financiero, con un organismo encargado de ello, y donde la educación financiera forme parte del enfoque ya que es un instrumento necesario para dicho objetivo. Este enfoque complementaría la regulación y supervisión financiera y del gobierno empresarial tradicional.

Según la versión para discusión, se proponen diez principios que deben orientar esta regulación. Los dos primeros principios establecen la exigencia de que la protección del consumidor financiero sea parte integral del marco legal y regulatorio y la conveniencia de que existan organismos de supervisión explícitamente dirigidos a la protección de los consumidores, con responsabilidades definidas, independencia operativa, medios adecuados capacidad legal y sancionadora y obligación de dar cuenta y razón pública de su actuación.

Los siguientes principios señalan los requisitos de este régimen de protección: trato equitativo y justo de los consumidores, transparencia y publicación de información, educación y capacitación financiera y la existencia de normas de conducta adecuadas de los proveedores de servicios financieros y de sus agentes autorizados. Los principios



siete y ocho establecen la obligación de protección de los derechos de los consumidores y de sus datos personales y financieros. Además, el principio noveno señala que deben existir mecanismos que puedan tramitar y resolver sus reclamaciones. El último principio se dedica a señalar la importancia de la competencia en el sector financiero para aumentar y mejorar las alternativas de inversión con las que cuenta el inversor.

La petición del G20 y el documento elaborado por la OCDE suponen un reconocimiento del hecho de que los organismos reguladores y supervisores financieros y los bancos centrales no tienen su principal objetivo en la protección del consumidor y que hay lagunas en esta. Además, se percibe que mejorar la protección del consumidor es necesario por diversos motivos: el consumidor ha sido el principal sufridor de la crisis financiera, las malas políticas en la comercialización de productos inadecuados para los consumidores tienen repercusión directa en la inestabilidad de las entidades financieras y el marco de liberalización financiera traslada la responsabilidad de discriminación del riesgo a los consumidores.

## 5. CONCLUSIONES

La crisis financiera se ha traducido en la desaparición del ahorro de muchos inversores por la quiebra de entidades crediticias, aseguradoras y emisores, y por la pérdida de valor de los instrumentos financieros en los que se encontraba materializado. Tras estos hechos, muchos consumidores minoristas han tomado consciencia del riesgo de sus inversiones, cuestión que desconocían por falta de información adecuada, por la incorrección en la comercialización hecha por las entidades financieras o por incapacidad de comprensión.

La primera línea de protección de los consumidores financieros se encuentra en la regulación y supervisión. El elemento básico es la solvencia de las entidades pero tienen una importancia fundamental las obligaciones de información y transparencia y la regulación de las conductas de las entidades para con los clientes. La detección de los incumplimientos y su sanción son los determinantes últimos de que esta protección sea efectiva.

La justificación de que exista una regulación con el objetivo de protección del consumidor financiero se encuentra en la asimetría de información y de posición del mercado entre los consumidores minoristas y las entidades, o entre aquellos y los grandes partícipes.

Esta asimetría también existe a la hora de la defensa de intereses que se sienten dañados. La vía de la justicia ordinaria suele ser lenta y cara para un minorista. La presencia de organismos extra judiciales para resolución de quejas y reclamaciones constituye una alternativa apropiada para resolver controversias sin llegar al deterioro de la confianza de de los inversores ni al coste de reputación para la entidad que existiría en caso de acudir a un Tribunal de Justicia. Hay que suponer que aquellas muestran una casuística grande ya que recogen las circunstancias personales de la gente. En el caso de generalizarse un asunto, se podría poner en evidencia un problema de cumplimiento normativo y de supervisión financiera. Por todo ello la existencia de estos organismos está siendo fomentada o exigida por la regulación financiera. Las directivas europeas financieras han pasado a incluir artículos exigiendo a los gobiernos su promoción y los nuevos enfoques de regulación también los consideran necesarios.

Como respuesta a la evidencia manifestada en la crisis de que las prácticas de comercialización no han sido adecuadas y de que los inversores no conocen el riesgo que toman, están apareciendo propuestas de modificación del enfoque de la protección del consumidor financiero

Los nuevos enfoques regulatorios incluyen elementos más paternalistas, considerando la posibilidad de regular directamente los productos que pueden ser ofrecidos a los minoristas o reglando el formato de información sobre los mismos para posibilitar la comparación. También se incorporan programas de formación y educación financiera, en un reconocimiento de que cada vez se transfiere más a los inversores la responsabilidad de evaluar el riesgo de las alternativas que se les ofrece.

Todas estas propuestas se encuentran aún en un estado inicial y habrá que esperar un tiempo para ver su efectividad que dependerá, entre otras cosas, del rigor de su aplicación.



Hay que señalar que la educación financiera es vital y un gran olvidado en los programas educativos, con lo que cualquier iniciativa en este ámbito es bienvenida. Sin embargo, no reduce la obligación a que haya una regulación y supervisión exigente por parte de las autoridades públicas.

## BIBLIOGRAFÍA

Center for Strategic Evaluation Services (2009): *Evaluation of FIN-NET. Framework Contract for projects relating to Evaluation and Impact Assessment activities of Directorate General for Internal Market and Services*. June 2009.

Coffee, J. (2007). "The law and the market: the impact of enforcement". *University of Pennsylvania Law Review* n° 2. Vol. 156. Pags. 229-311.

Consumers International (2011). *Safe, fair and competitive markets in financial services: recommendations for the G20 on the enhancement of consumer protection in financial services*.

March 2011

Consumers International (2011). *Consumers International's comments on the OECD Draft high level principles on financial consumer protection* (public consultation August 2011). August 2011.

Djankov, S.; La Porta, R.; Lopez de Silanes, F.; Schleifer, A.. (2006). *The law and economics of self dealing*. NBER. Working paper n° 11883.

European Commission (2008): *Alternative Dispute Resolution in the Area of Financial Services*. Consultation Document. Brussels, 11.12.2008. MARKT/H3/JS D(2008).

European Commission (2009): *Summary of the Responses to the Public Consultation on Alternative Dispute Resolution in the Area of Financial Services*. Brussels, 14 September 2009.

Federal Research Division (2010) *Behavioural Patterns And Pitfalls of U.S. Investors*. Federal Research Division, Library of Congress under an Interagency

Agreement with the Securities and Exchange Commission August 2010

Financial Services Authority, FSA (202): *Understanding why consumers complain to financial suppliers and their experiences of complaining*. July 2002.

García Santos, Nieves (2011), "La protección del ahorro familiar". En: *Ahorro Familiar en España*. Papeles de la Fundación n° 39. Fundación de Estudios Financieros.

G30-Group of Thirty (2009): *Financial Reform: a Framework for financial stability* January 15, 2009.

Jackson, H.;. (2007). "Variation in the intensity of financial regulation: preliminary evidence and potential implications". *Yale Journal on regulation* n° 2. Vol 24. Summer 2007.

La Porta, R.; Lopez de Silanes, F.; Schleifer, A. (2006). "What works in securities laws". *Journal of Finance* n° 61.

Naciones Unidas (2003). *Directrices de las Naciones Unidas para la protección del consumidor* (en su versión ampliada de 1999). Departamento de Asuntos Económicos y Sociales. 2003

OCDE (2011): *Draft G20 High-Level Principles on Financial Consumer Protection for Public Consultation*. 1 August 2011.

Rutledge, Susan (2010): *Consumer Protection and Financial Literacy. Lessons from Nine Country Studies*. Policy research working paper 5326 Social Science Research Network. World Bank. June 2010.

Sander, Frank E. A (1979). "Varieties of Dispute Processing" in *The Pound Conference: Perspectives on Justice in the Future* (A. Levin & R. Wheeler eds., West, 1979).

The Study Centre for Consumer Law (2007): *An analysis and evaluation of alternative means of consumer redress other than redress through ordinary judicial proceedings. Final Report*. Study for the European Commission, Health and Consumer Protection Directorate-General Directorate B. Consumer Affairs for European Economic Law. Katholieke Universiteit Leuven, Belgium.





### III. ¿QUÉ HACER CON LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN?

**Miguel Córdoba Bueno**  
**Profesor Agregado de Economía Financiera**  
**Universidad CEU-San Pablo**

#### RESUMEN

La reciente crisis ha aflorado muchos problemas en las economías occidentales y en particular la calificación tanto de la deuda soberana como de las financiaciones estructuradas, que constituyeron el detonante de la crisis en Estados Unidos.

Es necesaria una reforma en profundidad de los mecanismos por los que se evalúa el riesgo de crédito, otorgando calificaciones separadas a los productos clásicos (bonos, preferentes, etc.) y a los productos estructurados, a fin de evitar la asociación de las calificaciones. Asimismo, hay que garantizar la neutralidad, la independencia y la competencia de las agencias de calificación, tarea que corresponde a los órganos reguladores.

Por su parte, las propias agencias deben ahondar en su funcionamiento interno, impulsando la puesta en marcha de códigos de conducta éticos que impidan que se pueda dudar de la independencia de sus analistas, amén de estudiar mecanismos para atomizar la propiedad de las agencias de calificación, que en estos momentos en su mayor parte tienen un accionista mayoritario.

Todo ello, evitando la tentación de crear agencias nuevas dependientes de los gobiernos que actúen como estos gobiernos quieren, porque se perdería la esencia básica de la información que se recoge en los «*ratings*» actuales.

#### 1. INTRODUCCIÓN

En los últimos meses, hemos asistido a un auténtico desafío entre las tres grandes agencias de calificación: Standard & Poor's, Moody's y Fitch, y los estados nacionales, y todo ello a cuenta de la

deuda soberana. Nunca antes se habían atrevido las denominadas «*big three*» (tres grandes) a desafiar a los grandes países occidentales, e incluso a retirarle su paradigmática triple A al mismísimo Estados Unidos.

Se cumplen ahora ciento cincuenta años desde que Henry Varnum Poor creó el germen de la que sería la primera agencia de calificación de riesgos, Standard & Poor's, facilitando información actualizada sobre compañías ferroviarias. Le siguieron John Moody (Moody's) en 1909, aportando como innovación la utilización de letras para evaluar el riesgo de las compañías, y John Knowles Fitch en 1913 con la creación de Fitch.

Las tres compañías vieron la luz en Nueva York, por lo que podemos asumir que calificar el riesgo de impago por parte de las empresas y administraciones públicas, es un invento americano, y más que americano, «*yankee*». Como cualquier nueva actividad, surgió con la necesidad que tenían los inversores de conocer cómo estaban realmente las compañías para comprar sus acciones o sus bonos.

Desde este punto de vista, una agencia de calificación presta una clara función en los mercados financieros. Si los analistas de estas agencias no estudiaran las compañías o los estados, autonomías y haciendas locales, difícilmente se podría tomar una decisión fundamentada sobre la capacidad de devolución de la deuda pública o privada emitida, y lo que es más importante, se perdería una información vital para la formación de los precios en los mercados primarios y secundarios de deuda y de acciones, tanto ordinarias como preferentes.

Sin embargo, las agencias no dejan de ser empresas privadas, que cobran por sus servicios a las entidades que desean un «*rating*» (calificación), o lo que es lo mismo, tener «*rating*» no es obligato-



rio, pero los mercados no valoran a una entidad que no lo tenga, con lo cual, sería casi imposible emitir bonos o acciones sin tener dicha calificación. Abundando en el tema, si no se tiene la calificación de una de las tres grandes agencias (hay otras entidades que hacen esta función), no sería posible colocar una emisión. Ello supone de facto la existencia de un oligopolio de calificación crediticia<sup>1</sup>, y el hecho de que finalmente todo emisor público o privado que se precie, consigue simultáneamente el «rating» de las tres agencias.

Por tanto, el negocio de la calificación crediticia es uno de esos pocos que tienen la venta asegurada, y que por pura cuestión de imagen, sus clientes «miman» a su proveedor, tratando de evitar que les baje el «rating» o simplemente que diga que «hay perspectiva negativa». Es cierto que conceptualmente hay un conflicto implícito, ya que las agencias viven de lo que les pagan sus clientes y éstos les pagan por tener una «buena» calificación, por lo que si hubiera duda entre bajar o no bajar, parecería razonable suponer que la agencia mantendría la calificación (al fin y al cabo, es su cliente y «el cliente siempre tiene razón»).

Lo que pasa es que hay veces que se llega a situaciones insostenibles de credibilidad, y una de ellas se dio en el año 2007, cuando grandes compañías americanas como AIG, o diferentes emisiones de productos estructurados, tenían la máxima calificación crediticia (AAA), y lo que ocurría es que estaban en quiebra. Es evidente que en estos casos, el «poder del cliente» influyó especialmente en la calificación de las agencias. Y al contrario de lo que ocurrió con Arthur Andersen a principios de la década, aquí las agencias se han ido «de rositas», ya que uno de sus argumentos es que ellas utilizan la información financiera auditada, por lo que si hay un culpable ese es el auditor por no haber hecho bien su trabajo. Por tanto, no sólo tienen la venta asegurada, sino además un seguro

a todo riesgo, emitido por una compañía de auditoría, que siempre resulta ser la «pagana» de la situación.

## 2. ASPECTOS BÁSICOS DE LA CALIFICACIÓN DE ACTIVOS

Para los que no estén versados en este tema, hemos de decir que el «rating» o calificación aportada no es otra cosa que una clasificación que expertos en valoración realizan de una empresa, país o institución que emita valores en los mercados. Las agencias de calificación no valoran las empresas o instituciones con el objetivo de recomendar comprar, vender o mantener sus títulos, sino que evalúan el denominado riesgo de crédito o riesgo de contraparte, esto es, que la empresa emisora vaya a atender sus obligaciones de pago en el momento del vencimiento de los intereses o principal de los valores emitidos.

La calificación de una empresa, institución o país es voluntaria, por lo que no siempre se va a poder clasificar una empresa o institución pública o semipública. El «rating» cuesta dinero, tanto al principio como a lo largo de la vida de la emisión, en base al seguimiento periódico de la entidad emisora que hace la empresa de «rating».

Además, el «rating» tiene sus peligros, puesto que las agencias de calificación son independientes, y viven de su prestigio mucho más incluso que las auditoras. Por ello, si la Agencia estima que la situación de la entidad ha empeorado, pone en revisión el «rating», informa de ello al mercado, y si lo estima conveniente rebaja la calificación («downgrade» en terminología anglosajona), lo que supone directamente para la entidad emisora el tener que pagar más por las nuevas emisiones de bonos o preferentes, amén de ver cómo disminuye la cotización de los bonos ya emitidos en los mercados secundarios.

Es evidente que el inversor medio no es consciente de la realidad del emisor, y necesita de expertos en análisis de empresas que le informen de manera independiente de la situación real de la entidad emisora. Mediante el «rating» se puede realizar una clasificación de la calidad de

<sup>1</sup> Aproximadamente S&P's y Moody's tienen algo menos del 40% de cuota de mercado cada una, y Fitch un 14%, quedando en torno al 10% para las pequeñas agencias de calificación –unas 150 en todo el mundo, 21 en Estados Unidos–, como la china Dagong Global, la australiana Baycorp Advantage, la canadiense Dominion Bond Rating Service, la americana Egan-Jones Rating company, la japonesa Japan Credit Rating Agency o la rusa Muros Rating.





los bonos emitidos por los distintos emisores, de manera que se pueda cotizar con un diferencial («*spread*» en terminología anglosajona) mayor o menor sobre valores de Deuda Pública, emitidos al mismo plazo.

El «*rating*» de un emisor cambia cuando las circunstancias de la entidad y/o el entorno varían, por lo que es preciso un seguimiento constante por parte de las agencias de calificación para dar al menos una vez al año, una clasificación de las entidades emisoras.

Para obtener el «*ratings*», las agencias emplean modelos estadísticos, ratios financieros, datos obtenidos de la entidad y el entorno, y métodos subjetivos. Con ellos, valoran las entidades y países, y les asignan letras y números, de acuerdo con el siguiente esquema, que se indica para las tres principales agencias y para emisiones de deuda a largo plazo en moneda local:

Moody's los analistas de la entidad hacen un seguimiento permanente a 110 riesgos soberanos, 12.000 empresas, 25.000 emisores de finanzas públicas y 106.000 emisiones de financiación estructurada<sup>2</sup>.

En general, las agencias de calificación están constituidas por profesionales que realizan su trabajo y pueden cometer errores, pero no tienen motivos para cometer el delito de pactar con las entidades un mayor o un menor «*rating*». Sus calificaciones son únicas y permanentes a lo largo de todo el mundo, y al contrario que los auditores, no son obligatorias, aunque los mercados en general exigen la calificación antes de proceder a cotizar los valores que desea emitir una determinada entidad.

CALIFICACIÓN DE EMISIONES SEGUN AGENCIAS					
STANDARD & POOR's		MOODY's		FITCH	
Calificación	Concepto	Calificación	Concepto	Calificación	Concepto
AAA	Emisiones de la mejor calidad	Aaa	Emisiones de la mejor calidad	AAA	Emisiones de la mejor calidad
AA+, AA, AA-	Emisiones de alta calidad	A1, A2, A3	Emisiones de alta calidad	AA+, AA, AA-	Emisiones de alta calidad
A+, A, A-	Emisiones susceptibles de cambio	A+, A, A-	Emisiones susceptibles de cambio	A+, A, A-	Emisiones susceptibles de cambio
BBB+, BBB, BBB-	Emisiones que pueden tener problemas por factores coyunturales	Baa1, Baa2, Baa3	Emisiones con calidad media con tensiones en el largo plazo	BBB+, BBB, BBB-	Emisiones que pueden tener problemas por factores coyunturales
BB+, BB, BB-	Emisiones de calidad cuestionable	Ba1, Ba2, Ba3	Emisiones de calidad cuestionable	BB+, BB, BB-	Emisiones de calidad cuestionable
B+, B, B-	Emisiones de calidad dudosa, con mucha dificultad para hacer frente a deudas en el largo plazo	B1, B2, B3	Emisiones de calidad dudosa, con mucha dificultad para hacer frente a deudas en el largo plazo	B+, B, B-	Emisiones de calidad dudosa, con mucha dificultad para hacer frente a deudas en el largo plazo
CCC+, CCC, CCC-	Emisiones de calidad pobre, con posibilidad actual de impagos	Caa1, Caa2, Caa3	Emisiones de calidad pobre, con posibilidad actual de impagos	CCC+, CCC, CCC-	Emisiones de calidad pobre, con posibilidad actual de impagos
CC, C, D	Emisiones de alto riesgo, con elevada rentabilidad y baja calidad	Ca, C	Emisiones de alto riesgo, con elevada rentabilidad y baja calidad	CC, C, DDD, DD, D	Emisiones de alto riesgo, con elevada rentabilidad y baja calidad

Hay clasificaciones también para activos a corto plazo, o para emisiones en divisas, etc. No obstante, la clasificación más utilizada es la indicada para emisiones de deuda a largo plazo en moneda local.

En cuanto al volumen de negocio, cada agencia tiene sus clientes y hace seguimiento de los mismos. Por ejemplo, en el caso de

<sup>2</sup> Moody's Investors Service responds to European Commission consultation on credit rating agencies. *Moody's Investor Services*. Enero 2011.



Podemos dividir las calificaciones de las agencias en tres grandes grupos:

- Calificaciones solicitadas por empresas privadas directamente a una determinada agencia.
- Calificaciones de riesgo soberano.
- Calificaciones de productos estructurados.

En las siguientes páginas estudiaremos separadamente cada uno de ellos.

### 3. LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN Y EL «RATING» DE EMPRESAS

El negocio en origen de las agencias de calificación fue dar información sobre entidades privadas, es decir, empresas y grupos empresariales.

Como es lógico, en épocas de contracción de crédito, hay más «downgrades» (rebajas de calificación) que «upgrades» (incrementos de calificación), pero eso no significa que el «rating» asignado por las agencias de calificación sea el causante de que las empresas con perspectiva negativa tengan más dificultades para obtener crédito, ya sea nuevo o de renovación.

En el caso de las empresas y grupos empresariales, la elaboración de «ratings» ha tenido dos fases muy claras: 1920-1970, en la cual el «rating» era pagado por los inversores (vía suscripción, es decir, la información no estaba a disposición de todos los inversores), y 1971-2011, en la cual dicho «rating» es pagado por los emisores.

Tal y como puede observarse en el siguiente cuadro, y contrariamente a lo que podría pensarse, el ratio de acierto de Moody's en la segunda fase ha sido superior al de la primera fase.

Ello nos debería llevar a constatar la teórica

Comparing Corporate Rating Performance Over Time			
	Investors-Pays Era 1920-1970	Issuer-Pays Era 1971-2008	Difference
<b>Simple averages across monthly cohorts</b>			
1-Year Accuracy Ratio	67%	83%	16%
5-Year Accuracy Ratio	63%	68%	6%
1-Year Investment Grade Loss Rate	0.12%	0.03%	-0.1%
5-Year Investment Grade Loss Rate	1.24%	0.55%	-0.7%
Broad Rating Downgrade Rate (12 month)	5.6%	6.3%	0.7%
<b>Weighted average, by number of issuers</b>			
1-Year Accuracy Ratio	55%	83%	28%
5-Year Accuracy Ratio	54%	70%	16%
1-Year Investment Grade Loss Rate	0.16%	0.04%	-0.1%
5-Year Investment Grade Loss Rate	1.89%	0.54%	-1.4%
Broad Rating Downgrade Rate (12 month)	7.8%	6.6%	-1.2%

Fuente: MOODY'S INVESTOR SERVICE

La calificación de estas compañías es muy importante tanto para los inversores como para las propias empresas, que son las que suelen pagar los servicios de las agencias.

En general, el «rating» asignado a las empresas y grupos empresariales ha sido bastante adecuado a lo largo de muchas décadas, estando bastante correlacionado con los ciclos económicos y con los altibajos de los diferentes sectores empresariales. Lo cierto es que las rebajas de «rating» suelen tener un impacto mayor en la valoración de los bonos emitidos por las empresas que las subidas de «rating».

independencia de la agencia en relación con las calificaciones que realiza de las empresas y grupos empresariales, o lo que es lo mismo, que estos no tienen capacidad de influir en el «rating» asignado por las agencias.

En el caso de las empresas o u otras entidades como las cajas de ahorros españolas, la forma más fácil de influir en el «rating» pudiera ser intentar hacer algún tipo de maquillaje en sus balances, de forma que las auditorías no reflejen los problemas reales de las entidades, y las agencias de calificación tomen como base estas auditorías para emitir su calificación. La influencia directa en la



agencia no es la forma más fácil para obtener, en su caso, el objetivo supuestamente pretendido por el emisor.

En un estudio realizado por Moody's<sup>3</sup> sobre el «rating» asignado por dicha entidad a los bonos emitidos por empresas estadounidenses durante sus entonces ochenta y nueve años de actividad, se obtuvieron las siguientes conclusiones:

- Los «ratings» asignados a las empresas americanas eran relativamente estables a lo largo del tiempo.
- Los «ratings» asignados a dichas empresas tenían bastante correlación con los ciclos económicos de Estados Unidos.
- Si se obtuviera el «ratio neto de calificación»<sup>4</sup> de las empresas americanas, se observaría que variaba sistemáticamente con las fluctuaciones de la actividad económica y con la disponibilidad de crédito por parte de las entidades financieras, aunque los cambios cíclicos eran pequeños y los cambios en las calificaciones no eran habituales.
- Los cambios de «rating» eran mucho menos cíclicos que los movimientos de bonos corporativos y crédito a empresas, reduciendo más que incrementando la amplitud de los ciclos de crédito.

En general, el «rating» de los bonos de empresas se basa en dos magnitudes: precisión y estabilidad. La precisión se refiere a la lógica correlación del «rating» con las posibles futuras pérdidas de crédito por parte de las empresas, mientras que la estabilidad está referida a la frecuencia y magnitud de los cambios de «rating».

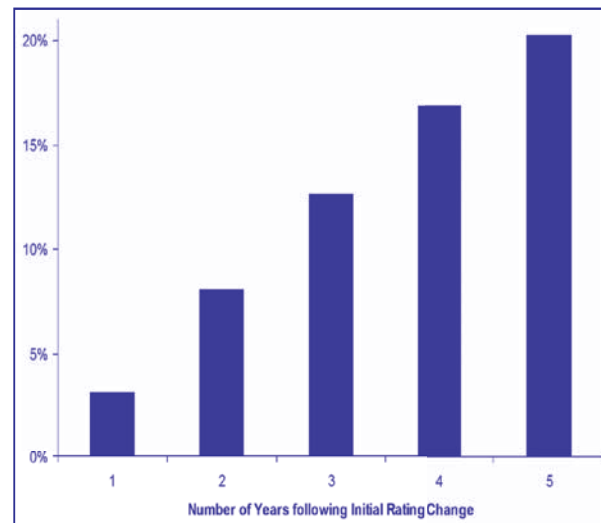
Normalmente, durante un año estándar Moody's manifiesta en su informe que suele cam-

<sup>3</sup> Are Corporate Bonds Ratings Procyclical? Un Update. *Moody's Investor Services*. Mayo 2009.

<sup>4</sup> Número de «downgrades» multiplicado por el total de escalones rebajados menos número de «upgrades» multiplicado por el total de escalones escalados, todo ello dividido por el número total de «ratings» de empresas estadounidenses emitidos por Moody's.

biar en un escalón en torno al 25% de los «ratings» previamente asignados, y en torno al 6% en dos o más escalones. Asimismo, sólo en un 1% de los casos se produce una inversión de «rating» en un año, es decir, un cambio inverso de tendencia del emisor (por ejemplo, subir un escalón en el mes de marzo, y bajarlo en el mes de octubre).

En el cuadro siguiente, podemos ver el número de años que media entre un primer cambio de «rating» y el siguiente cambio de «rating» en la actividad de Moody's:

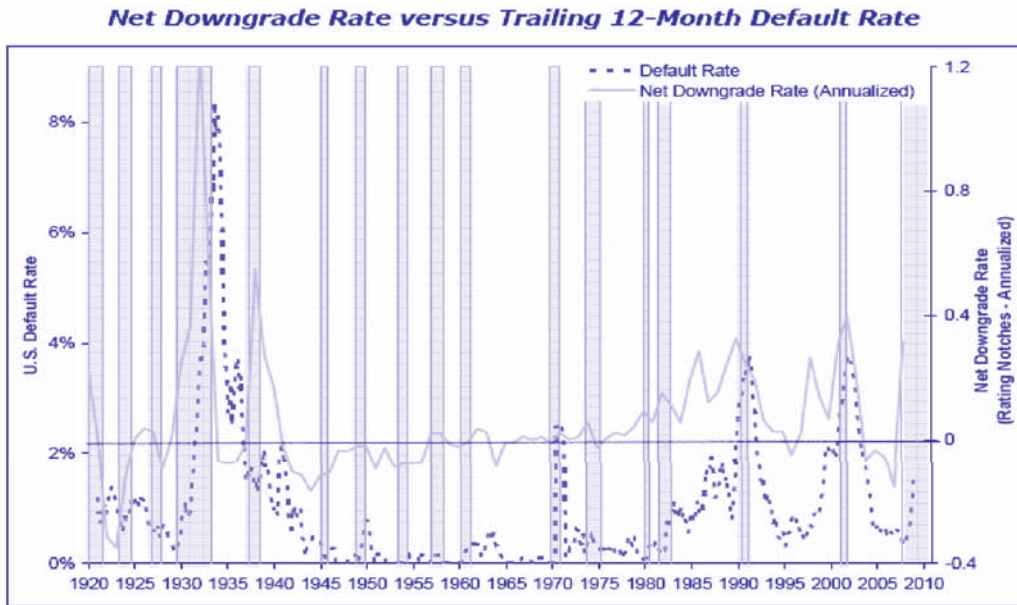


Fuente: MOODY'S INVESTOR SERVICE

Podemos observar que el 20% de las empresas analizadas tardan cinco años en ver modificada su «rating», un 17% cuatro años, y sólo un 3% se modifican en el primer año.

De entrada, vemos que hay bastante correlación entre el porcentaje de empresas que hace «default» (suspenden pagos o quiebran), y el «spread» (diferencial de interés sobre la rentabilidad del bono del Tesoro) de los bonos emitidos por empresas que han obtenido el «investment grade» (BBB- o superior) por parte de las agencias de calificación:

En la gran crisis de los años treinta se produjo un número de quiebras desconocido en Estados Unidos hasta ahora, al igual que los diferenciales de tipos de interés sobre deuda pública americana llegaron también a niveles inusitados. Por tanto,



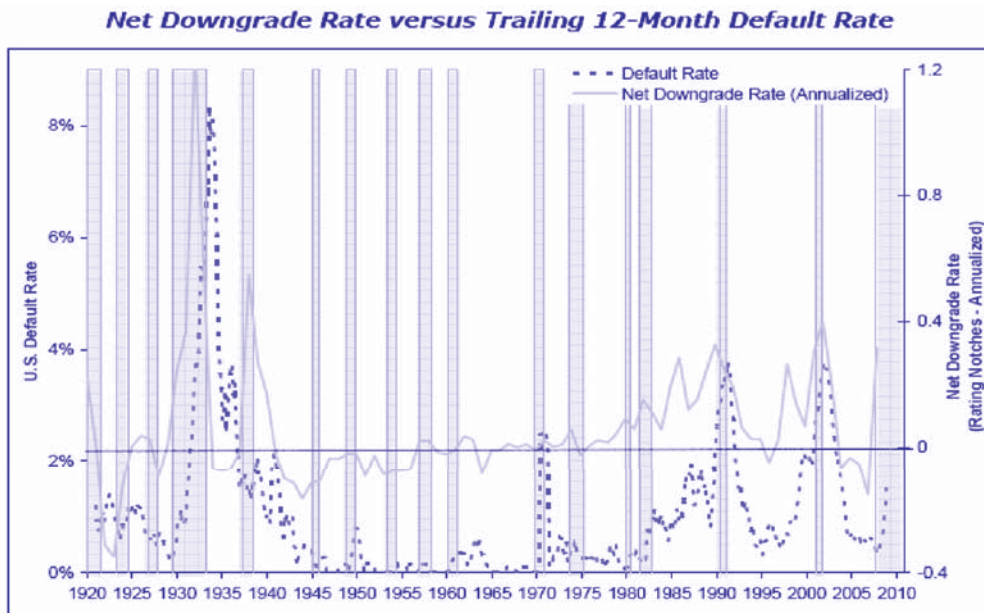
Fuente: MOODY'S INVESTOR SERVICE

aunque la crisis que padecemos es muy severa, no se ha llegado ni de cerca de los niveles a los que se llegó en la Gran Depresión americana.

En el mismo período, se puede comparar el anterior ratio de «default» con el ratio neto de calificación antes comentado, y se puede ver una clara

correlación, sobre todo en las dos últimas décadas:

Vemos de nuevo que, al menos en Estados Unidos, los niveles de la crisis actual no tienen nada que ver con los que se alcanzaron en la Gran Depresión. También podemos ver que existe una correlación bastante aceptable entre el anterior



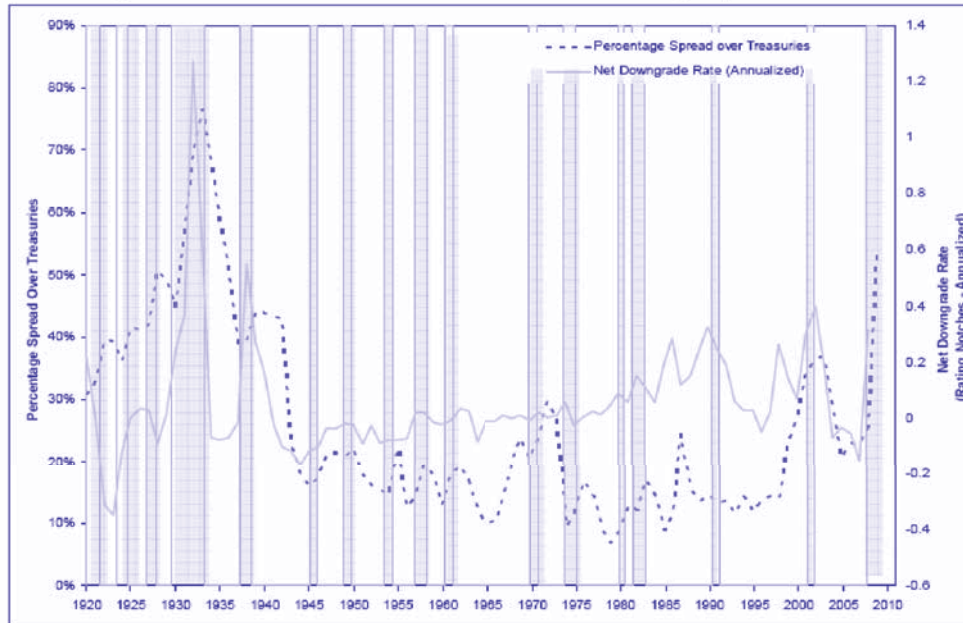
Fuente: MOODY'S INVESTOR SERVICE



ratio neto de calificación y «*spread*» de los bonos emitidos por empresas:

relación a una posible nueva calificación de su riesgo como emisor.

**Net Downgrade Rate versus Investment-Grade Percentage Spread over Treasuries**



Fuente: MOODY'S INVESTOR SERVICE

En general, se considera que hay al menos cuatro posibles explicaciones para la influencia de los cambios de «*rating*» en la cotización de los valores emitidos por una compañía:

- Los cambios de «*rating*» pueden ser debidos a nuevas informaciones hasta entonces no conocidas.
- Los cambios de «*rating*» pueden ser debidos a la confirmación de señales de mercado previas.
- Los cambios de «*rating*» pueden generar reacciones reflexivas del mercado que afecten a las cotizaciones.
- Los cambios de «*rating*» pueden abrir una brecha en la evaluación de la compañía que genere incrementos automáticos en su coste de financiación.

De ahí, la importancia que tiene para cualquier entidad no sólo el cambio, sino el mero anuncio de que hay perspectiva negativa en

Hay casos en los que las críticas a las agencias de calificación tienen una clara justificación. Por ejemplo, hace diez años, el «*rating*» del gigante Enron se mantuvo en «*investment grade*» hasta sólo cuatro días antes de que la empresa cayera en bancarrota, a pesar de que los problemas de la entidad eran conocidos desde meses atrás. Otro caso conocido es la calificación dada por Moody's a las acciones preferentes de Freddie Mac antes de su caída; bastó con que Warren Buffett hablara en la cadena CNBC de los problemas que tenía la entidad, para que al día siguiente Moody's rectificara el «*rating*» de Freddie Mac a sólo un escalón por encima de la calificación de los bonos basura.

El caso de Hannover Re es también conocido. Moody's publicó un no solicitado «*rating*» de esta compañía de seguros alemana a finales de los años noventa, y según dijo la entidad emisora, la Agencia manifestó a la empresa que esperaba que en un futuro les pagara por el servicio. La entidad no lo hizo y Moody's continuó emitiendo calificaciones de la aseguradora, que iban siendo



cada vez peores a lo largo de los años, hasta que en 2004 rebajó la deuda emitida hasta el nivel del bono basura. Sin embargo, otras agencias de calificación daban a Hannover Re puntuaciones muy buenas (entre ellas Standard & Poor's, que la calificaba como AA). Sin embargo, los inversores se asustaron y vendieron sus acciones, provocándose una fuerte caída en la cotización bursátil de la empresa. El conflicto acabó en el año 2008 cuando Moody's dejó de emitir calificación sobre la deuda de Hannover Re.

#### 4. LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN Y LA CRISIS

El pasado 18 de mayo, los cinco miembros de la Comisión de la «*Securities and Exchange Commission*» (SEC) norteamericana (equivalente a la CNMV española) votaron por unanimidad establecer un paquete de medidas cuyo objetivo era incrementar la regulación de las agencias de calificación. El motivo no era otro que regular un sector que de hecho actúa como un oligopolio y al que se ve como responsable de la crisis que empezó con las hipotecas «*subprime*» (de baja calidad) de Estados Unidos. La mayoría de los paquetes de deuda emitidos por los bancos y garantizados en parte por «hipotecas basura» fueron calificados como inversiones seguras por estas agencias. De hecho, incluso los «*ratings*» de los bancos que acabaron quebrando o siendo rescatados (como por ejemplo Lehman Brothers) se mantuvieron en niveles de calificación muy altos hasta los últimos días previos al colapso.

También la SEC comunicó a mediados del mes de junio del presente año que estaba estudiando presentar cargos civiles por fraude contra algunas agencias de calificación por su papel en la crisis «*subprime*». Según indica la SEC, se ignoraron signos claros de problemas en las hipotecas basura, y se otorgaron «*ratings*» demasiado elevados, incluso concediendo la más alta calificación posible a productos estructurados garantizados por hipotecas que realmente eran de alto riesgo, con lo que erraron en sus previsiones y acrecentaron la crisis subsiguiente, con elevadas cifras de ejecuciones hipotecarias y devaluación generalizada del valor de la vivienda.

El 21 de julio de 2010, Barack Obama firmó la denominada Dodd-Frank Act, en la que se tomaban multitud de medidas dirigidas a una mayor regulación de los mercados, y en particular, a las agencias de calificación. Se creó una oficina específica dependiente de la SEC para controlar a las agencias de calificación, que tendrán que reportar anualmente a la SEC en relación con la estructura de su gobierno corporativo y de control. Entre las medidas tomadas para limitar los conflictos de interés, los analistas de las agencias que estén cubriendo la calificación de una determinada compañía, tendrán limitaciones para tener un trabajo en dicha entidad durante un determinado plazo de tiempo.

Por su parte, el Parlamento Europeo publicó el 16 de septiembre de 2009 el nuevo reglamento 1060/2009 de las agencias de calificación crediticias. La Unión Europea ha sometido a las agencias a un régimen de registro y control cuya gestión queda en la ESMA (Autoridad Europea de Valores y Mercados).

Otros casos que han dejado sorprendidos a todos han sido las calificaciones dadas a los bonos y preferentes emitidos por los bancos islandeses que, tanto ellos como el riesgo soberano, tenían excelentes calificaciones, y en el verano del año 2008 se produjo la bancarrota, no sólo de los bancos, sino también del conjunto del país.

Realmente, la presente crisis de los mercados de crédito es de difícil comprensión no sólo para la opinión pública y los inversores individuales, sino también para muchos inversores profesionales e, incluso, para un número no pequeño de los reguladores que deben velar por la estabilidad del sistema financiero.

El contexto en el que se desarrolló la crisis financiera partía de un importante desajuste entre la oferta y la demanda de deuda de alta calidad crediticia. Por el lado de la oferta, los gobiernos de los países desarrollados en la época del círculo virtuoso habían reducido su déficit público y, por tanto, sus emisiones netas de deuda, mientras que las agencias hipotecarias estadounidenses, tradicionales emisores de gran volumen de títulos AAA, vieron recortadas por el Congreso americano sus posibilidades de emisión. A su vez, el enorme mercado de americano de pagarés de



empresa disminuyó drásticamente su volumen al deteriorarse la calidad crediticia de los principales emisores, muy especialmente General Motors y Ford. En este contexto, había muchos inversores institucionales que por motivos regulatorios, demográficos y de crecimiento de activos, necesitaban mucho más papel de alta calidad. En paralelo, los países asiáticos, especialmente China, habían acumulado gran cantidad de reservas en sus bancos centrales en los últimos años, lo que había elevado sus necesidades de inversión hasta niveles sin precedentes históricos.

Esta conjunción de tendencias opuestas entre oferta y demanda produjo una gran presión a la baja sobre los tipos de interés con el consiguiente aplanamiento, e incluso inversión, de las curvas de rendimientos en muchos países. Sin embargo, los inversores seguían demandando grandes cantidades de unos activos que los emisores tradicionales de los mismos habían dejado de ofrecer.

La «solución» la dio Wall Street. Si no había suficiente papel AAA en el mercado, habría que crearlo, e increíblemente lo crearon a partir de las denominadas «hipotecas basura», que se constituyeron en la base de las financiaciones y productos estructurados.

Como es bien sabido, una estructura tiene tres componentes: una cesta de bonos basura, un sofisticado modelo matemático y unos derechos sobre pagos de intereses –divididos a su vez en tres tramos– que tienen como garantía la cesta basura original. De la cesta se obtienen pagos por intereses elevados (por ejemplo de un 8%) porque son bonos de alto riesgo, es decir, que tienen una probabilidad de impago relativamente alta. El modelo matemático se utiliza para dividir los flujos de intereses de la cesta original en tres partes: una parte con probabilidad de impago muy baja (llamada «senior»); una parte con probabilidad de impago intermedia (llamada «mezzanine»); y una parte con probabilidad de impago más alta (llamada «equity» o, por algunos reguladores, «residuo tóxico»). Estos tres flujos se venden separadamente a distintos tipos de inversores. El tramo «senior» típicamente obtiene un «rating» alto o muy alto (AAA) y su remuneración es más baja que la de la cesta original (un 6%, por ejemplo, frente al 8% de la cesta) pero más alta que la de los bonos

AAA disponibles en el mercado. Los inversores interesados en el tramo «senior» son típicamente conservadores: fondos de pensiones, compañías de seguros, bancos, etc. El tramo «mezzanine», con una remuneración más alta que la cesta original (un 9% por ejemplo) atrae a inversores especulativos: «hedge funds», «family offices», etc. El tramo de «equity» tiene remuneraciones muy altas (entre el 10% y el 15%) y típicamente se lo queda el banco de inversión que promueve u organiza la estructura, aunque muchas veces lo revende a terceros.

El boom inmobiliario americano propició un crecimiento agresivo del mercado hipotecario «subprime». Este mercado está dirigido a prestatarios que no tienen la suficiente calidad crediticia para acceder a una hipoteca normal. Son hipotecas de alto riesgo que, al ser vendidas por los prestamistas a los bancos de inversión de Wall Street, pasan a formar parte de las cestas sobre las que se organizan las estructuras. Los fuertes impagos afectaron a la calidad de las cestas y los inversores en estructuras; especialmente los inversores en «equity» y «mezzanine», sufrieron grandes pérdidas. Sin embargo, contra lo que hubiera podido esperarse, la crisis no comenzó por los tramos más arriesgados de las estructuras sino por el menos arriesgado de todos: el tramo «senior», debido al corto plazo de vencimiento (dos semanas a tres meses) de los pagarés de empresa que, en elevada proporción, tenían «rating» AAA.

La práctica habitual hasta entonces era que, a vencimiento, los inversores renovaban su posición en una estructura similar a la vencida. Pero la desconfianza causada por la crisis «subprime» llevó a los inversores a salirse de cualquier tipo de estructura a la primera oportunidad, y la primera oportunidad de salida fueron los pagarés de empresa. Sus promotores, bancos comerciales y de inversión, se enfrentaron al riesgo de tener que devolver cantidades escandalosas en efectivo en un plazo medio de menos de seis semanas, lo que causó una crisis de liquidez en el sistema bancario internacional sin precedentes en la historia. La vieja Teoría de la Preferencia por la Liquidez surgió en todo su esplendor.

Ello provocó que el sistema bancario acaparara liquidez para hacer frente a sus previsibles compromisos a corto plazo relacionados con el



vencimiento de pagarés de empresa, lo que secó completamente el grifo del crédito. Luego vino la caída de los tramos «*equity*» y «*mezzanine*», y todo se vino abajo.

Las agencias de calificación habían utilizado información histórica para elaborar sus «*ratings*» y a decir de muchos, habían ayudado a crear las propias estructuras en connivencia con los bancos, para poder desarrollar una nueva línea de negocio. Ese pretendido asesoramiento que presumiblemente realizaron en su día las agencias de calificación a los bancos de inversión para elaborar las financiaciones estructuradas, que luego ellos calificaban, es lo que ha traído de cabeza a las agencias en los últimos años, y lo que ha hecho que los organismos reguladores cuestionen el proceder de las agencias.

Lo cierto es que los inversores no habrían entrado en estos nuevos productos estructurados si no hubieran tenido el presunto aval de la calificación de las agencias. Desde este punto de vista fueron cooperadores necesarios de la crisis. Las agencias de calificación comenzaron a dar «*rating*» a los productos estructurados en el año 1993. Al principio se trataba de pocos productos y no eran demasiado complejos, pero con el desarrollo de los derivados de crédito a finales de la década de los noventa, y su posterior explosión en la primera década del presente siglo, las financiaciones estructuradas se fueron desarrollando rápidamente, y los banqueros de inversión necesitaban cada vez más producto, y no paraban de otorgar hipotecas y tarjetas de crédito a cualquiera, tuviera o no un trabajo estable o una formación básica. Con esos productos básicos estructuraban, titulizaban y reempaquetaban sin parar, haciendo productos sintéticos cuyo riesgo era ya casi imposible evaluar. A pesar de todo ello, los «*ratings*» de las agencias de calificación se mantuvieron altos en el período previo a la crisis.

No obstante, es preciso indicar que el fenómeno de impago en productos estructurados triple A es un fenómeno reciente y característico de esta profunda crisis financiera. No es de extrañar que les pillara fuera de juego tanto a bancos de inversión como a agencias de calificación, y sobre todo a los inversores habituales de este tipo de productos, lo cual no es óbice para que insistamos en que

el mal estaba en la propia originación de la financiación estructurada, ya que se utilizó una visión estática en lugar de tener en cuenta el riesgo inherente a conceder una hipoteca por un plazo elevado de años a una persona que difícilmente podría mantener su empleo durante tanto tiempo, y más en un entorno económico de recesión. Tanto la originación como la calificación se realizaron en el peor momento: círculo virtuoso + relajación del control de los reguladores bancarios.

## 5. LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN Y EL RIESGO SOBERANO

El riesgo soberano ha sido tradicionalmente mimado por las agencias de calificación. Hacía años que no surgían conflictos entre las agencias y los Estados nacionales, especialmente los europeos, y no digamos con Estados Unidos. Sin embargo, la profunda crisis que se desató a partir del año 2007 y que hemos comentado en el punto anterior, ha provocado un desencuentro entre las agencias, obligadas a reflotar su credibilidad siendo «duras» en su valoración, y los Estados nacionales, obligados como nunca a buscar refinanciación para su creciente deuda pública.

En el Anexo tenemos las calificaciones otorgadas a los principales países europeos, con datos tomados al 31 de julio de 2011. Es importante tener en cuenta que las que están actualizadas son las de S&P's y Moody's. Las calificaciones de Fitch son en algunos casos antiguas. Podemos ver que en general, las calificaciones son bastante buenas, y que no tienen correlación con los diferenciales que se están marcando sobre el bono alemán por parte de países como España o Italia (cercanos a los 400 puntos básicos en el momento de escribir este documento).

Entonces, ¿qué es lo que está mal, los «*ratings*» o los mercados de deuda? Probablemente, el pánico se ha adueñado de los mercados, y aunque alguna rebaja de calificación realizada por las agencias haya tenido influencia en las bajadas de cotización, éstas han sido excesivamente fuertes, descontando prácticamente la quiebra de los países mediterráneos, lo cual en principio no tendría demasiado sentido. Puede ocurrir que haya ten-





siones de liquidez, pero eso no significa que no se pueda pagar. El nivel de deuda española en relación al Producto Interior Bruto es similar al de Francia o Alemania, países que tienen mucho menos coste de financiación.

Lo comentado anteriormente es un punto a favor de la independencia de las agencias de calificación, ya que no se están dejando influenciar por los especuladores de los mercados, y siguen manteniendo unos criterios razonables de cara a la valoración de la deuda soberana de los países europeos.

No obstante, hay que indicar que, a veces, las agencias hacen comentarios que pueden tener un claro efecto político, como cuando S&P's indicó en abril del año 2009 que «serían positivas nuevas caras en el Gobierno de Irlanda», produciéndose una clara injerencia del proceso democrático en tiempo de crisis. Evidentemente, esta no es la actuación típica de una agencia de calificación, y entendemos que se debe más a un descuido de uno de sus empleados que a la política de esta entidad, y en general de todas las agencias.

## 6. ¿QUÉ SOLUCIONES SE PUEDEN APORTAR DE CARA AL FUTURO?

La situación de las agencias de calificación es similar a la de las empresas de auditoría: son entidades privadas que realizan un servicio necesario, que debe ser independiente, cobrando unos honorarios por ello, y que inevitablemente «siempre tendrán las manos llenas de sangre» cuando se produzca un error.

Hay quien podría aducir que hay diferencia entre las dos funciones, ya que en el caso de las auditorías, se exige por ley que un auditor opine sobre una compañía, mientras que en el caso de las agencias de calificación, la obtención del «*rating*» es voluntaria. Sin embargo, esto, que nominalmente es cierto, no se corresponde con la realidad. Desde el momento en que los **fondos de inversión** tienen que invertir necesariamente en productos que tengan «*investment grade*», se está forzando de alguna manera la necesidad de «*rating*» en el mundo de la inversión. Ello garantiza de alguna forma el trabajo de las agencias de calificación.

La cuestión es si tiene sentido exigir calificaciones de «*ratings*» en los estatutos de los fondos, cuando se supone que la asignación es voluntaria y privada. Hay un claro conflicto legislativo. Si hay que poner unos mínimos, esa calificación debería ser regulada y no libre; que, por ejemplo, la hiciera una unidad de la CNMV o del Banco de España para las entidades financieras, sin necesidad de asignar letras, sino decir si son aptos o no para inversión determinadas entidades y productos financieros. Eso sería costoso pero evitaría el hacer referencia a una calificación no oficial, que a veces se trata de decir que no es necesaria ni obligatoria.

Pero no son sólo los fondos de inversión los que tienen que cumplir con las exigencias de la calificación. Hay **préstamos bancarios** que incluyen condiciones en las que el préstamo estará vencido anticipadamente y tendrá que ser inmediatamente reembolsado, si el «*rating*» de la empresa baja de un determinado nivel. El «*rating*» por tanto, ha dejado de ser un dato voluntario, para pasar a convertirse en un aspecto fundamental más de la emisión de valores en los mercados o del otorgamiento de una determinada financiación a una entidad.

La misma importancia tiene el «*rating*» para las entidades financieras, ya que dependiendo de la calificación asignada, así será el **consumo de capital**. De acuerdo con los criterios establecidos en Basilea II, el consumo de un activo titulado AAA es del 0,6%, y se va incrementando hasta el de un activo titulado BBB, que es un 4,8%, pero si bajamos del «*investment grade*», la situación cambia drásticamente: un activo titulado BB consume un 34%, y si es BB-, requeriría un 52%.

Por consiguiente, debemos de **olvidarnos de la voluntariedad del «*rating*»**, y asumir que la realidad lo ha hecho necesario, no para todas las entidades y productos, sino para aquellos que son habitualmente cotizados en los mercados o tienen acceso a la gran masa de inversores. Parecería, por tanto, razonable establecer por parte de los órganos reguladores un nivel mínimo de volumen de negocio, beneficios, importe de valores emitidos, etc., para que se debiera asignar un «*rating*», una vez hecho lo cual, se debería entrar en el punto clave: **quién paga para conseguir garantizar la independencia de la calificación.**

Ya hemos visto que durante sus primeros cin-



cuenta años de vida, las agencias cobraban de determinados clientes que pagaban por sus servicios, por lo que la información que aportaban era una información restringida y válida sólo para aquellos que podían pagar dichos servicios. Con la universalización de la inversión en los mercados financieros, se optó por un método más general, que pagara el emisor, con lo que la información podía llegar a todos los inversores, pero podía generarse la sospecha de que había un posible conflicto en relación a que el que pagaba era el analizado (igual que en las auditorías).

Debería, por tanto, buscarse una tercera vía que combinara la información pública con la eliminación del conflicto de interés. Algunas de las posibles soluciones serían las siguientes:

- Creación de un canon de calificación por parte de los mercados financieros, que debería ser tenido en cuenta en el momento de la emisión con cargo a las entidades emisoras –como un coste más de la emisión-, y en el momento del pago de cupón o dividendo con cargo a los inversores – en el caso de que no se pagaran cupones o dividendos con el gasto de custodia bancario, similar al canon que cobran las bolsas unido a los corretajes de operar en bolsa-. De esta manera, toda emisión registrada en la CNMV tendría los gastos compartidos entre emisor e inversores, y al ser un canon obligatorio y tener un precio regulado, no habría ningún motivo para que los emisores pudieran influir en los analistas de las agencias de calificación.
- Establecimiento de una escala de emisiones y productos en función de su volumen y complejidad, de forma que para las emisiones y productos básicos bastara con una sola calificación, mientras que para las de mayor volumen y complejidad fueran necesarias dos o tres calificaciones simultáneas.
- Someter a sorteo la agencia o agencias de calificación que tienen que aportar el

«rating» de una emisión específica. Si el organismo regulador ha fijado ya el coste de la calificación, bastaría con sortear las agencias para tener garantizada la independencia. Obviamente, se parte de una situación inicial, en la que hay dos agencias muy mayoritarias, por lo que habría que plantear un modelo de asignación inicial que mantuviera las cuotas y un plan de liberalización progresiva que pudiera incluir el coste ofertado por las agencias y el ratio de acierto en operaciones anteriores como factor para la asignación de la calificación.

- Exigencia de dos calificaciones para cualquier emisión de riesgo soberano, una de las cuales necesariamente tendría que provenir de las denominadas «big three».
- Exigencia de tres calificaciones para los productos y financiaciones estructuradas, asignándose a la estructura la peor de las tres. Además, debe exigirse una clasificación separada y diferente para evitar que los inversores tradicionales asocien la AAA de los bonos a la AAA del producto estructurado, porque no es lo mismo.

Si desligamos el acto de la calificación del contrato económico de la misma, mucho llevaremos ganado. De hecho, no necesitaríamos siquiera saber qué agencia ha hecho la calificación, puesto que el «rating» sería aportado por la futura Comisión Europea de Valores (si es que alguna vez avanzamos en la Unión Europea de verdad) o por la SEC. Si son los reguladores los que exigen que existan auditorías y son los mercados los que piden las calificaciones de las agencias, incorporémoslas al sistema, y hagamos que se paguen adecuadamente.

Otro de los temas candentes en la gestión de las agencias de calificación es la **propiedad** de las mismas. De las tres grandes, sólo Moody's cotiza en bolsa, siendo sus principales accionistas (los cuatro primeros figuran en los archivos de la SEC como detentadores de más del 5% del capital; el resto son noticias de prensa, por lo que pueden no ser fiables):



-Berkshire Hathaway.....	12,30%.
-Capital World.....	12,30%.
-BlackRock.....	6,60%.
-David Selected Advisors L.P...	6,30%.
-T. Rowe Price.....	5,95%.
-Value Act.....	3,63%.
-Vanguard Group.....	3,36%.
-State Street Bank.....	3,36%.
-Neuberger Berman.....	2,86%.
-Invesco.....	2,55%.

En general, y quitando a la compañía de Warren Buffett, los demás son fondos de inversión, y entre Berkshire Hathaway y dichos fondos controlan un 53,5% del capital.

En el caso de Standard & Poor's, no cotiza y es propiedad del grupo editorial Mc Graw-Hill, mientras que Fitch, que tampoco cotiza, es propiedad de la empresa francesa Fimalac en un 60%, estando el 40% restante en poder de Hearst Corporation.

En resumen, las tres grandes agencias tienen capital privado, estando dos de ellas controladas completamente por un accionista mayoritario, mientras que Moody's cotiza en bolsa, aunque está controlada por diferentes fondos de inversión, aparte de Warren Buffett. Esta situación es algo complicada, ya que es difícil poder garantizar la independencia de empresas que están controladas mayoritariamente, y que prestan un servicio que por su propia naturaleza debería ser la quintaesencia de la transparencia y la independencia. Parece que Moody's podría considerarse como una entidad razonablemente independiente, aunque al ser la mayoría de sus accionistas del mundo financiero y tener intereses comunes en la inversión, podrían influir de una u otra forma en la entidad.

Lo lógico sería forzar una **salida a bolsa** de estas tres entidades, de manera que al menos un 70% del capital estuviera atomizado y en manos de accionistas que no tuviera ninguno de ellos más del 1% del capital. De esta forma, serían los gestores y no los accionistas los que marcaran las líneas

maestras de la gestión, y los accionistas sólo podrían pedir cuentas en relación con los resultados que obtuvieran, garantizándose así la independencia de los analistas. No obstante, esto es algo muy difícil de hacer y especialmente en Estados Unidos, donde la libertad del accionariado es algo sagrado. Dejamos el tema abierto, como algo que debería de alguna forma ser objeto de regulación.

Otro conflicto importante es el hecho de que los analistas de las agencias consideran que las **auditorías realizadas son su fuente básica para hacer su trabajo**, y que la responsabilidad de que los balances y las cuentas de resultados estén bien elaborados no es de los analistas sino de los contables de las empresas y de los auditores que han revisado la contabilidad. Es muy posible que esto sea cierto, pero todos sabemos que las auditorías se realizan una vez al año, y que los «*ratings*» se modifican en cualquier momento. No es congruente defenderse cuando la calificación es errónea diciendo que hace diez meses la auditoría respecto a otros seis meses antes decía determinadas cosas, por lo que habría una demora de casi año y medio, y el «*rating*» no sería válido ya que estaría desactualizado.

En general, el analista de una agencia de calificación debe trabajar con los estados trimestrales que se publican, que obviamente no están auditados, y si ven que una empresa baja sus ventas un 50% en un trimestre, deben poner en vigilancia el «*rating*» de la empresa, y lo antes posible cambiarlo en base a su criterio y a las investigaciones que realicen de forma directa o con entrevistas con los responsables financieros de la entidad. Sería bueno que **se regulara la responsabilidad de los auditores y de los analistas de las agencias**, dejando perfectamente claro quién hace qué, y qué responsabilidades tiene cada uno. Y en esa misma legislación incorporar castigos ejemplares para aquellos que no cumplan con su función, que actúen fraudulentamente, que reciban regalos de las compañías, etc.

Lógicamente, deben existir **códigos estrictos de conducta** en las agencias de calificación (de hecho, ya existen), en los que se impida a los analistas que califiquen a entidades en las que haya familiares que tengan cargos de responsabilidad, o impedir que puedan trabajar en dichas empre-



sas analistas que las hayan evaluado con anterioridad, fijando por ejemplo un plazo de cinco años entre la baja en la agencia y la entrada a trabajar en la empresa.

Pero lo que también es importante es **cambiar la mentalidad de los inversores**. No tiene sentido que los analistas financieros emitan continuamente «*research*» (análisis) de compañías cotizadas, fijando precios objetivo y opiniones de inversión, y cuando unas semanas después se comprueba que estas opiniones eran incorrectas, los inversores ni se plantean reclamar o presentar demandas a los analistas por los malos consejos recibidos. Sin embargo, si la agencia de calificación se equivoca, todo el mundo carga contra ella, a pesar de que no hay mucha diferencia entre el trabajo del analista de una agencia y el analista financiero de una sociedad de valores o de un banco.

Por tanto, uno de los aspectos a abordar es **crear la cultura de que el «rating» no es una medida omnímoda** y que hay que creer «a pies juntillas», sino un mero indicador a tener en cuenta junto con otros cuando se evalúa la posibilidad de invertir en un determinado producto financiero.

Cuando una empresa valora el riesgo de impago en una transacción mercantil con otra empresa, suele pedir informes a entidades dedicadas a la valoración de este riesgo (Informa, Axesor, etc.). El responsable comercial estudia el informe, ve los datos que hay en él, así como las recomendaciones, y luego toma su propia decisión. Si le vende el producto, y luego el cliente no le paga, no reclama a la entidad que le facilitó el informe comercial, sino que asume la gestión del recobro.

El «rating» debe llegar a ser algo parecido: un indicador de un analista sobre cómo valora un producto en un momento determinado. Si luego hay impago de principal y/o intereses no puede ser culpa del analista (o no debiera). El mercado debería entonces «poner cruces» a las agencias que fallan habitualmente, y al final se podría llegar a acabar con el oligopolio de las «*big three*». Eso sí, **el regulador debería obligar a que se publicaran estadísticas de aciertos y de fallos**, a fin de que los emisores y sobre todo los inversores pudieran evaluar el «ratio de acierto» de cada agencia.

## 7. CONCLUSIONES

No es fácil tomar una decisión objetiva en relación con cuál debe ser el futuro modelo de actuación de las agencias de calificación en relación con los «*ratings*» que asignan a empresas, Estados nacionales y sobre todo a las financiaciones estructuradas, como tampoco es fácil evaluar su actuación en los últimos diez años.

Con la reciente crisis de la deuda soberana europea, se ha vuelto a poner de manifiesto una cierta discriminación. Sería injusto tratar de amordazar a las agencias de calificación porque no dicen lo que uno quiere, puesto que en ese caso no estarían haciendo su trabajo. Durante muchas décadas, las calificaciones de estas agencias han sido la Biblia de los mercados, y en ningún mercado se han cuestionado. Ha tenido que llegar la devastadora crisis que ahora estamos padeciendo para que cuando se han bajado las calificaciones al riesgo soberano, los dirigentes europeos se hayan llevado las manos a la cabeza e incluso se planteen crear una especie de «agencia amarilla» europea que diga lo que se quiere que se diga (recordemos los famosos «test de stress» que se publicaron hace poco más de un año en los que las cajas de ahorros salían con aprobado alto).

En mi modesta opinión, si hay algo que no se puede dejar en manos de los políticos son las agencias de calificación. Los funcionarios sólo harían lo que les dijeran sus jefes. ¿Alguien conoce a algún político que cuando hace los presupuestos del Estado del año siguiente destine una partida presupuestaria a amortizar la deuda acumulada en años anteriores? Los políticos sólo piensan en el corto plazo y en los votos, y tácitamente asumen que la deuda pública nunca se va a pagar, y lo único que intentan es ser capaces de hacer frente al servicio de la deuda, esto es a los intereses, y que el ratio Deuda sobre PIB no se les vaya mucho. Si en el Parlamento Europeo se exigiera a los países de la Unión Monetaria un plan concreto de pagos para amortizar la enorme deuda pública acumulada, desaparecería de un plumazo el denominado “Estado del Bienestar”, que, no nos engañemos, se ha montado sobre la base de que hay inversores que compran permanentemente deuda pública; si no, sería imposible de mantener.



Por tanto, no matemos al mensajero, esto es, a las agencias de calificación. Es el modelo europeo de financiación y de prestaciones sociales el que tiene que ser reformado, y no el modelo de valoración de riesgos. Es cierto que hay que regular más el funcionamiento de las agencias, y exigir más transparencia en los modelos de valoración e incluso una auditoría de métodos que se realice por excepción periódicamente (y no cuando no nos gustan las calificaciones).

Además, en la actualidad, en muchos casos los especuladores están contratando «*credit default swaps*» (permutas financieras del riesgo de impago (CDSs)) con los que están atacando deudas soberanas sin que el «*rating*» se haya modificado por parte de las agencias, y nadie culpa a dichos especuladores de vender CDSs en cantidades desorbitadas. Tienen su opinión y la manifiestan en el mercado.

Aparte del riesgo soberano, el otro aspecto importante y por el que más se ha criticado a las agencias de calificación ha sido su desacierto en la evaluación de las financiaciones estructuradas. Sin embargo, hemos de tener en cuenta que las series históricas de rentabilidad y de impago durante bastantes años permitían considerar que los productos estructurados tenían una adecuada relación rentabilidad-riesgo, y que la prelación en el pago de las deudas hacía que los tramos “AAA” estuvieran a salvo de los potenciales impagos de las “hipotecas basura”. Además, en paralelo, muchos bancos de inversión habían adquirido CDSs con los que asegurar al menos los tramos “AAA”, y las entidades emisoras de estos derivados de crédito eran casi todas de primer nivel, y por supuesto estaban calificadas también como “AAA”. Por tanto, podemos afirmar que es hasta comprensible que los analistas financieros de las agencias de calificación, basándose en la información histórica, estuvieran hasta acertados en sus calificaciones.

No obstante, con ello, no pretendemos quitar responsabilidad a las agencias de calificación. El problema estaba en el origen, y no supieron detectarlo. La ampliación del «gap» entre precio de la vivienda y renta disponible había aumentado notablemente en aquellos años, y los ratios de empleo eran claramente superiores a los habituales, debido al comportamiento anormalmente expan-

sivo de la economía. Los ratios de crecimiento del crédito y del endeudamiento de las familias crecían asimismo de forma no habitual. Todos estos indicadores deberían haber servido para que se hubiera reflexionado en las agencias de calificación sobre la valoración del riesgo que tenían las estructuras que se estaban generando en los bancos de inversión, cuyo subyacente era cada vez menos seguro.

Es difícil detectar los cambios de ciclo, máxime cuando se produce una especie de consenso generalizado entre los analistas y los banqueros, y cuando las auditorías realizadas a las entidades financieras reflejan sólo las virtudes del sistema. Sin embargo, los datos macroeconómicos estaban ahí, y si algo debe constituir el valor añadido de una agencia de calificación es precisamente ese análisis global del riesgo, especialmente el sistémico. Desgraciadamente no se hizo, y la crisis explotó sin ningún aviso, llevándose por delante a multitud de entidades y el ahorro de muchos inversores.

Nadie duda que las agencias de calificación deban ser independientes, pero el modelo actual que hace que se califique una financiación estructurada en origen para que pueda ser vendida a los inversores, y que después no tiene por qué ser calificada de nuevo, salvo que se solicite por parte del emisor, no es un modelo correcto, ya que los inversores se encuentran absolutamente indefensos. El modelo es lo que falla, y si falla es porque los reguladores no actúan adecuadamente.

Además, las agencias de calificación son entidades privadas que cobran sus servicios a los emisores, por lo que o se encarga un paquete de valoraciones a lo largo de la vida de cada financiación estructurada (con un importante incremento de coste que al final acabaría pagando el inversor de una forma u otra), o se regula por ley que el «*rating*» sea una calificación dinámica y no estática, lo cual también podría generar problemas, aparte del coste, ya que la volatilidad de un producto estructurado es en general muy superior a la de una emisión de bonos, y el mero anuncio de que se rebaja el «*rating*» de una estructura, afectaría inmediatamente a otras muchas estructuras similares, lo que probablemente generaría una alarma social en el mundo financiero.



Como es bien sabido, las financiaciones estructuradas no tienen un mercado líquido, y si se produce la rebaja de «*rating*» se generaría un deseo generalizado de venta que amplificaría la caída de la cotización del producto, llegándose a situaciones límite. Si además, esa rebaja llevara el «*rating*» por debajo del «*investment grade*», los fondos de inversión y de pensiones, aunque no quisieran, tendrían que vender por obligación legal, con lo que el efecto final en el mercado sería el de pánico y colapso financiero, a pesar de que no se hubiera producido realmente ningún tipo de impago.

Indicar también que ha resultado especialmente sospechoso el hecho de que justo después de la rebaja de la calificación de Estados Unidos (ha bajado de AAA a AA+) por parte de Standard & Poor's, se haya hecho público que el Departamento de Justicia de la Administración Obama

comenzó una investigación «con anterioridad» en relación con un posible fraude cometido por la Agencia a la hora de calificar las garantías que sustentaron las ofertas de productos hipotecarios por parte de los bancos de inversión americanos. En el fondo, lo que se está cuestionando es la independencia de los analistas de la Agencia; es decir, si sus jefes obligaron a los analistas a elevar las calificaciones de esos productos.

Por último tenemos que insistir una vez más en el tópico de que si hay algo importante en un modelo económico es la independencia real de los reguladores. Si los políticos pueden nombrar a los reguladores y estos les deben el puesto, difícilmente actuarán con independencia en el ejercicio de su función. Es mucho más fácil echarle la culpa al «*rating*» aportado por las agencias de calificación.



ANEXO

**RATING DE LOS PRINCIPALES PAISES EUROPEOS**

PAÍS	S&P's		Moody's		Fitch	
	Calificación	Perspectiva	Calificación	Perspectiva	Calificación	Perspectiva
Alemania	AAA	Estable	Aaa	Estable	AAA	Estable
Austria	AAA	Estable	Aaa	Estable	AAA	Estable
Bélgica	AA+	Negativa	Aa1	Estable	AA+	Negativa
Bulgaria	BBB	Estable	Baa2	Positiva	BBB	Positiva
Chequia	A	Positiva	A1	Estable	A+	Positiva
Chipre	BBB+	Negativa	Baa1	Negativa	A-	Negativa
Dinamarca	AAA	Estable	Aaa	Estable	AAA	Estable
Eslovaquia	A+	Estable	A1	Estable	A+	Estable
Eslovenia	AA	Negativa	Aa2	Estable	AA	Estable
España	AA	Negativa	Aa2	Negativa	AA+	Negativa
Estonia	AA-	Estable	A1	Estable	A+	Estable
Finlandia	AAA	Estable	Aaa	Estable	AAA	Estable
Francia	AAA	Estable	Aaa	Estable	AAA	Estable
Gran Bretaña	AAA	Estable	Aaa	Estable	AAA	Estable
Grecia	CC	Negativa	Ca	Desarrollo	CCC	Negativa
Holanda	AAA	Estable	Aaa	Estable	AAA	Estable
Hungría	BBB-	Negativa	Baa3	Negativa	BBB	Negativa
Irlanda	BBB+	Estable	Ba1	Negativa	BBB+	Negativa
Islandia	BBB-	Negativa	Baa3	Negativa	BBB+	Estable
Italia	A+	Negativa	Aa2	Negativa	AA-	Estable
Letonia	BB+	Positiva	Baa3	Positiva	BBB+	Positiva
Lituania	BBB	Estable	Baa1	Estable	BBB	Positiva
Luxemburgo	AAA	Estable	Aaa	Estable	AAA	Estable
Malta	A	Estable	A1	Estable	A+	Estable
Noruega	AAA	Estable	Aaa	Estable	AAA	Estable
Polonia	A-	Estable	A2	Estable	A	Estable
Portugal	BBB-	Negativa	Ba2	Negativa	BBB-	Negativa
Rumanía	BB+	Estable	Baa3	Estable	BBB-	Estable
Rusia	BBB	Estable	Baa1	Estable	BBB	Positiva
Suecia	AAA	Estable	Aaa	Estable	AAA	Estable
Suiza	AAA	Estable	Aaa	Estable	AAA	Estable

Datos tomados al 31 de julio de 2011







## IV. TITULIZACIÓN DE ACTIVOS, CRISIS Y RIESGO SISTÉMICO

**José Antonio Trujillo del Valle<sup>1</sup>**  
**Intermoney Titulización SGFT SA**  
**Presidente Ejecutivo**

### RESUMEN

La Titulización de Activos ha sido el epítome de la crisis financiera, aunque recientemente el protagonismo le esté siendo arrebatado por los desequilibrios fiscales y la deuda pública. Esta nota aborda su relación con la burbuja de crédito, el deterioro de sus estándares de concesión y el colapso de los mercados de deuda privada. Previamente se muestra la relación de la Titulización con los Covered Bonds, instrumento corresponsable de la expansión del crédito en Europa, y las diferencias entre las industrias de Titulización en Europa y EEUU que deben servir para matizar y no generalizar ciertas conclusiones.

Aunque existe evidencia de que en EEUU el mercado secundario pudo incentivar la generación de hipotecas, la Titulización, junto con los Covered Bonds, deben considerarse el instrumento del crecimiento más que una de sus causas. Estas quizás haya que buscarlas en la política monetaria desarrollada en el período, en los flujos internacionales de ahorro y en ciertas medidas de desregulación de la banca y los mercados. En principio, la Titulización por sí misma no debería afectar a la calidad del crédito, pero el crecimiento que ésta facilitó difícilmente se podría haber conseguido sin deteriorar sus estándares de concesión. Sin embargo, sí hay evidencia de que en EEUU los originadores establecieron estrategias de concesión de crédito subprime, como consecuencia de la demanda específica de hipotecas de alto riesgo

por parte de la banca de inversión y de las mayores comisiones que podían ser cobradas a los clientes. La Titulización es un instrumento de dispersión de riesgo, pero utilizada por la banca de inversión en formato CDO con subyacente subprime y combinada con Derivados de Crédito, acabó facilitando la concentración de riesgo en un relativamente reducido número de entidades financieras e inversores institucionales. Además, los vehículos de desintermediación y arbitraje -Conduits y SIVs- refinanciados mediante ABCP, también resultaron ser un foco de riesgo para el sistema. La alta concentración de riesgo y el papel de las Agencias de Calificación son piezas que ayudan a explicar el colapso de los mercados. Finalmente, se resalta que, a pesar de la percepción de desastre, la realidad esconde que los fallidos en productos de Titulización en Europa son muy escasos y perfectamente asumibles por el sistema.

### 1. INTRODUCCIÓN

La Titulización de Activos, desconocida para la mayoría antes del estallido de la actual crisis, se convirtió de manera inmediata en prueba de los excesos del sistema financiero, sin duda por méritos propios, y pasó a ser principal culpable del desplome de los mercados. Más de cuatro años después, la crisis que en sus inicios fue de liquidez por la desconfianza generalizada sobre determinados activos privados, ha ido evolucionando hasta convertirse en una crisis global que amenaza con llevarse por delante instituciones que considerábamos sólidamente establecidas. El transcurso del tiempo y de la crisis ha desplazado a la Tituliza-

<sup>1</sup> El autor agradece los comentarios de Carmen Barrenechea, Manuel González y Borja Saez, que no deben ser considerados responsables de las imprecisiones y juicios de valor vertidos en esta nota.



ción del centro del debate, pero ésta todavía permanece prácticamente desaparecida del mercado, al menos a este lado del Atlántico y, en cualquier caso, difícilmente volverá a alcanzar la importancia y extensión que alcanzó en la década anterior. La crisis no es comprensible sin entender el papel desarrollado por la Titulización, pero deslindadas las responsabilidades de manera más precisa, se puede convenir que es un instrumento necesario que aporta elementos muy útiles para el buen funcionamiento del sistema financiero.

La Titulización de Activos ha estado íntimamente vinculada al crecimiento del mercado de hipotecas *subprime* de EEUU, epicentro del terremoto que desencadenó la crisis.<sup>2</sup> La sorpresa inicial causada por la divulgación de la dimensión y extensión de los excesos ocurridos en el mercado hipotecario, la responsabilidad atribuida a la Titulización como técnica financiera que los facilitó y la parálisis y posterior colapso de los mercados de bonos de titulización, le han otorgado un protagonismo quizás desproporcionado. La percepción negativa de la Titulización está irremediablemente instalada en la sociedad, pues ha sido presa fácil para una crítica que ha desbordado los ámbitos profesionales y académicos, para llegar incluso a la parodia para el gran público. El problema, sin embargo, no es tanto esa mala percepción social, incluidos ámbitos de los profesionales de la economía y las finanzas, sino la de quienes tienen responsabilidades de regulación y supervisión, pues, obviamente, un diagnóstico deficiente dificulta la solución de los problemas que sin duda existen en y alrededor de la Titulización.

En esta nota se aborda su relación con tres cuestiones: el crecimiento desmesurado del crédito privado, el deterioro de sus estándares de concesión y el colapso de los mercados de deuda. Pero previamente hemos de referirnos a otras dos cuestiones que matizan el análisis. Por un lado, la coexistencia de instrumentos financieros que comparten con la Titulización características básicas; y,

por otro, las grandes diferencias entre el entramado de la Titulización en EEUU y Europa.

## 2. FINANCIACIÓN CON RESPALDO DE ACTIVOS

La Titulización ha jugado un papel muy importante como facilitadora de la expansión del crédito, pero ni ha sido la única pieza de la maquinaria, ni en el caso de algunos países la más importante, a no ser que se estén echando al saco de la Titulización otras muchas técnicas e instrumentos financieros que cohabitan con ella pero que no lo son. *Covered Bonds*, Derivados de Crédito (*Swaps*, *CDS*, etc.) y Vehículos de Refinanciación (*SIVs*, *Conduits*,...), son todos ellos parte del entramado que ha permitido la expansión sin precedentes del crédito pero no son Titulización.

La Titulización, en su acepción más primaria, es un mecanismo jurídico-financiero que transforma en títulos de deuda negociables, flujos futuros de efectivo resultantes de activos contabilizados en balance (ej. préstamos) o de derechos no contabilizados (ej. alquileres). Entendida en su origen como un instrumento de refinanciación en el mercado de deuda, con transferencia parcial o total del riesgo de los activos, el uso de su elemento central, la separación y aislamiento de derechos en un vehículo sin personalidad jurídica creado al efecto (SPV), se utiliza cada vez más con otros propósitos: la transferencia o cobertura de riesgos, la reestructuración de deuda o la constitución de garantías.<sup>3</sup> Aunque en su origen y su generalizada aplicación es un producto más propio de las entidades de crédito, también puede ser utilizado por empresas no financieras y entes públicos que dispongan de derechos de cobro; pero su importancia en estos otros ámbitos es comparativamente marginal. En adelante, excepto mención en contrario, debe entenderse que hacemos referencia a la Titulización de préstamos realizada por las entidades financieras.

La expansión del crédito de la última década que hizo posible la burbuja de activos reales y financieros, muy especialmente de los inmobiliarios

<sup>2</sup> El informe del Senado de EEUU, “*Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*” de abril de 2011, es un documento imprescindible para conocer los desencadenantes de la crisis. Quizás también sea imprescindible la lectura del libro de Michael Lewis “*The Big Short: Inside the Doomsday Machine*”. Ed. Norton, 2010.

<sup>3</sup> The Joint Forum (2009), aborda el desarrollo de los distintos tipos de *Special Purpose Entities*, y realiza propuestas de regulación y supervisión.



aunque no sólo de estos, se ha sustentado en dos instrumentos: los «bonos de titulización» y «los bonos protegidos». En terminología anglosajona, respectivamente, *Asset Backed Securities*, en sus diferentes modalidades según el activo titulado, y *Covered Bonds*, es decir, nuestras *Cédulas Hipotecarias*, los *Pfandbriefe alemanes*, las *Obligación Foncière francesas*, etc.<sup>4</sup> En ambos casos se trata de instrumentos de deuda que utilizan activos como respaldo, pero con distinta finalidad. En el caso de la Titulización el emisor de los bonos es un vehículo interpuesto, sin personalidad jurídica e independiente del banco titulador, al que se transfieren los activos. En el caso de un *Covered Bond* el emisor es el propio banco. En el primer caso (ABS), los activos titulizados, de *facto* propiedad de los bonistas a través del vehículo emisor, son la fuente de recursos para hacer frente al pago de los bonos. En el segundo (CB), los bonos son una obligación del banco a la que se asigna como garantía privilegiada una cartera de activos que sólo trasladará sus flujos a los bonistas en caso de impago del emisor.<sup>5</sup> En definitiva, en ambos casos se trata de financiación respaldada por activos, en un caso cediendo (sin recurso) activos a un vehículo, por tanto sin aumentar el balance de la entidad, y en el otro, incrementándolo mediante la emisión de un pasivo al que se asocia una parte del activo con una suerte de pignoración.<sup>6</sup>

<sup>4</sup> El término ABS se utiliza como genérico de los diversos tipos de bonos de titulización. Sin embargo en muchas ocasiones excluye los hipotecarios, MBS (*Mortgage Backed Securities*), que agrupan a RMBS y CMBS, de hipotecas residenciales y comerciales, respectivamente. Los CDO (*Collateralized Debt Obligations*) son titulaciones de segundo nivel, es decir con activos no primarios, por ejemplo otros bonos de titulización. Los CLO se refieren a operaciones con grandes préstamos, por tanto poco granulares. Las WBS (*Whole Business Securitization*), son titulaciones del cash flow libre de negocios concretos. No se integran en los ABS las titulaciones que se financian con papel a corto plazo, ABCP (*Asset Backed Comercial Paper*).

<sup>5</sup> En el caso de la titulización los bonos generalmente disfrutan de garantías adicionales. Son las denominadas “mejoras de crédito” (*credit enhancement*) que se instrumentan a través del vehículo. La más usual es un fondo de reserva en forma de efectivo, pero también se pueden establecer en forma de garantías de terceros. También suelen incorporarse *swaps* que mitigan riesgos de tipo de interés o de cambio. Las mejoras de crédito pueden ser aportadas por el propio banco que titula. Los *Covered Bonds* no incorporan mejoras de crédito.

<sup>6</sup> Los denominados *Structured Covered Bond*, utilizados en jurisdicciones sin una legislación específica sobre la materia, se suelen servir de un vehículo para almacenar los activos que sirven de garantía. En definitiva se utilizan técnicas propias de

Son dos mecanismos jurídicamente sólidos y financieramente eficientes para otorgar garantías a los inversores y así obtener liquidez a menor coste que mediante deuda no garantizada (*senior unsecured*). Desde el punto de vista de los flujos, la Titulización facilita la gestión del balance en la medida en que, al margen de las “mejoras de crédito” que pudiera haber otorgado el propio banco, éste sólo está comprometido a entregar los recursos que proceden de los activos; es decir, no existen compromisos de pago. Además, si la transferencia de riesgo cumple determinadas condiciones, la entidad puede reducir capital regulatorio.<sup>7</sup> Por el contrario, los *Covered Bond*, en tanto que pasivos de la entidad emisora, incorporan obligaciones de pago en fechas concretas y no permiten ahorro de capital. Digamos también que no se trata de instrumentos que puedan ser considerados innovaciones recientes. Tanto los *Pfandbriefe* como las *Cédulas Hipotecarias* existen desde hace más de cien años. La Titulización, por el contrario, sí es un instrumento de más reciente creación: los años 80 del pasado siglo en EEUU y los 90 en Europa. No obstante, en ambos casos su gran desarrollo se ha producido en los últimos quince años. Aunque técnicamente los *Covered Bonds* podrían utilizar cualquier tipo de activo, por el momento sólo están regulados para préstamos hipotecarios y al sector público, por tanto dejan fuera el resto de financiación al sector privado -particulares y empresas-, como territorio exclusivo de la Titulización.

Los *Covered Bond* eran un producto hasta hace muy poco exclusivo de Europa, pero su utilización se está extendiendo con mucha rapidez a otros países, aunque todavía su importancia relativa es muy reducida; inferior al 2% del saldo global. Los Cuadros 1 y 2 recogen cifras de emisión y saldo vivo. En Europa ambos instrumentos se reparten el mercado con cierto equilibrio, aunque cada vez más escorado hacia los *Covered Bonds*.

Los datos de EEUU incluyen lo emitido por las *Government-Sponsored Enterprises (GSE)*, *Fannie*

la Titulización para dar forma jurídica más sólida a la garantía de un *Covered Bond*.

<sup>7</sup> Las denominadas titulaciones sintéticas no tienen finalidad de financiación sino exclusivamente de transferencia de riesgo. En España no se ha llegado a registrar ningún Fondo de Titulización de esta naturaleza.



**CUADRO 1**  
**Titulización y Covered Bonds**  
**Volúmenes emitidos**

	<b>Estados Unidos</b>		<b>Europa</b>		<b>España</b>	
	<b>Titulización</b>	<b>Cover Bonds</b>	<b>Titulización</b>	<b>Cover Bonds</b>	<b>Titulización</b>	<b>Cover Bonds</b>
<b>2003</b>	2.915		217	400	24	32
<b>2004</b>	1.957		244	373	32	46
<b>2005</b>	2.651		327	470	43	58
<b>2006</b>	2.456		481	498	60	70
<b>2007</b>	2.147		454	464	106	64
<b>2008</b>	934		711	651	102	50
<b>2009</b>	1.359		414	530	69	53
<b>2010</b>	1.277		383	613	46	53

Miles de millones de euros.

Fuente: AFME, ECBC, AIAF

**CUADRO 2**  
**Titulización y Covered Bonds**  
**Saldos Vivos**

	<b>Estados Unidos</b>		<b>Europa</b>		<b>España</b>	
	<b>Titulización</b>	<b>Covered Bonds</b>	<b>Titulización</b>	<b>Covered Bonds</b>	<b>Titulización</b>	<b>Covered Bonds</b>
<b>2003</b>				1.499	47	62
<b>2004</b>				1.553	71	102
<b>2005</b>				1.676	98	160
<b>2006</b>				1.881	138	226
<b>2007</b>	6.267		1.294	2.021	213	283
<b>2008</b>	7.056		1.738	2.279	276	326
<b>2009</b>	6.892		2.221	2.390	291	353
<b>2010</b>	8.264		2.090	2.501	287	362

Miles de millones de euros.

Fuente: AFME, ECBC, AIAF

*Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae*, etc. cuya importancia se ha incrementado todavía más con la crisis. En 2007 sus emisiones representaban el 40% de la titulización y en 2010 el 90,6%. El saldo vivo de sus emisiones en ese mismo período pasó de representar el 50,4% al 61,8% del total del saldo de titulizaciones. Estos datos muestran las dificultades del mercado de titulización privado también en EEUU y su desplazamiento a emisiones con garantía pública.

En el Cuadro 3 se muestra que la distribución de estos instrumentos dentro de Europa no es en absoluto homogénea. Si se observa cómo se reparte el peso en determinados países y se tiene en cuenta su influencia relativa en las decisiones de la UE y el BCE, quizás se encuentre una de las claves del sistemático sesgo favorable a los *Covered Bonds* en la regulación.

En cuanto a España, las Cédulas Hipotecarias son el principal instrumento de financiación



**CUADRO 3**  
**Saldo Vivo de Titulización y Covered Bonds**  
**Distribución por países**  
**2009**

	<b>Titulización(1)</b>	<b>Covered Bonds</b>
<b>UK</b>	35,6%	8,6%
<b>Holanda</b>	15,8%	1,0%
<b>Italia</b>	12,4%	1,0%
<b>España</b>	15,7%	14,8%
<b>Francia</b>	1,8%	12,1%
<b>Países Nórdicos</b>	0,0%	21,5%
<b>Alemania</b>	5,4%	30,1%
<b>Resto Europa</b>	13,3%	11,0%

(1) Datos por país de origen de los activos y excluidas las operaciones multinacionales.

Fuente: AFME, ECBC

**CUADRO 4**  
**Titulización y Cédulas en España**  
**Saldo Vivo**

	<b>Titulización</b>		<b>Cédulas</b>	
	<b>Hipotecaria</b>	<b>Resto</b>	<b>Hipotecarias</b>	<b>Territoriales</b>
<b>2006</b>	91	47	215	12
<b>2007</b>	131	82	265	18
<b>2008</b>	187	89	307	18
<b>2009</b>	189	102	335	18
<b>2010</b>	183	104	341	20

Los datos de cédulas incluyen multi-cédulas.

Miles de millones de euros.

Fuente: AIAE, AHE

en mercado de las entidades de crédito y tienen la mayor cuota del mercado mundial de *Covered Bonds* cotizados. Las cifras de Alemania son superiores pero porque contienen los *Pfandbriefe* sin listar en mercado, los denominados *Registered Pfandbriefe*, cuyo volumen supera al de los cotizados, pues tienen como ventaja no estar sujetos a las estrictas normas de *mark to market*. Como se expone en el Cuadro 4, en España las Cédulas han sido y son cada vez más importantes que la Titulización, especialmente en el segmento hipotecario.

Los *Covered Bonds* salen reforzados de esta crisis por méritos propios, pero también por haber sido el instrumento elegido por el Banco Central Europeo para el programa de compra de 60 mil millones de Euros en junio de 2009. Una medida, por cierto, especialmente beneficiosa para los *Covered Bonds* emitidos por Alemania y Francia, a cuyos respectivos bancos centrales se les adjudicó el 25% y el 19% del programa de compra. La Titulización, por el contrario, está siendo relativamente penalizada tanto para el acceso a las líneas



de liquidez del BCE, como en las directivas de la EU y normas de Basilea.<sup>8</sup> La sencillez de los *Covered Bonds*, en la mayoría de los casos de tipo de interés fijo y amortización *bullet*, y la fortaleza de las garantías otorgadas a los inversores (hipotecas *prime* y riesgo con el sector público), los ha convertido en el instrumento favorito de las entidades de crédito. La previsión es que su importancia siga creciendo en todo el mundo a costa de la Titulización, pudiendo llegar prácticamente a monopolizar las emisiones con respaldo hipotecario.

## EEUU Y EUROPA

Los datos previenen contra algunas afirmaciones y estudios que obviando la importancia de la financiación mediante *Covered Bonds* vinculan exclusivamente lo acontecido en el mercado hipotecario a la Titulización, quizás atribuyendo validez universal a lo ocurrido en EEUU.

En EEUU el entramado de la Titulización es muy diferente al europeo, con la excepción de Gran Bretaña. Sus elementos más criticados, por su asociación con esta crisis, son precisamente aquellos en los que más se diferencia su práctica habitual de la de Europa. A pesar de ello, la acti-

tud de inversores, reguladores, supervisores, bancos centrales, agencias de calificación y muchos estudiosos, parece responder exclusivamente a un diagnóstico derivado de lo ocurrido en el sistema financiero de EEUU, cuyas características y prácticas no pueden extrapolarse a Europa sin matices.

La presencia en el mercado de EEUU de las agencias públicas (GSE) marca una primera diferencia.<sup>9</sup> Las tres grandes agencias con finalidad hipotecaria, sin equivalente en Europa, con respaldo público antes implícito y ahora explícito tras su intervención, compran la práctica totalidad de las hipotecas de mejor calidad (*prime-conforming*) originadas por las entidades privadas. El resto de hipotecas (*prime non-conforming* y *subprime*), que no pueden ser compradas por las GSE, son titulizadas por la propia entidad originadora o vendidas a otras entidades para su titulización. Esta última opción, muy extendida, da lugar al ahora criticado modelo de negocio hipotecario «originar para distribuir». En Europa, ni existe la facilidad de venta de hipotecas a agencias públicas, ni es habitual vender a terceros carteras para su titulización, ni se entiende como línea específica de negocio la concesión de préstamos con menores exigencias formales y documentales a colectivos de alto riesgo, como es el caso de las *subprime*. Esto último no supone que no se otorguen hipotecas que en definitiva pueden resultar ser de alto riesgo, sino que no existe un segmento específico identificado como tal, ni a efectos de originación ni como producto de Titulización. Por otro lado, en general en Europa y en España en particular, excepto en el caso de alguna entidad concreta, no han tenido la misma importancia las hipotecas con estructuras de tipos de interés y opciones de capitalización de alto riesgo implícito típicas del mercado *subprime*.<sup>10</sup>

Quizás la diferencia más significativa entre mercados sea la importancia del modelo “originar para distribuir” que en muchos casos no sólo

---

<sup>8</sup> -La Directiva de la EU, CRE Art. 122<sup>a</sup> obliga a los cedentes a retener riesgo significativo en las titulizaciones, con lo cual limita la posibilidad de reducir capital regulatorio que es una de las ventajas frente los *Covered Bonds*.

<sup>9</sup> La norma de la SEC (Rule 17g-5), también de futura aplicación en Europa, cuya finalidad es mitigar los conflictos de interés de las Agencias de Calificación y evitar el “*rating shopping*” perjudica más a los procesos de calificación de las titulizaciones.

<sup>10</sup> Los requisitos de información que impondrá el BCE en breve plazo a las titulizaciones que opten al descuento no se exigen a los *Covered Bonds*.

El ratio de cobertura de liquidez de Basilea III penaliza los ABS excluyéndolos como activos aptos para dicho coeficiente. Los *Covered Bonds* sí son considerados aptos.

El ratio de Financiación Estable Neta de Basilea III (Net Stable Funding Ratio) pondera los ABS al 100% (totalmente líquidos) para el cálculo de la Financiación Necesaria, penalizándolos frente a los *Covered Bonds* que entran con un 20% de ponderación (líquidos).

Se ha restringido la capacidad de los fondos de inversión de adquirir titulizaciones, en particular la de los fondos monetarios. Esto supone la pérdida de una fuente de demanda importante.

El BCE otorga la mayor penalización, en términos de “haircut”, a los instrumentos de titulización, un 16%; por encima incluso de los bonos corporativos. A los primeros se les exige un nivel triple A otorgado por dos agencias y a los segundos ni siquiera se les requiere dicho nivel.

<sup>9</sup> Ver Report to the Congress (2010).

<sup>10</sup> Nos referimos a las *Adjustable Rate Mortgages (ARM)* con tipos iniciales muy bajos y, especialmente, a las *Option ARM*, que permiten amortización negativa.



da lugar a la transferencia de riesgo de las carteras sino también al cambio de la responsabilidad de administración de los préstamos. En Europa y muy especialmente en España, la mayoría de las hipotecas son generadas por entidades de crédito, supervisadas por la correspondiente autoridad bancaria local, que mantienen la administración de los préstamos incluso tras su eventual Titulización, y que, en la mayoría de las ocasiones, retienen una porción significativa del riesgo de las carteras titulizadas<sup>11</sup>. Por tanto, no se produce con tanta intensidad el conflicto de intereses entre el originador-administrador de las hipotecas y el inversor de los bonos de Titulización.

Finalmente, también es una diferencia importante el mayor desarrollo del mercado de CDOs. En EEUU proliferaron este tipo de estructuras de Titulización alimentadas con activos no-primarios que incrementan el nivel de complejidad y opacidad. Los activos utilizados pueden ser a su vez bonos de Titulización previamente existentes o generados expresamente para alimentar estas estructuras y pueden tener naturaleza “sintética”, es decir, creados sobre la base de referencias a otros activos mediante CDS (*Credit Default Swaps*). Estos instrumentos, vehículo preferido para la especulación masiva sobre el mercado hipotecario *subprime*, multiplicaron el riesgo de los activos subyacentes de mala calidad, incrementando exponencialmente su potencial destructivo. En Europa los CDO no alcanzaron similar grado de desarrollo, seguramente por no existir un mercado hipotecario identificado como de alto riesgo sobre el que la banca de inversión pudiera organizar “apuestas”. Sin embargo Europa, a través de la correa de transmisión de la banca de inversión, sí fue consumidora de estos productos que resultaron ser la vía de contagio del riesgo hipotecario *subprime* de EEUU.

---

<sup>11</sup> El esquema más típico de retención de riesgo de las titulaciones por parte de la entidades cedentes de los préstamos es el siguiente. En primer lugar, otorgando un swap de tipos de interés que se sitúa en la primera posición de la prelación de pagos de vehículo. En segundo, situando el derecho de recuperación del posible margen (beneficio) del vehículo en el último lugar de la prelación. En tercer lugar, otorgando financiación subordinada para dotar fondos de reserva de efectivo para respaldar a los bonos (mejora de crédito). En cuarto lugar, reteniendo bonos subordinados.

### 3. TITULIZACIÓN Y CRECIMIENTO DEL CRÉDITO

La obtención de recursos mediante Titulización ha sido sin duda un factor determinante en la gestación de la burbuja de crédito en EEUU y, aunque en menor medida, también en Europa. Pero lo ocurrido no puede entenderse sin el marco de un período prolongado de política monetaria laxa y acomodaticia que propició la percepción generalizada de un escenario permanente de riesgo bajo. El crédito creció desmesuradamente en el mercado hipotecario, muy vinculado a la Titulización, y coadyuvó a la burbuja inmobiliaria, pero no sólo creció en ese sector sino de manera generalizada, propiciando inflación de todo tipo de activos reales y financieros. El apalancamiento sin precedentes del sistema crediticio occidental quizás sólo se pudo ejecutar utilizando como garantía los propios activos de las entidades, tanto mediante su Titulización como en formato de *Covered Bond*. Las entidades de crédito tuvieron acceso a recursos a muy largo plazo, sólo limitados por su capacidad de generar activos, y a tipos de interés históricamente bajos. El mejor ejemplo de esta situación quizás sea el sistema crediticio español y la emisión de Cédulas Hipotecarias, tanto de emisión individual como agrupadas por varios emisores en el denominado formato de multicédula. Hasta las entidades más pequeñas y sin calificación crediticia pudieron financiarse a plazos de hasta a treinta años a tipos similares a los de las primeras entidades del mercado y con diferencias del entorno de 10 puntos básicos sobre la curva *mid-swap*.

Las entidades de crédito tienen dos motivaciones para escoger la Titulización como alternativa de financiación: menor coste o arbitraje de capital regulatorio. A pesar de que esta última motivación, que supone dar prioridad a la cesión de riesgo, aportaría argumentos a quienes consideran que ahí reside el origen de todos los males que han generado esta crisis, la realidad es que no existe evidencia empírica que demuestre que esta motivación haya sido determinante en el crecimiento de la Titulización. Por el contrario, la explicación parece ser el menor coste de esta alternativa fren-



te a la deuda *senior*.<sup>12</sup> Es más, quizás la explicación no sea otra que la ausencia de alternativas, pues dónde se pudo crecer con Covered Bonds, una alternativa de menor coste que la titulización, se hizo prácticamente hasta el límite.

La cuestión relevante no es tanto la referente a los instrumentos financieros en los que se materializó el apalancamiento de las entidades, sino qué desencadenó la demanda aparentemente sin límite de dichos instrumentos. Como factores más importantes pueden considerarse, la disponibilidad de un gran flujo de ahorro procedente de Asia y los países productores de petróleo, demandante de instrumentos de bajo riesgo y mayor rentabilidad que la de la deuda pública;<sup>13</sup> la menor disponibilidad de deuda pública por la mejora de los desequilibrios internos de algunos países y el desplazamiento de los mercados hacia instrumentos de deuda privada con capacidad de actuar como *benchmarks*;<sup>14</sup> el proceso de desintermediación bancaria mediante instituciones de inversión colectiva necesitado de títulos; la demanda de los vehículos de arbitraje (*Conduits* y *SIVs*) financiados con papel comercial, a su vez demandado por los fondos de inversión; el propio apetito de la banca de inversión para construir estructuras CDO; la relajación de requisitos de consumo de capital para determinados intermediarios<sup>15</sup>; y la inestimable ayuda de las agencias de calificación.<sup>16</sup>

La creciente demanda de instrumentos “primarios” de Titulización, es decir bonos directamente respaldados por préstamos, tanto por parte de inversores finales como por los vehículos de desintermediación, pudo incentivar la concesión de

préstamos, pero esto no es sino la manifestación de la disponibilidad de ahorro y de su distribución por las entidades de crédito. Cuestión distinta es la demanda de instrumentos primarios para construir estructuras con un destino cada vez más alejado de la captación de ahorro y más cercano a la gestión de posiciones de riesgo o a la simple especulación sobre los mercados en última instancia subyacentes. Valga como dato de la importancia de este tipo de demanda que en el período 2004-2007 en EEUU se emitieron \$1.4 trillones de CDOs frente a \$2.5 trillones de RMBS.<sup>17</sup>

#### 4. DETERIORO DE LOS ESTÁNDARES DE CONCESIÓN

Parece evidente que los instrumentos de deuda con respaldo de activos canalizaron el ahorro externo haciendo posible en algunas economías una expansión sin precedentes del crédito, especialmente del hipotecario. Es más, quizás difícilmente se podría haber producido tal expansión del crédito si los bancos no hubieran dispuesto de dichos instrumentos. Pero, dado que el incremento estuvo asociado a un deterioro del riesgo, también sin precedentes, la siguiente cuestión es si puede atribuirse a dichos instrumentos el ser los causantes del deterioro de los estándares de concesión.

Sobre esta cuestión empezamos enunciando una proposición que debiera ser aplicable con carácter más general. Ninguna industria de tamaño significativo puede crecer durante periodos prolongados a tasas que excedan significativamente al crecimiento real de la economía sin deteriorar sus estándares de calidad, si no es en presencia de algún tipo de avance tecnológico o de un desplazamiento de las preferencias de los consumidores o de cambios en el entorno en el que se desarrolla la industria.

Esta proposición, con todas las salvedades, puede aplicarse a la industria financiera y en particular al crecimiento del crédito, especialmente el hipotecario durante el período 2002-2007. Independientemente del origen e instrumentación

<sup>12</sup> The Joint Forum (2011), revisa la literatura sobre este particular que incluye el caso de España.

<sup>13</sup> Sobre esta causa del crecimiento de la Titulización, Caballero (2009).

<sup>14</sup> BIS (2001) Es interesante la lectura de este documento previo al comienzo de los desencadenantes de la crisis.

<sup>15</sup> Nadauld y Sherlund (2009) aportan evidencia de elementos de endogeneidad entre el mercado primario (hipotecas) y secundario (titulizaciones). Muestran que los cambios introducidos en la *Securities Exchange Act* en 2004 que relajó los requisitos de capital a determinados *broker-dealers*, tuvo como consecuencia ampliar la capacidad de almacenamiento de riesgo de estos intermediarios y dio lugar a un incremento de demanda de hipotecas *subprime* por estas entidades con el propósito de generar bonos de titulización.

<sup>16</sup> Ver Ashcroft *et al.* (2009) y Bolton *et al.* (2010), sobre la concesión de *ratings* en esos años.

<sup>17</sup> Según datos recogidos en US Senate (2011) pg. 334. No se incluyen las GSE.





de la financiación, el crédito sólo podía crecer a tasas tan altas y durante un período tan prolongado a cambio de un deterioro de sus estándares de concesión que permitiera acceder a colectivos cada vez más amplios y, por tanto, de menor riqueza y capacidad de pago. No obstante, son numerosos los que consideran que la Titulización es directamente culpable del deterioro de la calidad del crédito, al permitir a los originadores transferir el riesgo de los préstamos y desvincularse de su comportamiento.<sup>18</sup> Según esta tesis, ampliamente contrastada en el segmento *subprime* EEUU, la importancia del modelo “originar para distribuir” tornó irrelevante la calidad del crédito para los originadores. Según el citado informe del Senado de EEUU, de 2000 a 2006 las hipotecas de alto riesgo pasaron de representar el 12% del total de préstamos concedidos anualmente a ser el 34%<sup>19</sup>. En 2003 se frenó el crecimiento en el segmento de hipotecas de calidad, *Conforming* y *Jumbo* pero siguieron creciendo los segmentos de alto riesgo y aumentando su tasa de Titulización. También es un dato revelador del deterioro de la calidad que en ese período sólo el 36% de los préstamos hipotecarios *subprime* fuera destinado a compra de vivienda, siendo el resto refinanciaciones.

En España en ese mismo periodo se produce un continuo crecimiento tanto de la Titulización como de la emisión de Cédulas, pero, al no estar segmentado el mercado ni las estadísticas por tipología de préstamos, no disponemos de datos sobre el deterioro de los estándares de concesión, aunque obviamente sí exista evidencia sobre el aumento de su morosidad. Igualmente, sí conocemos que durante ese período en nuestro mercado hipotecario también se produce un desplazamiento de la oferta de préstamos hacia colectivos de inferior capacidad de pago y menor arraigo (no residentes e inmigración). Simultáneamente se produce una inflación de las tasaciones de los

inmuebles y, además, un deterioro del porcentaje medio de cobertura de las garantías (relación préstamo-valor de tasación), se alargan los plazos de concesión para reducir las cuotas y acceder a préstamos de mayor importe y, en el marco totalmente generalizado de tipos de interés variables, proliferan las ofertas de fórmulas que incorporan riesgo adicional de tipo de interés (carencias y similares) e incluso la posibilidad de amortización negativa (de cuenta de crédito). En definitiva, también en España, aunque sin constituir una categoría específica, proliferan préstamos que por su riesgo deberían ser considerados *subprime*.<sup>20</sup> Ahora bien, en España no es en el segmento minorista donde se encuentra la verdadera bolsa de alto riesgo hipotecario, como prueba su relativamente reducida tasa de morosidad, sino en el segmento de préstamo promotor, en particular el vinculado exclusivamente a suelo. Por otra parte, hasta la fecha en España sólo se ha realizado una operación de Titulización MBS con préstamos a promotores. En otro tipo de ABS con préstamos a empresas sí se ha incluido riesgo promotor, pero creemos que esto se ha producido con cierta importancia quizás sólo recientemente.

Pero sí hay un elemento especialmente preocupante en la relación entre Titulización y deterioro de los estándares de crédito. Que la mayor oferta de recursos derivados de la facilidad de titularizar produzca un deterioro en la calidad media de los préstamos es un resultado que podemos considerar natural y casi inevitable, pero no lo es que la Titulización induzca por sí misma a conceder

<sup>18</sup> A pesar de lo intuitivo del argumento hay poca evidencia que permita afirmar con generalidad que los préstamos titulizados se comportan peor que los que permanecen en el balance de las entidades.

<sup>19</sup> El informe considera dicha cifra como conservadora. Sería muy superior si se incluyeran las hipotecas denominadas HEL, segundas hipotecas sobre la diferencia entre el saldo pendiente de la primera y el valor actualizado de la tasación. US Senate (2011) pag. 20.

<sup>20</sup> Carbó *et al* (2011), analiza para España la relación entre Titulización, crecimiento del crédito y deterioro de su calidad, concluyendo que puede establecerse una causalidad entre estos elementos. El estudio, con datos individualizados de operaciones y entidades, estima de manera conjunta: crecimiento del crédito, calidad del balance y cambios de *rating*. Los cambios de *rating* de las titulaciones se utilizan como indicador de calidad de los préstamos subyacentes. Asimismo, se utilizan los ratios de *non performing loans* (NPL) como indicadores de riesgo de las carteras de las entidades. El análisis no toma en consideración tres elementos que podrían cuestionar los resultados. 1) La mayor concentración de NPL corresponde a crédito promotor y este no ha sido titulado; 2) una parte muy importante de las rebajas de *rating* de las operaciones de titulización ocurridas partir de 2008 corresponde exclusivamente a cambios de criterio y de hipótesis por parte de las agencias de calificación, no a cambios en el comportamiento de los activos; y 3) la mayor parte de la financiación hipotecaria se realizó con Cédulas, no mediante operaciones de titulización.



préstamos de peor calidad. Sobre este particular *Fannie Mae* estimó que la mitad de los prestatarios con hipotecas *suprime* en realidad hubieran cualificado para recibir hipotecas *prime*.<sup>21</sup> Este desconcertante dato que creemos no puede tener equivalente en Europa, revela la existencia de incentivos para conceder préstamos de mayor riesgo. Su justificación puede estar, por un lado, en las mayores comisiones cobradas a los clientes y, por otro lado, en el mayor precio en el mercado secundario de las hipotecas de alto riesgo.

Según datos internos de *Washington Mutual*, una de las entidades más activas en la originación y distribución en el segmento *subprime*, en 2005 la ganancia en la venta de una hipoteca de bajo riesgo, con garantía pública o estándar de tipo fijo, era de 13 y 19 puntos básicos respectivamente. Sin embargo, la venta de las de alto riesgo, HEL y *subprime*, generaba un beneficio de 113 y 150 puntos básicos, respectivamente. Esta situación era consecuencia de la fuerte demanda de este tipo de hipotecas por parte de la banca de inversión para construir estructuras CDO. Estos hechos dan lugar a una interpretación más preocupante. Al margen de que el excesivo crecimiento del crédito genere por sí mismo un deterioro de los estándares de concesión, la propia industria aparece como parte interesada en su deterioro y desarrolla estrategias de negocio que lo cultivan. Estas estrategias focalizadas en los préstamos de alto riesgo en algunos casos han venido acompañadas de prácticas de concesión que han sido caracterizadas como de “predador” (*predatory lending*).<sup>22</sup> Prácticas que traspasando los límites deontológicos, cuando no los legales, colocan productos inapropiados a la clientela, bien por no ajustarse a sus necesidades y posibilidades, bien por no alcanzar a entender su verdadero riesgo.

Cuestión aparte y muy vinculada al posterior colapso de los mercados, son las prácticas de la banca de inversión en relación con la construcción y comercialización de CDOs especialmente diseñados para apalancarse o multiplicar la posición corta sobre los segmentos de mercado de mayor riesgo. En algún caso estas prácticas que

multiplicaron el riesgo de mercado estaban dirigidas a diseñar productos especialmente proclives a fallar. En concreto parece probado que Goldman Sachs promovió la construcción a través de terceros de estructuras CDO alimentadas con titulizaciones de hipotecas *subprime*, especialmente escogidas por su alta probabilidad de fallido. Estas estructuras eran comercializadas a determinada clientela institucional, desconocedora de que simultáneamente otros clientes informados de los pormenores de riesgo se ponían “cortos” en ese mismo producto.<sup>23</sup>

En definitiva, al margen de prácticas que ponen a prueba el conflicto de intereses entre las posiciones propias de la banca de inversión y la clientela, cuando no rayanas en la estafa, posiblemente muy circunscritas a ciertos originadores e intermediarios del mercado de EEUU, no se puede afirmar que la Titulización sea la causante de la rebaja de los estándares de concesión de préstamos. La cuestión es que sin una rebaja en dichos estándares no se podrían haber concedido hipotecas para crecer a tasas tan elevadas. Es decir, no es la Titulización como técnica financiera la que deteriora la calidad del riesgo sino la facilidad para su refinanciación y ésta no es atribuible en exclusiva a la Titulización. En todo caso, al menos por lo que se refiere al mercado hipotecario, la responsabilidad sobre dicho deterioro y, especialmente, de la permisividad de prácticas de originación irresponsables cuando no fraudulentas, radica en el propio mercado hipotecario, deficientemente regulado y supervisado. La cuestión no es cómo se estaban refinanciando determinadas hipotecas sino por qué se estaba permitiendo su concesión. No deja de ser chocante que algún supervisor aparezca como azote de la Titulización al tiempo que parece haberse olvidado de sus responsabilidades como supervisor del mercado hipotecario. Por otro lado, aun aceptando que la facilidad de titular pudiera desincentivar el control del riesgo, ese no es el punto central, al menos en España. En nuestro país la transferencia de riesgo vía Titulización ha sido muy escasa y ello no evitó el deterioro de los criterios de concesión. Penalizar la herramienta de financiación y no actuar sobre el

<sup>21</sup> Citado por Ashcraft y Schuermann (2008).

<sup>22</sup> Ashcraft y Schuermann (2008).

<sup>23</sup> US Senate (2011). Pags. 318 y siguientes.



mercado de los activos es un error, pues no se acúa sobre el verdadero origen de los problemas.<sup>24</sup>

Por otro lado, al menos en España, la Titulización ha tenido como efecto colateral positivo la mejora de la información en las entidades de crédito. Los requisitos aplicables a los procedimientos de Titulización establecidos en nuestra legislación y en las normas de la CNMV, así como las exigencias de las agencias de calificación, han obligado a las entidades a disponer de más y mejor información. Además, la obligación de auditar las carteras con carácter previo a su Titulización y el control posterior que ejercen sobre su administración las Sociedades Gestoras de los Fondos de Titulización, introducen transparencia y cumplen funciones de depuración.

## 5. EL COLAPSO DE LOS MERCADOS

En un hecho sin precedentes, en julio-agosto de 2007 los mercados de deuda privada comenzaron a congelarse y en pocas semanas colapsaron. Cuatro años después ninguno puede considerarse plenamente restablecido y el de ABS todavía está a niveles mínimos, al menos en Europa, y posiblemente no se restablecerá en los términos previos a la crisis, ni en sus características ni en sus volúmenes. Aunque posteriormente se extendiera a prácticamente todos los ámbitos financieros, la crisis estalló en el de la Titulización y, más en concreto, en el de operaciones respaldadas por hipotecas *subprime*. Por tanto, no es de extrañar que se le atribuya una responsabilidad quizás mayor de la que le corresponda en el colapso global. El mal comportamiento del segmento *subprime* de EEUU era un hecho relativamente conocido desde comienzos del año

---

<sup>24</sup> El mercado de préstamos a estudiantes de EEUU, de gran envergadura, puede estar engendrando un problema similar al de las *subprime*. Se trata de préstamos con apoyo público que son titulizados masivamente. Los intermediarios, algunos creados por las propias universidades, han expandido el crédito hasta una población de escasos recursos que se encuentra atrapada cuando el mercado laboral no responde a las expectativas de empleo engendradas por la adquisición de un mayor nivel de educación. Las propias universidades, aparte del negocio financiero consiguen incrementar su "clientela" beneficiándose indirectamente de la subvención pública implícita en los préstamos.

2007.<sup>25</sup> De alguna manera, el mercado descontaba dicha situación sin atribuirle mayor trascendencia, entendiéndola que la envergadura de los fallidos era asumible y que los problemas quedarían circunscritos a dicho mercado. Muy pocos eran conscientes entonces del grado de interrelación alcanzado por el sistema financiero, causado en gran parte por la banca de inversión, y quizás nadie descontaba que un shock podía causar el colapso en cadena de mercados y entidades. Este shock fue la masiva revisión de calificaciones de las Agencias de Rating en un plazo muy breve de tiempo.<sup>26</sup>

A la Titulización se le atribuye la virtud de diseminar el riesgo y en consecuencia de mitigar el impacto de eventos que de otra manera podrían poner en riesgo al sistema. Como prueba de ello se aportaba una lectura de las dos últimas crisis cuyo limitado impacto podía atribuirse en gran parte al crecimiento de la Titulización y la progresiva desintermediación de los bancos. En un mundo con el riesgo adecuadamente diseminado mediante instrumentos como la Titulización y los vehículos de inversión colectiva, el sistema estaba a salvo de catástrofes. Por tanto, el vertiginoso crecimiento de lo que se ha convenido en llamar "banca en la sombra", es decir, sin capital, escasamente regulada y deficientemente supervisada, no se percibió como problema sino como avance. La realidad fue otra. Efectivamente, la Titulización en su escalón más primario disemina el riesgo concentrado en los balances bancarios, distribuyéndolo entre inversores institucionales. Además, separándolo en tramos de distinto nivel de riesgo puede asignarlo de manera más eficiente según el perfil de riesgo de los inversores. Por su parte, los inversores institucionales -instituciones de inversión colectiva, fondos de pensiones y compañías de seguro- conforman el segundo escalón de distribución, completando la dispersión entre sus partícipes minoristas. Hasta aquí todo bien, y esta desintermediación bancaria puede ser justificación para una reducción de las necesidades de capital del sistema. El problema reside en que una parte del sistema, la banca de inversión, llevó a cabo paralelamente un proceso

---

<sup>25</sup> La mora de más de 6 meses alcanzó el 10% a finales de 2006 casi el doble de la de un año antes.

<sup>26</sup> US Senate (2011) pag. 7.



de concentración de riesgo vinculado a la Titulización y a la maraña de “Derivados de Crédito” que resultó ser una bomba de relojería.

La banca de inversión, mediante CDOs y Derivados creó una pirámide invertida de riesgo apoyada en el mercado *subprime*. Distribuyó una parte de este riesgo contaminando a la banca europea y a inversores institucionales, pero al tiempo retuvo una porción importante en tanto que vendedora de seguros, en formato CDS, sobre operaciones con subyacente *subprime*. En otra actividad paralela y relacionada, la banca facilitó el apalancamiento de *hedge funds*, fuertemente invertidos en CDOs contruidos con tramos *mezzanine* de RMBS *subprime*. Además, creó, gestionó y dio liquidez a *Conduits* y *SIVs* financiadas con papel comercial, alimentados con todo tipo de ABS a largo plazo. Todas estas actividades generaron una gran concentración de riesgo en un número relativamente limitado de entidades y aumentaron el nivel de correlación entre posiciones aparentemente independientes.

Por otro lado, en 2007, de manera un tanto súbita, las Agencias de Calificación desencadenaron una rebaja de calificaciones masiva de operaciones vinculadas a hipotecas *subprime*. En los primeros once meses de 2007 rebajaron la calificación a 8.822 RMBS y a 11.892 CDOs. Esta rebaja ocurrió muy concentrada entre julio y octubre.<sup>27</sup> Ahora bien, si sorprende la extensión de las rebajas, más sorprende su profundidad e inmediatez respecto al momento en que dichas calificaciones fueron otorgadas. Un alto porcentaje de lo originalmente emitido como triple-A pasó directamente a bono basura y, en 2010, la práctica totalidad de las RMBS *non-prime* originalmente triple-A emitidas entre 2006 y 2007 en EEUU habían sido rebajadas a dicha categoría. Las operaciones con hipotecas *prime* no corrieron mucha mejor suerte, pues según tipo y año el porcentaje de las rebajadas a bono basura oscila entre el 81% y el 92%.<sup>28</sup> Hay que tener en cuenta que durante la primera mitad de 2007 las Agencias continuaron concediendo calificaciones AAA a RMBS y CDOs *subprime*, a

pesar de que las señales de deterioro del mercado estaban ya presentes incluso en la prensa.<sup>29</sup>

Para entender que continuara el otorgamiento generalizado de AAA rebasado el zenit del ciclo en el mercado inmobiliario, casi solapándose con el comienzo de las rebajas de calificación masivas, hay que tener en cuenta que la metodología que utilizan las Agencias para los bonos respaldados por activos, aunque con pretensiones de “mirar a través del ciclo” resulta ser en última instancia procíclica. Las Agencias utilizan como principal input los históricos relativamente cortos de los activos subyacentes y aderezan sus modelos con hipótesis, la mayoría de las veces escasamente contrastadas, sobre el comportamiento de los agentes económicos, las instituciones y los mercados. No sabemos cómo afectará en el futuro a sus modelos e hipótesis la experiencia de la actual “Gran Recesión”, aunque lo que vamos observando por el momento en lo referente a las exigencias para otorgar niveles AAA se parece a un comportamiento paranoico más que al resultado de un análisis frío de lo acontecido. La realidad es que en los años del reciente boom, sin duda desbordadas por una demanda imparable que no estuvo acompañada de una mayor dotación de recursos, fueron fácilmente contaminables por el optimismo reinante, y actuaron tarde y sobre-reaccionando, haciendo más aguda la fase descendente del ciclo. Contaminación de optimismo aparte, el modelo de contratación de los rating aporta otros elementos de prociclicidad. Son solicitados y pagados por los emisores y estos, con carácter previo a la finalización del proceso, tienen posibilidad de negociar las condiciones para su obtención y de cambiar de agencia. Dicho modelo, en un contexto de presión del mercado para obtener calificaciones AAA, dio lugar a un negocio altamente lucrativo para las agencias y a unos resultados que parecen confirmar el conflicto de intereses entre calidad y negocio. Hay que tener en cuenta que, a pesar de que su obtención tiene un elevado coste en comisiones, la rentabilidad de un *rating* AAA es muy elevada, pues en la mayoría de los casos no disponer de dicho nivel

<sup>27</sup> US Senate (2011).

<sup>28</sup> US Senate (2011) pag. 267.

<sup>29</sup> El mercado inmobiliario en EEUU se consideraba que había tocado techo en el último trimestre de 2006. En diciembre de 2006 fallaron dos originadores de *subprime* y en febrero ya habían cerrado 22.



hace inviable el propio bono, bien por no existir mercado o por quedar excluido de determinadas opciones normativas. Quizás resulte difícil comprender el error masivo en las calificaciones de las operaciones de RMBS, sin embargo el de los CDOs puede atribuirse directamente a una metodología de calificación que para este tipo de “re-titulizaciones” utiliza como input principal los ratings de las operaciones subyacentes y que no tuvo en cuenta que las correlaciones se pueden disparar en situaciones extremas. Este proceder tiene efecto multiplicador sobre los errores.

En la segunda mitad de 2007, la constatación del deterioro de las tasas de morosidad en el mercado *subprime* y la oleada de *downgrades* de RMBS y CDOs, alguno de estos especialmente diseñado para propiciar su fallido, comenzó a causar problemas de liquidez en inversores institucionales, especialmente en *hedge funds* muy apalancados. Comenzó a extenderse la desconfianza sobre cualquier operación con subyacente *subprime* y rápidamente se generalizó a cualquier tipo de ABS, independientemente del comportamiento de las carteras de respaldo. La pérdida del AAA de muchos activos y las necesidades de liquidez para hacer frente a retiradas de partícipes hizo que inversores institucionales se vieran forzados a vender en mercados muy estrechos cuya liquidez nunca fue muy alta, con el correspondiente colapso de precios. Por su parte, los *Conduits* y *SIVs* perdieron súbitamente su capacidad de refinanciación al desaparecer el mercado de ABCP, también con-

taminado por la desconfianza en cualquier activo relacionado con la titulización. En la medida en que esta situación se produjo de manera simultánea en todos los vehículos de esta naturaleza, sus líneas de liquidez concentradas en sus bancos promotores resultaron ser insuficientes, obligando a la venta de activos o la absorción del vehículo por el banco. A comienzos de 2008 el contagio pasó a los *Covered Bonds*, tras la huida en desbandada de la banca de inversión incapaz de hacer frente a sus compromisos contractuales de aportar liquidez al mercado de operaciones *Jumbo*. En el transcurso de seis meses escasos los mercados de deuda privada pasaron de la euforia a quedar atrapados en una espiral deflacionista y desaparecer. Los acontecimientos que derivaron en la actual crisis de deuda pública son otra historia.

## 6. QUÉ HACER

Tras lo que la mayoría percibe como un desastre, a lo que no es ajeno la imagen del permanente castigo de las rebajas de calificación, la realidad esconde que los fallidos en productos de Titulización son escasos y perfectamente asumibles por el sistema. En Europa los datos son demoledores, en EEUU no tanto. En el Cuadro 5 sólo mostramos los de *Standard & Poor's*, pero no hay razones para pensar que los de las otras Agencias sean muy distintos. Además hay que tener en cuenta que fallido no significa necesariamente 100% de pérdida. No

**CUADRO 5**  
**Operaciones de Titulización calificadas por Standard and Poor's**  
**Tasas de fallido acumuladas en Europa y EEUU**

Rating original	Período 6/2007 - 3/2011					EEUU
	Europa				Total	
	RMBS	ABS	CMBS	CDO		
AAA	0,00	0,00	3,27	3,36	0,85	6,06
AA	0,00	0,00	0,81	3,85	2,44	20,78
A	0,33	0,00	0,86	3,37	1,24	20,57
BBB	0,92	0,00	4,35	2,39	1,83	22,37
BBB	2,86	2,71	18,45	2,31	3,98	34,89
B	0,58	4,13	59,5	0	5,43	43,46
<b>Total</b>	0,07	0,15	2,91	3,38	1,09	8,4

Fuente: S&P



conviene confundir la realidad con los modelos de las Agencias y lo que estas denominan resultados que no son sino sus propias “matrices de transición” entre niveles de *rating*. Compárense los datos de fallido con los de rebaja de calificación. Esta misma Agencia nos informa de que, en Europa en ese mismo período, se rebajó la calificación al 15% de los productos AAA (su fallido acumulado fue 0,85%, concentrado en CMBS y CDO) y al 44,7% de los niveles denominados especulativos (inferior a BBB).

Si estos son los datos ¿por qué penaliza la nueva regulación y el BCE a los productos de Titulización, incluso a los más básicos? Valga como ejemplo que en la facilidad de liquidez del BCE un bono corporativo calificado A por una agencia está mejor tratado que una titulización RMBS con AAA por dos agencias. Podemos aventurar que parte de la desconfianza de los mercados hacia los productos de Titulización la generan los propios Reguladores que transmiten una imagen de producto contaminante.

La Titulización es una herramienta que aporta valor, pero, como otras muchas, es peligrosa en manos de quién la utiliza como arma. La falta de transparencia y la confianza depositada en los *rating*, promovida por la propia normativa, han sido el perfecto caldo de cultivo para el desarrollo de productos que nunca debieron existir, muchos de ellos de inescrutable nivel de riesgo. Las iniciativas para obligar a las entidades a disponer de información exhaustiva de los activos son bienvenidas y deberían aplicar tanto a los utilizados en las operaciones de Titulización como en las de *Covered Bonds*. Su puesta a disposición de los inversores a nivel de préstamo puede ser en muchos casos innecesaria por excesiva, pero tiene la virtud de obligar a las entidades a mejorar sus sistemas y cuidar la información, base de cualquier política de control de riesgos.

Respecto al papel de las agencias de calificación, no sólo en lo referente a la Titulización sino a cualquier otro ámbito de su actuación, cuanto antes se las saque de la normativa como entes certificadores, mejor.<sup>30</sup> Asimismo, cuanto antes se revise el significado de las calificaciones, en parti-

cular las de los niveles altos de la escala, también mejor, pues la evidencia empírica de su capacidad de discriminación es nula.<sup>31</sup> Los *rating* se han convertido en uno de los principales focos generadores de inestabilidad del sistema financiero.

La nueva regulación sobre Titulización también busca corregir lo que se considera falta de convergencia de incentivos y conflictos de interés. La regulación estrella en esta área es por el momento la obligación de que los titulizadores retengan un porcentaje de riesgo de las operaciones para que estas sean aptas como inversión para otras entidades de crédito y para el Eurosistema.<sup>32</sup> La realidad es que en Europa esta norma debería tener escaso efecto, al menos en un horizonte no precisamente corto, pues no hay evidencia de que las entidades de crédito se hayan desentendido de la evolución de sus carteras titulizadas, de las que siguen siendo administradoras y gestionan de manera no diferenciada. Ahora bien, su desarrollo por el momento lleva camino de ser un galimatías cuya comprensión y posterior aplicación tendrá efectos negativos sobre la Titulización. Una vez más, en Europa se regula con la vista puesta en EEUU.

## BIBLIOGRAFÍA

Ashcraft, A. y Schuermann, T. (2008): “Understanding the Securitization of Subprime Mortgage credit”. *Federal Reserve Bank Of New York Staff Reports*, nº 318.

Ashcraft, A., Goldsmith-Pinkham, P y Vickery, J. (2009): “MBS ratings and the Mortgage Credit Boom. Working paper. FRBNY.

BIS (2001): “The Changing Shape of Fixed Income Markets”. *Monetary and Economic Department BIS Papers Nº 5*. Bank of International Settlements. Basilea, octubre de 2001.

Bolton, P., Freixas, X. y Shapiro, J. (2010): “The Credit Ratings Game”. Working paper. CEPR.

<sup>30</sup> Dittrich (2007).

<sup>31</sup> Sólo existe evidencia y muy limitada para el sector de *corporates* en EEUU.

<sup>32</sup> Modificación de la Directiva 2006/48/EC, Art. 122 bis.



Caballero, R. (2009): “The Other Imbalance and the Financial Crisis”. *MIT Dept. of Economics Working Paper N° 09-32*.

Carbó, S., Marqués, D. y Rodríguez, F. (2011): “Securitization, Bank Lending and Credit Quality. The Case of Spain”. *European Central Bank Working Paper Series n° 1329/abril 2011*.

Dittrich, F. (2007): “The Credit Rating Industry: Competition and Regulation” *University of Cologne Department of Economics, working paper*.

IOSCO (2008): “Report of the Task Force on the Subprime Crisis”. Technical Committee of the IOSCO. Mayo 2008.

Nadauld, T. y Sherlund, S. (2009): “The Role of Securitization in the Expansion of Subprime Cre-

dit”. Finance and Economic Discussion Series. Federal Reserve Board, Washington D.C.

Report to the Congress (2010): Report to the Congress on Risk Retention. Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington DC., octubre de 2010.

The Joint forum (2009): “Report on Special Purpose Entities”. Bank of International Settlements. Basilea, octubre de 2009.

The Joint Forum (2011): “Report on Asset Securitization Incentives”. Bank of International Settlements. Basilea, Julio de 2011.

US Senate (2011): “Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse”. *Permanent Subcommittee on Investigations*. US Senate, Washington D.C., abril de 2011.







## V. LAS AUDITORÍAS: ¿CUÁL DEBERÍA SER SU PAPEL EN LA PREVENCIÓN DE FUTURAS CRISIS?

**Chiqui Cabezudo Ramírez<sup>1</sup>**  
Subdirectora de la CNMV

### RESUMEN

El crecimiento económico y el desarrollo financiero experimentado en las últimas décadas han traído consigo la creación de grandes corporaciones en todos los sectores económicos, dando lugar a niveles elevados de concentración de poder con una fuerte capacidad de influencia. Si bien las quiebras societarias son consustanciales al desarrollo económico, cuando estas se producen en un contexto de comportamiento asimétrico entre el enriquecimiento de los directivos y administradores y la descapitalización de las entidades, provocan una pérdida de confianza en el sistema. En muchos de estos supuestos, la información financiera que la sociedad ha facilitado al mercado en los periodos temporales anteriores a la quiebra ha ocultado la situación económica real de la misma. El papel de los auditores, a través de los informes de auditoría, como garantes públicos de la información financiera veraz, es el de establecer una primera barrera de contención para prevenir este tipo de situaciones.

Para poder desempeñar este papel tan relevante los auditores deben mantener un nivel de formación profesional adecuada y un alto grado de independencia con respecto a los administradores y directivos de la entidad a auditar. Los organismos públicos, a través de las normas legales, deben apoyar la independencia de los auditores, que puede verse fácilmente quebrada al ser las compañías auditadas las pagadoras de sus servicios. El trabajo del auditor debe realizarse con un alto nivel de escepticismo y sentido crítico respecto a las previsiones sobre las

condiciones económicas futuras en las que se desenvolverá la entidad auditada.

La globalización y el crecimiento han sido posibles por los altos niveles de confianza depositada por los participantes en los mercados de capitales en la información económica disponible. Sin embargo, la crisis iniciada en el año 2007 ha quebrado esa confianza. El papel que los auditores deberían haber tenido en los periodos anteriores a la crisis, si el grado de escepticismo en su trabajo hubiera sido más alto, poniendo en duda algunas de las operaciones societarias informadas por muchas entidades financieras, podría haber supuesto un freno a la actual crisis. La confianza en época de bonanza es fácil de alcanzar, pero mantenerla en momentos de crisis es fruto únicamente de un alto nivel de calidad en la supervisión, tanto privada como pública.

### 1. FUNCIÓN DE LA AUDITORÍA EXTERNA

Los estados financieros de una entidad, formulados por sus administradores, reflejan la opinión que estos tiene respecto a la situación económico financiera de ésta a una fecha dada, siendo una parte esencial de los mismos el carácter predictivo de las hipótesis utilizadas. Los inversores y analistas utilizan esta información para evaluar el comportamiento de los valores emitidos (acciones, bonos, etc.) en cuanto a precio, riesgo y rendimiento. Por ello, la información suministrada en los estados financieros es crítica para la adecuada formación de los precios, para una asignación eficiente de los recursos financieros y, por tanto, para una economía más competitiva. El auditor desempeña la función de supervisar la actuación de los adminis-

<sup>1</sup> Este trabajo se ha beneficiado de los comentarios recibidos de Eduardo Manso. Las opiniones expresadas en este trabajo representan exclusivamente el punto de vista de la autora.



tradores en cuanto a la razonabilidad de las cifras e hipótesis utilizadas para presentar la información financiera para su uso por los participantes en los mercados de capitales; por consiguiente, su opinión, reflejada en el informe de auditoría, constituye un pilar fundamental para conseguir la eficiencia de los mercados de capitales.

La estabilidad de los mercados financieros depende, en gran medida, del nivel de confianza que los participantes tengan respecto de la veracidad y solidez de la información financiera suministrada por las sociedades cuyos valores se negocian en ellos. Al dar su opinión sobre los estados financieros de una sociedad, el auditor asume una responsabilidad pública que trasciende a la relación con la sociedad; su lealtad es frente a los accionistas y los acreedores, así como frente al público inversor, pero no frente a los administradores. No es suficiente con decir que los estados financieros son «razonables»; la confianza del público inversor en la información financiera depende también de la percepción que tienen los inversores de que el auditor es un profesional independiente. Si es percibido como un defensor de los gestores de la entidad, se pierde el valor de su función auditora.

La separación entre la gestión y la propiedad de las sociedades mercantiles es ya centenaria. Esta separación dio lugar a los problemas de agencia, bien estudiados en la literatura económica desde hace décadas. Surge así la necesidad de los propietarios de las compañías de conocer cuan diligentes son los administradores con su negocio. Aparece pues la función del auditor como la opinión expresada por un experto independiente sobre la información facilitada por los gestores.

## 2. CAMBIOS EN LA AUDITORÍA EXTERNA A LO LARGO DEL TIEMPO

### 2.1. Orígenes

Aunque existen vestigios de sistemas de control de cuentas públicas entre los egipcios, griegos y romanos, es desde la Revolución Industrial, y

más concretamente con determinadas actividades económicas nacidas en esa época, como las compañías de ferrocarril inglesas, cuando la profesión del auditor se va configurando como un servicio de interés público, tanto para las empresas como para la sociedad en general<sup>2</sup>.

El desarrollo de los mercados, junto con el crecimiento de las sociedades, amplió el colectivo al cual va destinada la opinión hasta alcanzar a cualquier acreedor de la compañía, como tenedores de bonos u obligaciones y, por supuesto, a las entidades financieras. Los informes de auditoría constituyen una parte esencial en la supervisión pública de determinadas entidades, como sociedades cotizadas, compañías de seguros y entidades de crédito, todas ellas sometidas a control y supervisión pública.

La función de auditoría alcanzó rango legal en el Reino Unido, con la promulgación de la Companies Act de 1862, que incorporó la obligación de verificar que los estados contables se ajustaban a las normas. Más adelante, en 1879, la Banking and Joint Stock Companies Act sometería a todos los bancos a la obligación de la revisión de sus cuentas. El objetivo principal de la auditoría en esta época era el descubrimiento de fraudes, errores técnicos o errores de principio.

La llegada de la auditoría a Estados Unidos de manos de los profesionales ingleses pronto alteró el enfoque inicialmente dado, pasando a proponer como objetivo la indagación de las condiciones financieras reales y los ingresos de una empresa, siendo el descubrimiento de fraudes y errores un objetivo menor.

La transformación de la auditoría desde una necesidad de los propietarios hacia una exigencia legal del mercado contribuyó a aumentar la transparencia en los mercados de capitales. El incremento de exigencias legales casi siempre ha venido motivado por una crisis financiera previa que ha puesto de manifiesto abusos cometidos en situaciones no previstas, a los que frecuentemente los auditores no se enfrentaron, y por fallos en la supervisión de los mercados, de las sociedades o de la información.

---

<sup>2</sup> J. Urias y Valiente, «Auditorías Financieras».



En los EE.UU, la crisis financiera de 1929 introdujo un gran número de reglamentaciones y obligaciones encaminadas a incrementar la confianza en los bancos y en los mercados de capitales de este país. Además de la completa reorganización del sistema de supervisión bancario, incluido el cierre de casi 9.000 bancos, la creación de la SEC y la atribución a ésta de las competencias contables respondieron al deseo de poner orden en la información financiera suministrada al mercado. Entre otras medidas, apareció la obligatoriedad de emitir informes elaborados por expertos independientes que sirvieran de garantía respecto a la bondad y fiabilidad de la información financiera facilitada por las sociedades cuyos valores cotizaban en mercado.

La Securities Exchange Act de 1933, estableció que todas las entidades cuyos valores emitidos estuvieran admitidos a negociación en algún mercado de capitales de EE.UU. suministrarían información financiera periódica, estando dicha información auditada por un profesional independiente. El objetivo perseguido siempre ha sido el mismo, la mayor transparencia de los mercados de capitales para mantener la confianza de los inversores, puesto que *«suministrar completas y buenas informaciones sobre las características de los valores negociados es una forma de prevenir el fraude en su negociación»* (Securities Act 1933).

En España, la primera Ley de Auditoría de Cuentas es del año 1988, explicaba en su exposición de motivos cuál era la razón última por la cuál debía regularse la auditoría: *«La exigencia de dotar de la máxima transparencia a la información económico-contable de la empresa, cualquiera que sea el ámbito en que realice su actividad, ha determinado que existan a lo largo del tiempo diversas técnicas de revisión mediante las que se puede obtener una opinión cualificada sobre el grado de fidelidad con que la documentación económico-contable representa la situación económica, patrimonial y financiera de la empresa.»*

En ese mismo año se publicaba la Ley del Mercado de Valores, que en su artículo 26. b), establece como requisito previo a la emisión de valores destinados a ser distribuidos entre el público, o negociados en un mercado secundario organizado, *la existencia y registro de una auditoría de cuentas de los estados financieros del emisor realizada por un*

*profesional inscrito en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas.*

## 2.2. Consecuencias de las quiebras y de las crisis financieras recientes para la labor de auditoría

El fortísimo desarrollo experimentado en el sistema financiero durante las tres últimas décadas, junto con la existencia de mercados cada vez más competitivos como consecuencia del desarrollo tecnológico y de la progresiva y rápida eliminación de trabas para el libre intercambio entre los distintos países, ha producido cambios sustanciales en las estructuras de las compañías tendentes a concentrar cada vez más la actividad, dando lugar a la aparición de grandes corporaciones en la mayoría de los sectores económicos. Este hecho ha afectado también al mercado de las auditorías. Los auditores individuales o firmas pequeñas no disponían de suficiente capacidad para realizar las revisiones a empresas en continuo crecimiento, que diversificaban su actividad tanto geográficamente como abarcando nuevos negocios y productos. Las grandes firmas de auditoría fueron ganando cuota de mercado, y puesto que la confianza se fundamenta en gran medida en el conocimiento del *nombre*, las barreras de entrada en este nicho de mercado han ido incrementándose al mismo tiempo que se desarrollaba el mercado financiero y se constituían corporaciones de gran tamaño en todos los sectores económicos.

El desarrollo de los mercados financieros y la mayor libertad de acceso, tanto para las empresas como para los inversores, contribuyeron a la globalización financiera, y ha ido acompañado de un constante desarrollo de las legislaciones buscando mantener unos niveles de transparencia suficientes para la correcta formación de los precios y el buen funcionamiento del mercado. Sin embargo, la innovación financiera siempre va por delante del desarrollo legal. Durante las tres últimas décadas si bien existieron ciertas situaciones de crisis financiera en las economías desarrolladas, produciéndose quiebras empresariales significativas, ninguna, hasta la actual, fue percibida por el público y las autoridades como capaz de colapsar el sistema.

En el periodo 2000-2002 se produce el final de la *nueva economía*, la quiebra de Worldcom, Glo-



bal Croosing, Parmalat, etc. Pero fue la quiebra de Enron en el año 2001 la que provocó la mayor repercusión pública dando lugar a nuevas normas tendentes a regular el papel que debe tener el auditor externo en una compañía. Desde entonces, la función de la auditoría de cuentas, junto con las empresas dedicadas a la realización de las mismas, ha acaparado un elevado grado de atención.

Enron fue el caso con mayor repercusión a nivel público porque arrastró tras su caída a Arthur Andersen, una de las, en aquellos momentos, cinco grandes firmas de auditoría. Enron se declaró en quiebra el 2 de diciembre de 2001, tras un crecimiento de los ingresos, entre 1996 y 2000, de más del 750%, un 65% anual. Las investigaciones posteriores pusieron de manifiesto graves deficiencias en la información financiera facilitada por los administradores de Enron, pero sobre todo, se evidenció el problema de la falta de independencia de la firma de auditoría respecto a los responsables de la sociedad.

Arthur Andersen había cobrado por el trabajo de auditoría y consultoría 47 millones de dólares en 1999, 58 millones de dólares en 2000, y más de 50 millones de dólares en 2001, además de que realizaba la función de auditoría interna de Enron desde 1993. A lo largo de los años, Enron había contratado al menos a 86 auditores de Arthur Andersen. El responsable de Andersen en Enron, David Duncan, mantenía una estrecha relación personal con Richard Causey, responsable de contabilidad de Enron<sup>3</sup>. Todo ello permitió que el último informe de auditoría publicado por Enron antes del colapso, no tuvieran ninguna salvedad.

La quiebra de Enron produjo importantes pérdidas a un número considerable de accionistas; planes de pensiones de sus empleados ligados a la cotización de la acción se perdieron, y fue despedida casi la totalidad de la plantilla. Otras entidades como Worldcom, Parmalat, etc., fueron también víctimas de unas actuaciones negligentes de sus administradores y ejecutivos, pero en ninguno de los casos la firma de auditoría anticipó en su opinión dichas actuaciones, permitiendo

a los administradores de las entidades conseguir sus propios objetivos a expensas de los accionistas y trabajadores.

Cuando los deseos privados de la dirección han primado sobre los generales de la comunidad, los auditores se han visto sometidos a una dura prueba a la que algunos no han sabido, o quizás no han podido, negarse. La desaparición de Arthur Andersen como firma de auditoría estuvo motivada, tanto por las sanciones impuestas a la misma al haber sido partícipe en alguna de las quiebras producidas, como por la crisis de confianza que produjo. La confianza tarda en construirse pero su destrucción es rápida; el *nombre* paso a representar falta de veracidad y el mercado dejó de confiar en la opinión expresada por la firma.

En todos los casos se puso de manifiesto el hecho de que el desarrollo financiero, la aparición de productos cada vez más sofisticados y la llamada ingeniería financiera, habían permitido ocultar la realidad económica de estas compañías. La historia muestra que la innovación financiera, como por ejemplo los derivados en esta crisis, tienden a generar abusos que no suelen estar contemplados en la regulación, a los que frecuentemente los auditores se niegan a enfrentarse, contribuyendo con ello al abuso. Cuando la regulación aborda la cuestión, con frecuencia es demasiado tarde para evitar las consecuencias desfavorables. Como agente privado de supervisión, los auditores no prestaron la suficiente atención, incluso como grupo profesional, para evaluar los verdaderos orígenes de los espectaculares resultados de estas compañías, cuyos objetivos eran proyectar una imagen de crecimiento permanente, cumplir con los objetivos de resultados programados el año precedente y mejorar las compensaciones de sus administradores y ejecutivos.

El fallo de todos los sistemas de vigilancia establecidos provocó que, tras las investigaciones llevadas a cabo, se aprobara en EE.UU., en julio de 2002, la Sarbanes Oxley Act. Se buscaba, entre otros objetivos, mejorar los sistemas de información financiera mediante el fortalecimiento de los controles que devolvieran la confianza de los inversores. Europa incorporó también en su legislación medidas tendentes a fortalecer los controles de la información financiera.

<sup>3</sup> Thibodeau, J.C. y Freier, D.Dr. J. C. «Auditing After, Illustrative Cases, Sasanex-Oxley».



En España, la Ley del Mercado de Valores, a través de la Disposición Adicional 18ª, incluida en 2002, establece la obligatoriedad para las sociedades cotizadas de contar con un Comité de Auditoría, fijándose las reglas para su composición y funcionamiento. Por otra parte, también en 2002, se incorporó la necesidad de informar anualmente de los importes pagados a los auditores externos de las sociedades cotizadas, por conceptos distintos a la realización de la auditoría.

El desarrollo legal de las funciones de Control Interno, obligatorias en algunas jurisdicciones para entidades cotizadas y sociedades sometidas a supervisión, entre otras cosas, impuso la prohibición de coincidencia de la función de auditoría interna en el auditor externo de la sociedad.

Tras la desaparición de Arthur Andersen el mercado de las auditorías se vio alterado. El siguiente cuadro muestra el grado de concentración de las firmas de auditoría para los valores incluidos en los principales índices bursátiles por países.

Ejercicio 2010	Pricewaterhouse Coopers	Deloitte	KPMG	Ernst & Young	Mazars
España (IBEX 35)	21,62%	48,65%	13,51%	16,22%	
Francia (CAC-40)	19,51%	26,83%	15,85%	24,39%	13,41%
Alemania (DAX)	27,5%	2,5%	57,5%	12,5%	
Italia (FTSEMIB)	34,78%	8,70%	21,74%	34,785%	
Reino Unido (FTSE 100)	50%	18,18%	13,64%	18,18%	

El caso de Francia es particular al exigir la legislación de este país que las emisoras en el mercado francés deben disponer de dos informes de auditoría, frente a un único informe en el resto de países.

La crisis de 2000-2002 y las quiebras de sociedades producidas, no afectaron de una forma tan global al sistema financiero occidental como la crisis desatada en el verano de 2007 (no se produjeron problemas de solvencia en entidades financieras, no existió crisis de liquidez, etc.); fue una crisis sectorial y centrada en determinadas entidades, sus accionistas, e inversiones ligadas a la evolución del beneficio de dichas entidades.

Sin embargo, la actual crisis, al haber afectado al sector financiero, ha resultado más global y más profunda. La crisis de confianza en la banca tiene consecuencias más graves, ya que no son únicamente los accionistas los afectados, al ser entidades fuertemente apalancadas, sino que el número de inversores y depositantes involucrados, entre ellos, inversores profesionales y otras entidades financieras, es muy superior. Afecta de una forma directa al sistema financiero en general. La disminución de liquidez del sistema, la contracción del crédito, ha afectado a empresas y familias, sea cual sea su nivel de solvencia, extendiendo la crisis a sectores que inicialmente no se habían visto afectados y obligando a las autoridades económicas y monetarias a tomar medidas sin precedentes.

Esta situación ha provocado que las medidas adoptadas en todo el mundo fueran encaminadas, inicialmente, a estabilizar el sistema financiero, sin cuestionar excesivamente las causas últimas del colapso. No obstante lo anterior, tras el impacto inicial, se comenzaron trabajos tendentes a mejorar el valor añadido y la calidad de los informes de auditoría, a través del IAASB (International Auditing and Assurance Standards Board) y del PCAOB (Public Company Accounting Oversight Board), como forma de contribuir a una mayor estabilidad en los mercados a través de altos niveles de calidad de la información y fiabilidad en la misma, y en última instancia, elevada transparencia en el mercado financiero. En definitiva, la actual crisis tiene de fondo una crisis de confianza mayor de la que hasta ahora se ha visto. El colapso del sistema se ha producido porque las entidades financieras perdieron la confianza en la información facilitada por ellas mismas limitando el trasvase de liquidez propio del mercado.

Las implicaciones que esta crisis está teniendo sobre la economía real son tan importantes, tan profundas, que la opinión pública está pasando por alto hechos tan relevantes como la demanda en los EE.UU e Inglaterra contra Ernst & Young por las cuentas de Lehman, la reciente sentencia en España contra la misma firma por las cuentas de Martinsa Fadesa del ejercicio 2007, cuando en julio de 2008 presentó concurso de acreedores, la demanda presentada por Michigan Retire-



ment System contra Bear Stearns y Deloitte, o la intervención por el Banco de España de la Caja de Ahorros del Mediterráneo en julio de 2011 con una opinión de auditoría limpia al cierre de 2010. Sin embargo, es evidente que el papel que deberían haber jugado los informes de auditoría podía haber conducido a situaciones diferentes. Es relevante destacar que en Estados Unidos la rapidez y contundencia de la actuación judicial en cuestiones que afectan a la confianza en sus mercados financieros traslada, de forma casi inmediata, a la opinión pública la idea de que «quien la hace la paga». Por el contrario, en España, las resoluciones finales, aunque se producen, pierden en este sentido una de las consecuencias de las mismas. Por ejemplo, la multa pagada por Deloitte, como entidad absorbente de Arthur Andersen, por los fallos detectados en el informe de auditoría a la Corporación Banesto en el ejercicio 1992, fue pagada en junio de 2005. La publicación de este hecho, evidentemente, careció de la trascendencia mediática que hubiera tenido si el tiempo transcurrido hubiera sido menor.

### 3. PROBLEMAS QUE PERSISTEN EN LA ACTIVIDAD DE AUDITORÍA

Los avances realizados tras la crisis del 2000-2002 no han sido suficientes, quedan problemas por resolver, problemas que adquieren mayor profundidad ante la existencia de las llamadas entidades «demasiado grandes para dejarlas caer». En el campo de la auditoría, este concepto, dado el alto nivel de concentración y saturación del mercado en pocas firmas capaces de realizar la auditoría de *entidades demasiado grandes para dejarlas caer*, conlleva, a su vez, el riesgo de excesiva concentración en el mundo de las auditorías ante la desaparición de una de las firmas.

La concentración existente en el mercado de las auditorías produce dos tipos de comportamiento que pueden afectar a la independencia y los posibles conflictos de interés. Por un lado, dado que en la mayoría de los países existe la obligación de auditoría, la competencia entre las distintas firmas de auditoría por hacerse con una cartera

de clientes conduce al fenómeno conocido como *lowballing*, o fijación de precios de auditoría por debajo de los costes. Por otro lado, se extiende la prestación de servicios adicionales a la sociedad auditada. La ruptura de la independencia puede llegar a producirse al intentar recuperar en ejercicios posteriores las pérdidas producidas por aplicación de tarifas de auditoría excesivamente bajas. Con respecto a los conflictos de interés que puedan producirse, las firmas de auditoría aducen que la prestación de servicios como asesoría fiscal, financiera o legal, junto con el servicio de auditoría, es ventajosa para las entidades puesto que el conocimiento adquirido por el auditor a través de la prestación de servicios de asesoría facilita el ejercicio de su trabajo como auditor.

Tras numerosas consultas tanto a nivel europeo como en Estados Unidos<sup>4</sup>, se tomaron medidas con respecto a la rotación necesaria de los auditores con el objeto de salvaguardar la independencia que deben mantener respecto de las entidades auditadas, limitándose también los trabajos adicionales a la propia auditoría que se podían prestar, o al menos, obligando a informar al mercado sobre los honorarios cobrados por trabajos que no sean la auditoría propiamente. Sin embargo, las medidas adoptadas no son uniformes en todas las jurisdicciones y no existe un consenso total sobre la resolución de estos conflictos.

Salvaguardar la independencia de los auditores y evitar los conflictos de interés resolverá el paradigma de que la estructura de este mercado puede determinar condiciones adversas de los agentes que participan en él. Sin embargo, se mantiene el problema de posible colapso del mercado ante la desaparición de una de las grandes firmas de auditoría existente. Algunos observadores plantean la posibilidad de, a través de normas de regulación, forzar la realización de auditorías conjuntas en las que participen varias empresas o auditores. De esta forma, podría llegar a solventarse la quiebra de confianza de una de las grandes firmas o el cierre en su caso, sin que se produzca un colapso en el mercado de las audito-

<sup>4</sup> GAO, «Public Accounting Firms. Required Study on the Potential Effects of Mandatory Audit Firm Rotation». November 2003.



rías y pueda seguir atendiéndose en su totalidad. Sin embargo, se plantean problemas de asunción de responsabilidad por parte de los distintos equipos de auditoría, no existiendo experiencia suficiente con respecto a este tipo de trabajos. Por otro lado, se estudia la manera de incrementar el número de firmas de auditoría con capacidad suficiente para realizar el trabajo en grandes corporaciones. La fuerte concentración de este mercado en cuatro grandes firmas resulta preocupante. Sin embargo, habría que plantearse el hecho de que las firmas de auditoría no son compañías multinacionales, son agrupaciones profesionales que comparten un nombre, aportando formación profesional, trabajo conjunto en distintos países, y método. El nombre aporta fiabilidad y solidez en la elaboración de una auditoría, pero son los socios individuales, en agrupaciones profesionales por países, los que realmente realizan la labor de auditoría, y por tanto, la quiebra de la firma en un país no tendría por qué afectar a los equipos profesionales existentes en otras jurisdicciones.

IOSCO publicó en septiembre de 2009 una consulta para recabar información sobre las posibles mejoras en la estructura y el contenido de los informes de auditoría. En octubre de 2010, la Comisión Europea puso a consulta el Libro Verde, Política de auditoría: lecciones de la crisis. La introducción señala que: *Una auditoría sólida es un factor clave para recuperar la confianza del mercado, ya que contribuye a proteger al inversor y reduce el coste de capital para las empresas. En este contexto, es importante subrayar la importancia del papel de los auditores y el hecho de que la ley les encomienda la tarea de realizar auditorías legales. Esta delegación obedece al cumplimiento de una función social al formular una opinión sobre la fidelidad de los estados financieros de las entidades auditadas.*

Adicionalmente, se han identificado una serie de problemas cuya solución ayudaría a mejorar la información facilitada al mercado. En concreto, existen dos campos de estudio abiertos. En primer lugar, las expectativas que los usuarios de la información financiera, y concretamente de los informes de auditoría, tienen sobre lo que representan distan mucho de la realidad, lo que les conduce, en algunos casos, a una errónea interpretación de dicha información. Y en segundo lugar, los trabajos realizados por los auditores

hacen referencia a una determinada información facilitada por los administradores de las entidades, existiendo en el mercado, a través de otras publicaciones, mucha información adicional que queda fuera del ámbito de dicho trabajo, pero de la que sí tienen conocimiento los auditores aunque no expresen ninguna opinión sobre ella.

En cuanto a la primera línea de trabajo, parece existir cierto desconocimiento por parte de algunos usuarios de la información financiera con respecto al alcance, naturaleza, objetivos y limitaciones de las auditorías. Por ejemplo, la percepción del público sobre la capacidad del auditor en relación con la detección de fraude o su responsabilidad sobre el mismo según las normas profesionales. Esto puede ser una consecuencia de la utilización de informes estándar que emplean un lenguaje excesivamente genérico o técnico impidiendo, de esta forma, conocer el trabajo realmente realizado por el auditor. No se revela información sobre procedimientos empleados o las hipótesis tenidas en cuenta a la hora de formular una opinión. Para subsanar este problema se plantea la posibilidad de modificar los párrafos estándar utilizados. Por ejemplo, dentro de la opinión del auditor, existen algunos párrafos acerca de las responsabilidades asumidas por los administradores de la sociedad auditada, o la propia del auditor, que podrían ser más explicativos, planteándose la posibilidad de reubicarlos fuera de la opinión del informe de auditoría.

Por último, la información disponible en el mercado a través de los estados financieros auditados de una entidad es solo una parte del conjunto de información disponible para los administradores y auditores independientes, considerándose que es un resumen en algunos casos escaso dada la complejidad inherente al entorno empresarial en el que se desarrolla la actividad. En este sentido, podría resultar interesante conocer los temas y discusiones mantenidas entre los auditores y los gestores de las entidades antes de emitir sus informes, poniéndose así de manifiesto en qué puntos concretos han existido discrepancias, aunque las mismas se hayan solventado antes de emitirse el informe definitivo. Se ha sugerido la posibilidad de que el auditor informe directamente a los usuarios de la información de



algunos temas que consideran relevantes: riesgos operacionales del negocio, evaluación del auditor sobre determinados supuestos o hipótesis utilizadas, que a su juicio, puedan afectar de forma material a los estados financieros, adecuación de las políticas contables utilizadas y su concordancia con las empleadas por la industria, impactos significativos que puedan producirse por cambios en las políticas contables, métodos y criterios de valoración de activos y pasivos empleados, transacciones inusuales de carácter significativo realizadas, calidad y eficacia de la estructura de gobierno corporativo, los sistemas de control interno y la gestión de riesgos empleada, y por último, cuestiones y soluciones planteadas en los papeles de trabajo de auditor<sup>5</sup>.

Aunque parte de esta información adicional está disponible en algunas jurisdicciones para el mercado puesto que es facilitada por los propios administradores de las corporaciones, parece claro que al ser comunicada por el auditor se añade un grado de credibilidad en la misma. Sin embargo, con respecto a este tema, existe una línea de opinión que mantiene que este hecho podría desembocar en una confusión y asunción de responsabilidad por parte de los auditores acerca de la información comunicada a los accionistas que es propia del equipo directivo de la compañía; considerándose que es en este campo, donde los Comités de Auditoría de las entidades deberían desempeñar una parte de su función.<sup>6</sup>

En definitiva, el planteamiento que se está analizando a nivel internacional, principalmente europeo, es doble. Por un lado se plantea en qué medida deben modificarse o adaptarse los programas de trabajo de auditoría para responder adecuadamente a la nueva realidad económica, determinándose nuevas áreas de riesgo que representen de una manera más adecuada el entorno global de negocios y la realidad de unos estados financieros cada vez más complejos. Por otro lado, se analiza cómo debe presentarse el informe definitivo del auditor, de forma que se disminuya lo máximo posible el grado de incer-

tidumbre que existe en la actualidad acerca del alcance y la responsabilidad que en el mismo se asume. Todo ello teniendo en cuenta la importancia de la brevedad de tiempo utilizado por los auditores en su trabajo, y el hecho de que no sería conveniente la elevación excesiva de los costes que podría implicar un incremento sustancial en las exigencias actuales.

Es cierto que la profesión auditora se ha enfrentado a una creciente ola de expectativas por parte del público menos especialista. Los informes de auditoría declaran que los estados financieros han sido «auditados» un vocablo que no es lo mismo que «examinados», que el trabajo se ha hecho para proporcionar «una opinión» sobre la evidencia justificativa de los estados financieros y todos declaran específicamente que «los estados financieros son responsabilidad de los administradores» de la entidad. Pero este lenguaje tan «técnico» no puede servir para evitar enfrentarse a los abusos. Las nuevas actividades diseñadas a partir de la denominada «ingeniería financiera» han servido para que demasiados bancos hayan puesto en riesgo el dinero de los depositantes, y que finalmente en bastantes de ellos haya tenido que salir el Estado en su rescate. Todas estas prácticas se han hecho mientras los administradores y ejecutivos se repartían «bonus» sobre la base de unas cifras de ganancias contables que infravaloraban los riesgos asumidos. Todo esto se hizo a la vista de los auditores que no cuestionaron estas prácticas, ni tan siquiera alertaron del riesgo de la descapitalización de los bancos que ello suponía.

La realidad ha mostrado que la falta de rigor frente a expectativas de cambio futuras por parte de los auditores, junto con la aplicación poco diligente y simplista de la normativa contable<sup>7</sup>, ha contribuido a la ocultación o al menos al retraso en la afloración de pérdidas. Existe una percepción en la sociedad acerca de la actuación extremadamente limitada de los auditores, por no prestar la debida atención a los aspectos económicos de su función y de los límites de sus actuaciones profesionales, perdiendo su función de garantes de la información a favor del interés

<sup>5</sup> IFAC, «Enhancing the Value of Auditor. Reporting: Exploring Options for Change» (Comments request by September 16, 2011).

<sup>6</sup> FCR, «Effective Company Stewardship, Next Steps». September 2011.

<sup>7</sup> Como, por ejemplo, la falta de consolidación en los bancos alemanes de los denominados *conduit*.





público, pasando a convertirse en defensores de los intereses de los directivos de las empresas que auditan. Para que los inversores, como usuarios de la información financiera, recuperen la fe en el trabajo de los auditores en pro del interés público estos deberían mostrar que trabajan con un alto escepticismo profesional a la hora de considerar la posibilidad de que existan irregularidades que deban ser puestas de manifiesto durante el proceso de elaboración de la auditoría.

El riesgo de que se produzcan alteraciones significativas en las cifras mostradas en los estados financieros es mayor cuanto mayor sea la volatilidad. En la realización de su trabajo los auditores deben vigilar esto y sus efectos sobre la «viabilidad futura de la entidad». Esta situación está técnicamente regulada tanto internacionalmente (Norma Internacional de Auditoría N<sup>o</sup>570) como en las regulaciones nacionales (Resolución del ICAC de 31 de mayo de 1993 y 21 de diciembre de 2010) mediante la verificación del «Principio de Empresa en Funcionamiento». Para ello, los auditores deben realizar un análisis detallado de los factores causantes de las dudas acerca de la capacidad de una entidad para continuar su actividad como empresa en funcionamiento, así como los factores mitigantes de la misma. Cuando el principal factor mitigante sea el apoyo financiero del «prestamista de última instancia» hay un serio problema de viabilidad que debe tener impacto en el informe de auditoría. Las situaciones por las que atravesaron bastantes entidades de crédito -tanto en los EEUU como en Europa- desde 2007 no nos permiten ser muy optimista. Ni Bear Sterns, Lehman Brothers, Fannie Mae, Freddie Mac, Royal Bank of Scotland, Northern Rock, Caja Castilla la Mancha, CajaSur o Caja de Ahorros del Mediterráneo, por citar solo algunas entidades, recogían en su informe de auditoría algún tipo de salvedad o factor de incertidumbre que contribuyese a mejorar la información recibida por los otorgantes de financiación (inversores) y así poder cuidar mejor sus inversiones. Nada de esto se hizo y, sin pretenderlo, los informes de auditoría contribuyeron a aumentar el riesgo sistémico.

Por otra parte, el papel del auditor está íntimamente ligado con la aplicación de unos principios contables comprensibles, globales y claros. Las ac-

tuales discusiones en torno a la convergencia de la normativa contable a nivel internacional, y la definición de principios o normas, resulta básica a la hora de definir parte del trabajo del auditor. En su calidad de experto, la aplicación de dicha normativa ha de ser clara puesto que la confianza que los participantes en los mercados depositen en las revisiones de los auditores externos, estarán también muy relacionadas con los márgenes interpretativos que el mercado estime que existen. Disponer de normas comunes de elevada calidad a nivel mundial, tanto en auditoría como en contabilidad, puede contribuir de forma significativa a fomentar la confianza de todos los participantes del mercado.

#### 4. CONCLUSIÓN

El éxito del sistema capitalista ha dado como resultado la globalización, las desregulaciones y las privatizaciones, imponiendo una preeminencia de lo privado sobre lo público. La fe en la autorregulación del mercado y las entidades ha perjudicado los sistemas de supervisión pública. La crisis que comenzó en el año 2007 fue una crisis inicialmente financiera, si bien ha extendido sus efectos a los sectores de la economía productiva en los países más desarrollados.

Las autoridades económicas son conscientes de la existencia de deficiencias en la actual información financiera facilitada al mercado, siendo los informes de auditoría una parte muy relevante del conjunto de dicha información. Por otra parte, la complejidad del trabajo de auditar a las grandes corporaciones limita el número de firmas de auditoría con capacidad para realizar ese trabajo, por lo que existe un grave riesgo de excesiva concentración en pocas auditoras que se ve agravado ante la hipotética desaparición de alguna de las grandes firmas de auditoría existentes.

Está abierto un importante debate sobre los posibles cambios que deben realizarse en el campo de la auditoría externa con el objetivo de recuperar la confianza perdida en la información financiera facilitada al mercado. El peso de nuevos agentes económicos hasta ahora sin apenas participación en el diseño de los sistemas de super-



visión puede aportar nuevos planteamientos no tenidos en cuenta hasta el momento actual.

Dado que en todos los países desarrollados existe la exigencia legal de auditar las cuentas de las sociedades, esto permite a los auditores mantener una demanda estable de sus servicios. Ante el beneficio que esto supone para los auditores cabe esperar de ellos el cumplimiento, diligente e independiente, del servicio público contratado.

Si bien los debates abiertos conducirán a una

mejora en la información financiera, estimulando los sistemas de alerta ante posibles situaciones de colapso en el mercado de las auditorías, habrá que reflexionar también sobre la forma de incrementar la coordinación que debería existir entre la supervisión privada, realizada por los auditores, y el control realizado por organismos públicos. Objetivos comunes y coordinados en los dos tipos de supervisión podrá dar mejores resultados en los trabajos realizados por cada una de ellas.



## A MODO DE CONCLUSIONES

**Raimundo Ortega**  
Coordinador

El incremento de la morosidad en un sector de las hipotecas de alto riesgo en EE.UU. se convirtió, nos dicen Ayuso y Malo de Molina en su trabajo, en el detonante de una crisis financiera que pronto alcanzó proporciones y difusión geográfica sin precedentes.

Tan exacta descripción recuerda el origen de un acontecimiento, esta vez de carácter natural; me refiero al maremoto. Como es sabido este suele comenzar por una pequeña deformación vertical en el fondo marino y sus consecuencias finales acostumbra a resultar tan desastrosas como las provocadas por la crisis financiera de la cual todavía a finales de 2011 estamos intentando salir. Pero concurre, si se me permite seguir con el paralelismo, otro aspecto crucial en ambos fenómenos: la existencia- o no- de un sistema adecuado de prevención. En ambos casos contar con un buen sistema de prevención es caro, pero su coste resulta ridículo en comparación con el de los daños que se hubiesen evitado de funcionar temprana y eficazmente, aun cuando ello requiere ante todo prestarle una atención continua.

Aquí acaban las analogías y entramos en el terreno de las crisis financieras en general y bancarias en particular ya que la de 2007 pudo evitarse si los responsables, políticos y financieros, hubiesen, primero, prestado atención a los sistemas de prevención entonces existentes y, segundo, adoptado a su debido tiempo las decisiones- impopulares en no pocos casos- pertinentes. Ni una ni otra cosa sucedió, si bien es cierto que el grado de ignorancia y falta de responsabilidad no fue el mismo en todos los casos.

Pero no son estas páginas el lugar y la ocasión adecuados para resaltar incompetencias, debilidades y errores de juicio clamorosos. El resultado es que el paradigma se quebró y quedaron a la vista actitudes excesivamente acomodaticias de las

autoridades regulatorias y supervisoras respecto a los sistemas de control del riesgo o la calidad del capital de las entidades financieras- grandes y pequeñas- acompañadas de lagunas institucionales, al tiempo que los fallos de coordinación entre supervisores acentuaba la profundidad y extensión de la crisis de la cual todos buscaban eximirse de responsabilidad.

Los daños ocasionados por el desorden financiero se tradujeron pronto en pérdidas gigantes de riqueza, especialmente en los países más desarrollados, que gobiernos y bancos centrales intentaron contener mediante apoyos masivos de liquidez y capital en el sistema financiero. Ello no solo escandalizó a buena parte de la opinión pública de esos países (ajena tal vez al papel imprescindible que para su bienestar cotidiano desempeña el entramado de entidades y mercados bancarios y financieros en general) sino que provocó un aumento rapidísimo del endeudamiento de los Tesoros públicos, con la consiguiente necesidad de reducir un gasto que generosamente había financiado unos sistemas de bienestar difícilmente sostenibles a largo plazo sin reformas sustanciales. Se imponía por tanto reparar los destrozos ocasionados por la crisis y a ello se aplicaron los dirigentes internacionales que pusieron a trabajar a todo tipo de instituciones, comités y grupos de expertos. Los enfoques y los resultados concretos derivados de esos esfuerzos para reconstruir y reforzar rápidamente la estabilidad financiera constituyen los puntos de reflexión imprescindibles para los trabajos reunidos en este Estudio.

Con el propósito de ordenar de forma concisa las conclusiones más destacadas que se desprenden de las doce colaboraciones componentes del Estudio, me ha parecido útil agruparlas en tres apartados generales. En el primero se destacan las causas generadoras de la crisis financiera y las



consecuencias provocadas por esta, para entrar a continuación en el apartado relativo a la reparación de los destrozos ocasionados y de las medidas encaminadas a la puesta en pie de las nuevas piezas destinadas a asegurar mejor en el futuro la pérdida estabilidad financiera. Por último, en un apartado propio se concentran las tareas que, partiendo del esquema regulatorio vigente antes y durante la crisis deberemos emprender en nuestro país al objeto de afinar su estructura supervisora y adaptarnos a las nuevas reglas en las que el conjunto conocido como Basilea III adquiere una relevancia capital, sin que ello nos haga olvidar que, primero, como país miembro de la UE habremos de cumplir obligaciones comunes de mayor dimensión y, segundo, que es perentorio completar satisfactoriamente el proceso emprendido de reestructuración de nuestro sistema bancario. Para finalizar, el Estudio se cierra con un Epílogo en el cual el Coordinador reúne algunas reflexiones estrictamente personales sobre parte de las cuestiones antes comentadas.

## CAUSAS Y CONSECUENCIAS DE LA CRISIS FINANCIERA

Fue en la primavera de 2006 cuando el FMI, utilizando irónicamente una de las muchas frases laudatorias de Alan Greenspan respecto a la flexibilidad, resistencia y eficacia de los modernos mercados de capitales, reconocía sin circunloquios que esos modernos mercados crean su propio abanico de riesgos y retos que “ incluyen un nivel inferior de información respecto a la distribución del riesgo a y entre entidades no-financieras, lo cual aumenta el potencial de sorpresas desagradables motivada por mercados menos regulados”. Y vaya si hubo sorpresas en unos sistemas que habían ido deslizándose de un patrón dominado por los bancos y otros intermediarios estrechamente regulados a favor de otro dirigido por mercados de activos crecientemente complejos y entidades que operaban extramuros; todo ello bajo la benévola mirada de algunos supervisores y la excesiva inclinación al riesgo ( a veces mal gestionado por los responsables de las entidades financieras pri-

vadas) en un ambiente en el cual la certeza y la transparencia en la información, los conflictos de interés y la dejación de responsabilidades abundaban. No es de extrañar que la crisis financiera fuese de tal gravedad que pronto se convirtiese en una crisis real de las economías desarrolladas y acabase en un desplome de la deuda soberana en la zona euro y en un estancamiento económico cuyo final no se divisa cercano. Afortunadamente, los bancos centrales reaccionaron rápidamente y por medio de actuaciones de instrumentación y cuantía desusados inyectaron liquidez, primero a través de las tradicionales operaciones de mercado abierto y, después cuando los mercados monetarios se anquilosaron, asumiendo directamente la función de redistribución que antes aquellos realizaban. Pero cuando su capacidad de maniobra resultó insuficiente tanto la FED como el BCE ampliaron las posibilidades de obtención de liquidez. Con todo y a medida que la crisis se agravaba los bancos centrales pusieron en marcha programas más ambiciosos de compra de activos en los mercados secundarios con el propósito de apoyar políticas expansivas de la demanda.

Ha habido, sin embargo, en este contexto general un apartado particular en el cual se han compendiado, en parte de forma injusta y exagerada, muchas de las consecuencias desastrosas acarreadas por la crisis financiera: se trata de la titulización. Desde 1970 en que se llevó a cabo en EE.UU. la primera titulización de activos hipotecarios una parte creciente de la expansión del crédito se basó paulatinamente en instrumentos de deuda que utilizaban como respaldo activos en principio sólidos y que al ofrecer garantías a los inversores fomentan la liquidez y facilitan la gestión de balance de las entidades. La titulización ofrece rasgos muy diferentes en Europa y en EE.UU. y han sido las peculiaridades observadas en este último país las que se han asociado con la crisis iniciada en 2007. Allí se unieron una política monetaria expansiva, el modelo concreto conocido como “originar para distribuir”, un deterioro suicida de los criterios de concesión de hipotecas, las malas prácticas de la banca de inversión que creó un esquema de riesgo insostenible y lo distribuyó entre la banca europea y numerosos inversores institucionales, la sospechosa facilidad con que



las Agencias de Calificación otorgaron -apoyadas por una normativa muy criticable- un respaldo inmerecido, que después retirarían bruscamente, a esos productos impulsando así, primero, el colapso del mercado de hipotecas *subprime* y, después, debido a la intensa interrelación del sistema financiero, de los restantes mercados de deuda privada.

No cabe por tanto sorprenderse que para una buena parte de los observadores- ¡y la inmensa mayoría de los perjudicados!- la titulización resulte ser la pieza clave que explica el actual desastre financiero.

#### *Conclusiones:*

- *Aun cuando parezca impertinente afirmarlo en estos momentos, los bancos centrales no pueden mantener indefinidamente sus programas de adquisición masiva de activos en los mercados secundarios pues, entre otras razones, ello implica un aumento desorbitado de sus balances y el traspaso a la autoridad monetaria de riesgos de pérdidas patrimoniales que se han originado fundamentalmente en entidades privadas como tampoco parece conveniente ampliar el abanico de objetivos de la política monetaria para incluir entre los mismos el mantenimiento de la estabilidad de los precios de los activos financieros pues ello sería el comienzo del fin de su imprescindible autonomía.*
- *El marco institucional de la supervisión financiera debería inclinarse hacia una supervisión por funciones alejándose de los modelos sectoriales o de supervisor único. En la UE el modelo de reformas se centra sobre todo en el diseño de políticas y esbozos preventivos, destacando los esfuerzos destinados a definir claramente los objetivos y competencias de las autoridades supervisoras, eliminar en la medida de lo posible arbitrajes regulatorios, reforzar la coordinación y acrecentar la eficacia de las tareas de prevención y solución de crisis.*
- *Si la titulización se mantiene como instrumento financiero válido y eficaz debería incorporar algunos cambios entre los cuales destacan facilitar la información adecuada para que el inversor conozca perfectamente los riesgos asumidos, eliminar la obligatoriedad normativa que otorga a las Agencias de Calificación una versión moderna del*

*derecho de pernada y, a cambio, revisar la nueva regulación europea sobre titulización dándole un tratamiento más acorde con los procesos realmente seguidos por las entidades de crédito.*

#### REPARANDO LOS DESTROZOS:

##### *A) Las cuestiones generales.*

El papel de los bancos centrales durante el desarrollo de la crisis ha sido crucial pero ha originado también un cambio trascendental en sus políticas de suministro de liquidez y de reforzamiento de la estabilidad de los mercados, en particular de aquellos que actúan como transmisores de su política monetaria. Ahora bien, cambios tan radicales llevan anejos peligros todavía sin concretar tales como adentrarse en un terreno en el cual se esfuman las fronteras que diferencian la política monetaria de la fiscal o que amplía los objetivos de aquella al incluir el sostenimiento de los precios de los activos financieros entre sus cometidos. A cambio y debido a su papel central en la conexión y buen funcionamiento de los mercados financieros en su conjunto parece a todas luces convenientes la participación de los bancos centrales en las tareas de la política macroprudencial para la identificación y prevención de riesgos.

La UE y los EE.UU. han sido escenarios durante el último año y medio de cambios notables en los esquemas institucionales de supervisión financiera sobre los cuales no es ocioso hacer una breve referencia. En la UE se ha creado, de un lado, el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (ESRB en sus siglas inglesas), cuya misión será velar por la estabilidad del conjunto financiero de la Unión, y tres nuevas Autoridades Europeas de Supervisión (ESA) que se ocuparán respectivamente de la banca, valores y seguros y en concurrencia con los respectivos supervisores nacionales integrarán el Sistema Europeo de Supervisores Financieros. Resulta esencial asegurar la coordinación entre las autoridades y el ejercicio sectorial de sus funciones. El antes citado ESRB, de amplia composición, tiene como cometido esencial la identificación de riesgos sistémicos y la prevención y aminoración de sus impactos sobre el sistema



financiero europeo. En cuanto al Sistema Europeo de Supervisores Financieros (que reúne a los supervisores nacionales y a las tres autoridades sectoriales europeas) asume una amplia panoplia de competencias entre las que destacan: a) el desarrollo de patrones técnicos comunes que aseguren prácticas supervisoras armónicas, b) ayudar a una aplicación coherente de la legislación comunitaria, c) reducir discrepancias entre supervisores nacionales y desempeñar un papel coordinador en situaciones críticas, d) contribuir a un funcionamiento eficiente de los colegios de supervisores promoviendo la cooperación entre ellos, e) asegurar una relación eficaz con el ESRB, f) implantar un sistema central de información para facilitar así la coordinación de los supervisores nacionales y g) llevar a cabo directamente la supervisión de agencias y sistemas de ámbito específicamente europeo tales como las Agencias de Calificación incluidas en el marco de la Autoridad Europea de Supervisión de Valores (ESMA) u otras que se puedan crearse como, por ejemplo, las Centrales de Contrapartida de Riesgo.

Francia y el Reino Unido han emprendido sugestivas reformas de sus respectivos esquemas institucionales, que han sido remodelados completamente. Destacan como rasgos más reseñables la consolidación de supervisores sectoriales en Francia a favor de un enfoque funcional basado en dos ejes: una Autoridad de Supervisión Prudencial (integrado en el Banco de Francia como ente autónomo) dedicada a mantener la estabilidad financiera y una Autoridad de Mercados Financieros a la cual se otorga las tareas de supervisión y protección de los consumidores de servicios financieros. A ello se une la creación de un Consejo de Regulación Financiera y Riesgo Sistémico. En el Reino Unido desaparece el supervisor único- la *Financial Services Authority* (FSA)- y se confía al Banco de Inglaterra el papel central en el nuevo esquema supervisor, traspasando la relativa a banca y seguros a una filial operativa del mismo, la Autoridad de Regulación Prudencial, mientras que la supervisión de mercados y conductas se encomienda a una nueva institución: la Autoridad de Conductas Financieras. Otra pieza adicional en la reforma la constituye el Comité de Política Financiera, incardinado también en el

Banco con el mismo nivel que el actual Comité de Política Monetaria. Este nuevo ente cuenta entre sus competencias el poder hacer recomendaciones y, llegado el caso, establecer directrices a los supervisores sobre materias tan sensibles como coeficientes de capital anticíclicos o márgenes de garantía de créditos. Por último, se dota al Banco de Inglaterra de un Régimen de Resolución Especial de entidades en crisis mediante el cual y en consulta con el Tesoro aquel podrá adoptar la decisión más adecuada en cada caso para proteger la confianza y estabilidad del sistema financiero en su conjunto y minimizar los efectos de la eventual quiebra de una entidad.

Una de las enseñanzas más evidentes de la reciente crisis financiera y bancaria internacional ha sido la necesidad de contar con un modelo de supervisión de extensión y complejidad semejante a aquellos sistemas cuya estabilidad pretende asegurarse. Este hecho impone la urgente tarea de complementar el actual esquema de supervisión, enfocado a garantizar la solvencia de las entidades consideradas individualmente con otro capaz de incorporar en su concepción y funcionamiento las conexiones entre instituciones y mercados financieros con la economía real para asegurar así la estabilidad financiera y evitar futuras perturbaciones de carácter sistémico. El nuevo enfoque originará consecuencias complejas en la regulación y supervisión al igual que en la modulación de las tradicionales herramientas supervisoras, al tiempo que aumentará los costes que la industria financiera deberá soportar. Es necesario igualmente no concebir falsas esperanzas en el nuevo modelo de supervisión pues si bien su validez rebasará la del actual esquema microprudencial no cabe considerarlo como una panacea cien por cien válida para evitar nuevas crisis ya que este objetivo requiere algo más que el riguroso empeño de los supervisores.

#### *Conclusiones:*

- *Si como antes se ha indicado no parece recomendable ampliar los objetivos de la política monetaria incluyendo en ella la tarea de mantener los precios de los activos financieros, si lo es y mucho su colaboración en la puesta en práctica de una*



*supervisión que tenga presente las relaciones entre mercados e instituciones financieras con la economía real, proyecto en el cual la aportación de los bancos centrales será de suma utilidad al complementar la eficacia de su instrumento habitual, la política monetaria.*

- *La peculiar naturaleza y las complicaciones del funcionamiento diario de las estructuras de la UE hacen inevitables limitaciones estructurales e instrumentales en el diseño de la supervisión y obstaculizan la definición de mandatos claros y sin superposiciones. A ello se unen los escasos progresos en la vital cuestión de la gestión y solución de crisis en la cual siguen predominando los enfoques nacionales en materias concursales y fiscales, muy poco adecuados sobre todo para encarar los problemas que puedan asociarse a las entidades que operan en varios países o tienen carácter sistémico, a todo lo cual se añade que, encallados en la frontera de las meras propuestas, tampoco se han registrado progresos significativos en terrenos tales como los fondos de garantía de depósitos.*
- *La supervisión macroprudencial, cuya gestación se formula estos meses, busca observar, regular y supervisar las instituciones financieras con una perspectiva global a fin de asegurar la estabilidad financiera general mediante la combinación recomendable en cada momento de políticas micro y macroprudenciales así como macroeconómicas.*
- *La nueva formulación macroprudencial requerirá cambios significativos en la concepción de la regulación y originará consecuencias que deben tenerse muy presentes:*
  - a) *Afectará a la modulación de los requisitos microprudenciales.*
  - b) *Tenderá a favorecer a las entidades peor gestionadas a costa de las que llevan a cabo una mejor gestión del riesgo.*
  - c) *Impondrá un enorme volumen de información, con los consiguientes costes.*
  - d) *Puede exigir mecanismos de coordinación- no siempre fáciles- cuando las autoridades nacionales de regulación micro y macroprudencial sean distintas; así como marcos de cooperación internacional aun más complicados, especialmente si los niveles de exigencia son diferentes y se corre el riesgo de introducir ventajas com-*

*petitivas entre los sistemas financieros de unos y otros países.*

- e) *Los posibles errores que se comentan en el ejercicio de la supervisión macroprudencial originarán consecuencias mucho más graves que los derivados de la microprudencial.*

## **B) Las nuevas piezas**

Los jefes de Estado y de Gobierno que forman parte del G20 encomendaron al Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB) una revisión a fondo del conjunto de reglas conocido como Basilea II, que ha constituido el marco regulatorio desde 2004. Ese mandato, consecuencia de la crisis iniciada en 2007, se ha plasmado en cuatro grandes líneas de trabajo. La primera centrada en los consumos de capital, la ponderación por riesgos y el cálculo de los activos ponderados por los riesgos habida cuenta de la necesidad de someter a revisión activos que la crisis demostró estar infravalorados. La segunda orientación se propuso reformar la definición del capital regulatorio y los rasgos básicos del sistema, a lo que se une, en tercer lugar, el establecimiento de límites al apalancamiento, la exigencia de contar con colchones anticíclicos y la implantación de coeficientes que aseguren una cobertura de liquidez suficiente. Además, el CSBB decidió que aquellos “bancos sistémicamente importantes a escala global” (o GSIB en la terminología inglesa) necesitaban requisitos prudenciales adicionales.

Con una propuesta de calendario que se extiende a lo largo de siete años- desde 2013 hasta el comienzo de 2019-sería deseable que su desarrollo normativo no diera lugar a divergencias como las suscitadas con motivo de la aplicación de Basilea II y que en el caso de la UE la natural homogeneidad regulatoria permitiera a los estados miembros operar con cierto margen de libertad si deciden imponer requisitos más estrictos a sus entidades.

Es muy posible que la crisis financiera no haya provocado una petición más unánime que la de no volver a rescatar un banco con dinero público. La consecuencia práctica ha sido que la totalidad de los organismos financieros internacionales y los reguladores nacionales llevan muchos meses diseñando un esquema en el cual no sea necesario



utilizar fondos públicos para solucionar las crisis bancarias. Cabría preguntarse, con todo, si la regulación y la supervisión existentes no incluían ya en sus objetivos reducir al máximo la probabilidad de que un banco entrara en crisis y cómo responder ante esa situación. Pero esa es una pregunta para responder en otro momento.

Aceptando que la mejor forma de defender el interés público consiste en evitar que un banco entre en crisis, la cuestión es cómo asegurar que la solución tenga en cuenta como orientación primordial la defensa del interés general. Ahora bien, los mecanismos concursales para manejar tales situaciones en otros sectores económicos no resultan eficaces en el caso de un banco habida cuenta de la interrelación entre entidades- especialmente si estas son complejas-, mercados y funcionamiento de la economía real. Por todo ello, las autoridades y organismos especializados tienen en estudio una solución alternativa, de carácter excepcional, conocida como *resolución*, que permitiría la toma efectiva de control de la entidad bancaria en cuestión y con capacidad para adoptar una serie de decisiones drásticas bajo el amparo de un régimen que respaldaría las decisiones de los gestores y evitaría que los poderes públicos respondiesen de los daños objetivos ocasionados a terceros. Hay, además, dos rasgos nuevos que subrayan más, si cabe, el carácter excepcional de este régimen de *resolución*: el primero se conoce como “salvamento interno” o *bail in* y se encamina a fortalecer los recursos ajenos que pudieran apuntalar las pérdidas producidas en el proceso de *resolución* y cuya modalidad extrema o *bail in* estatutario consistiría en dotar a la autoridad a quien se haya confiado la *resolución* de la entidad poderes para decidir qué acreedores no asegurados o no garantizados con activos concretos soportarán una quita recibiendo o no acciones ordinarias a cambio; el segundo- los *living wills* o “planes de recuperación”- se plasmarían en proyectos internos enfocados a resolver la situación de crisis que pusiera en peligro a la entidad o, si llegase a ser inviable, facilitara su *resolución*.

Es innegable que la mejora de la confianza en el sistema financiero internacional reposa en una información fiable. Ello supone ignorar tanto las presiones de grupos de influencia que propician

informaciones contables favorables a sus intereses particulares como los esfuerzos ocasionales de las autoridades intentando facilitar sus objetivos de política económica mediante formulaciones contables discutibles. Y es que inversores y reguladores precisan una información transparente para la adopción de sus decisiones y la estabilidad de las entidades. La reciente crisis, iniciada por un instrumento concreto- las hipotecas de alto riesgo- puso de relieve la debilidad de no pocas normas contables: fallos en la estimación de las pérdidas asociadas con las carteras de préstamos, dificultades para estimar el valor razonable de numerosos activos cuando los mercados pierden liquidez así como problemas relacionados con la aparición de estructuras financieras que quedaban fuera de los límites de consolidación del grupo financiero en cuestión. Era innegable que estas y otras cuestiones precisaban solución urgente sobre todo en un escenario caracterizado por la globalización de los mercados de capitales y la creciente influencia de grupos financieros internacionales.

Si la justificación de la existencia de las Agencias de Calificación es que realizan una función imprescindible para los mercados financieros cual es evaluar la capacidad de los emisores para devolver los fondos recibidos de un amplio abanico de inversores y así ofrecer una información imprescindible para la formación de los precios en los respectivos mercados, experiencias tales como la de Enron, los productos estructurados garantizados por hipotecas basuras, las calificaciones otorgadas a Lehman Brothers hasta unos días antes de su quiebra o las concedidas a los bonos y preferentes emitidos por bancos islandeses pondrían en duda la conveniencia de seguir prestando atención a las opiniones de tan perspicaces entidades.

Pero por muy sorprendente que resulte y aun cuando sus opiniones no son obligatorias, los mercados siguen concediendo a las calificaciones crediticias otorgadas por las Agencias, que actúan de hecho como un oligopolio, un poder tal que ningún emisor -sea público o privado- se atreve a ignorar la opinión de una o varias de las tres grandes agencias americanas. Pero la reciente crisis financiera ha enfrentado a las Agencias con los poderes públicos tanto en EE.UU. como en Eu-





ropa. En el primer caso la SEC está estudiando medidas para regular más estrechamente la actuación de las Agencias y la posibilidad de presentar cargos por fraude contra alguna de ellas por su actuación en la crisis de las hipotecas *subprime*, a lo que se une, de acuerdo con el mandato de la Dodd-Frank Act, la creación de una Oficina en el seno de la SEC encargada de controlarlas. A este lado del Atlántico el Parlamento Europeo aprobó un reglamento que somete a las Agencias a un régimen de registro y control encomendado a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA).

A la hora de defender su actuación las Agencias de calificación suelen aducir que los auditores de las empresas no han sido capaces de reflejar en sus informes la situación real de las firmas en cuestión y que los problemas han quedado ocultos tras un velo de fórmulas genéricas de ambiguo significado. Semejante afirmación puede o no ser una excusa pero no deja de reflejar una realidad preocupante: a saber, la pérdida de confianza en que los auditores hayan sido capaces de transmitir al mercado la información financiera veraz que permita conocer la situación real de la empresa auditada. Ciertamente no es cometido fácil en un mundo en el cual la aparición de productos financieros y su empleo es cada vez más complejo al tiempo que se afirma el papel predominante de entidades gigantes implantadas en diversos países, lo cual dificulta sobremanera las tareas auditoras. Y ello tanto más que el propio negocio de auditoría se caracteriza, a su vez, por una excesiva concentración de firmas que origina comportamientos que pueden condicionar su independencia y capacidad para eludir delicados problemas de conflicto de interés.

La reciente crisis ha provocado una oleada de indignación en multitud de pequeños inversores financieros que se sienten expoliados en sus ahorros ya sea por falta de una información adecuada, por una comercialización aviesa respecto a las ventajas y los riesgos de los instrumentos ofrecidos o, por desgracia, debido a su incapacidad de comprender las consecuencias de sus decisiones. Todo ello revela dos rasgos de la máxima trascendencia: la asimetría de información y la diferente posición de mercado entre los consumidores ordinarios de productos financieros y las entidades

emisoras de los mismos y los grandes partícipes o los profesionales avezados al tiempo que subraya la necesidad de una regulación y supervisión exigentes que defiendan a aquéllos obligando a éstos a cumplir criterios de transparencia e información meridianos y establezca reglas estrictas de conducta sancionables en caso de incumplimiento.

#### *Conclusiones:*

- *Las recomendaciones conocidas como Basilea III buscan ofrecer soluciones a los diversos fallos revelados durante la reciente crisis. En ese sentido proponen una nueva y más exigente relación entre capital y activos ponderados por riesgo, apoyan retoques que moderen mediante los oportunos colchones de capital los sesgos procíclicos de la anterior regulación, y se ocupan tanto de cubrir la necesidad de liquidez como de asegurar una relación sólida entre activos y pasivos. Por otro lado y dada la especial capacidad de perturbar el funcionamiento global del sistema financiero, Basilea III ofrece una definición de qué debe entenderse por “bancos globales sistémicamente importantes” (GSIB) y formula requisitos adicionales de capital para ellos.*
- *La implantación progresiva del nuevo marco regulatorio que Basilea III supone comenzaría el año 2013 y se completaría el 1 de enero de 2019, siendo las fechas claves 2013-ratio de capital-, 2015-ratio de disponibilidades líquidas-, 2016-colchón anticíclico- y 2018-ratio de financiación estable-. Respecto a su conversión en normas de derecho positivo sería extremadamente conveniente, de un lado, que no se reprodujesen las divergencias registradas entre EE.UU. y Europa con motivo de Basilea II y, de otro, que la elección por la UE de una doble vía- Directiva y Reglamento-para su incorporación al derecho comunitario no ahogase la posibilidad de que los legisladores nacionales impusiesen requisitos más estrictos a sus entidades.*
- *Habida cuenta que la finalidad del capital regulatorio de una entidad es absorber pérdidas extraordinarias o inesperadas- para permitir así que siga en funcionamiento y poder recuperar*



su capitalización, aquél deberá ser el adecuado en función del impacto que respecto al sistema tendría que esa entidad entrara en crisis. Ahora bien, en el régimen de *bail in* actualmente en estudio se incluye la facultad de recortar los derechos de los acreedores en pro del mantenimiento de la estabilidad financiera, lo cual provoca al menos tres objeciones de fondo: a) no está claro por qué los derechos de los acreedores son menos importantes que las conveniencias de la estabilidad financiera; b) que las posibles pérdidas impuestas por los regímenes concursales al uso se determinan bajo unas garantías jurídicas inexistentes por el momento en el de resolución; y c) que parece dudoso que la existencia del *bail in* asegure per se la tan mencionada estabilidad financiera y reduzca la probabilidad del uso de fondos públicos salvo que los fondos destinados a la resolución estén dotados de recursos capaces de satisfacer las necesidades de la quiebra potencial de la entidad en cuestión.

- El interés general en evitar una crisis sistémica no debería relegar la seguridad jurídica y por tanto las facultades concedidas a la autoridad de resolución, por su propia excepcionalidad, habrían de estar acompañadas del visado de autoridades técnicas competentes y contar con la ratificación judicial. Por último, si los bancos se dotasen de los recursos suficientes para hacer frente a todo tipo de perturbaciones, salvo las realmente imprevisibles (y a los causantes de cualquier tipo de quiebra se les obligase a asumir sus responsabilidades), los fondos públicos se emplearían únicamente en circunstancias realmente imprevisibles y acaso no sería necesario contar con una solución tan excepcional.
- Los reguladores contables internacionales están obligados a cumplir su compromiso de mejorar la información financiera preparada para los mercados de capitales, acelerar la convergencia normativa y esforzarse en mantener reglas contables de calidad en pro de lograr un único código normativo contable mundial. Tres cuestiones resultan esenciales para conseguir ese objetivo: a) solventar los problemas relacionados con los instrumentos financieros (medición y valoración de los mismos, su deterioro, plasmado en el riesgo de crédito y la complejidad de encontrar fórmu-

las aceptables para las coberturas financieras y el neteo); b) alcanzar un consenso respecto al uso adecuado del concepto de valor razonable y, finalmente, c) evitar las graves consecuencias que han tenido los intentos de diseñar estructuras financieras que disimularan el riesgo real incurrido por una entidad.

- Todo ello confirma que para mejorar la comparabilidad de la información financiera resulta urgente la convergencia contable internacional. Ahora bien, la adopción de nuevos criterios contables no será una panacea mientras no se erradiquen lecturas simplistas e interesadas de las mismas por parte de quienes están obligados a aplicarlas o a vigilar su cumplimiento, por no mencionar su inobservancia deliberada.
- Si se acepta que la calificación (o rating) es necesaria para aquellos instrumentos financieros y entidades habitualmente cotizados en mercados organizados, los organismos reguladores de los mismos deberían establecer los requisitos mínimos exigibles para la asignación de una calificación, estudiándose fórmulas alternativas a la actual-paga el emisor- con el fin de eliminar posibles conflictos de interés respecto a quién paga, cómo se eligen las Agencias calificadoras y si basta con una calificación o son necesarias más de una en función de quién o qué se emite.
- Dada la trascendencia alcanzada por las calificaciones, parece lógico que las Autoridades reguladoras impongan a las Agencias la obligación de publicar periódicamente información relativa al grado de acierto o fallo registrado por sus opiniones y, llegado el caso, serían aquéllas quienes se encargaran de divulgar tal información a fin de que emisores e inversores conozcan el grado de acierto de cada Agencia.
- Igualmente, las Agencias deberían estar obligadas a cumplir escrupulosamente códigos de conducta muy estrictos y evitar conflictos de interés. Por último, pero no menos importante, debería huirse de la tentación de crear Agencias de Calificación dependientes de una u otra forma de los poderes públicos. Las razones que justifican esta afirmación son obvias y no precisan explicaciones adicionales.
- Es imprescindible proteger la independencia de los auditores y evitar los conflictos de interés ya



sea fomentando la rotación de los mismos respecto a las firmas auditadas, imponiendo la realización de auditorías conjuntas e incrementando el número de ellas capacitadas para llevar a cabo esta tarea en grandes empresas, especialmente las calificadas en el ámbito financiero como “demasiado grandes para caer”. Igualmente, han de impulsarse mejoras rápidas en aspectos claves de su trabajo tales como ampliar la información facilitada al público respecto a aspectos relevantes de la actividad de la empresa auditada incluyendo, si es necesario, las posibles discrepancias surgidas entre los gestores de la empresa y los auditores en el curso de su tarea al tiempo que se clarifica la terminología empleada para expresar ciertos conceptos claves (ya sean estos contables, financieros o empresariales en general) y se informa detalladamente al usuario sobre otros servicios prestados a la sociedad auditada.

- La tercera pieza para reforzar la protección del consumidor de productos financieros (antes se ha hecho referencia a las reformas precisas en los campos de las agencias de calificación y de las firmas auditoras) se concreta en el fortalecimiento de la regulación y supervisión con el fin de aclarar incumplimientos de las entidades y sancionarlos prontamente. Además y dada la lentitud y coste que para un pequeño inversor implica el recurso a la justicia ordinaria conviene apoyar la actuación de organismos extra-judiciales que resuelvan controversias entre inversores y entidades. Por último, el legislador haría bien en extremar la diligencia a la hora de introducir en la normativa legal todo tipo de cautelas que defiendan al consumidor mediante la obligación de facilitarle una información exhaustiva que le permita valorar los riesgos en que incurre, a lo cual se añade la creación de oficinas u organismos públicos que, dentro del nuevo marco institucional público de regulación y supervisión financieras, tenga como cometido exclusivo defender al cliente minorista de productos financieros.

## TAREAS PARA ESPAÑA

El resumen de cuáles son esos trabajos debe partir de la percepción de que nuestro país comparte

muchas de las preocupaciones reformadoras de los sistemas financieros cuyas recetas básicas se afanan en diseñar un elegido elenco de instituciones y grupos de expertos internacionales, al tiempo que guarda para sí ciertas dificultades derivadas de rasgos propios de la estructura de su sistema bancario, compensadas con la certeza de contar con algunas ventajas, la principal de ellas gozar de una base regulatoria sólida establecida a lo largo de los primeros años de la década inicial del presente siglo (y cuyos trazos propios más relevantes son una definición más rigurosa de los recursos propios computables, un ámbito de aplicación de la normativa bancaria más amplio, un tratamiento más estricto de las provisiones por riesgo de crédito y un mecanismo de cobertura anticíclico).

Más discutida es la adecuación de la vigente estructura supervisora, cuya reforma se delineaba inicialmente sobre dos ejes: el de supervisión prudencial (que reunía la de banca y seguros en el seno del Banco de España) y el de la supervisión de mercados y conductas (incluida la protección de los inversores y consumidores de productos y servicios financieros) a cargo de la CNMV. Por añadidura, el nuevo marco regulatorio se verá poderosamente influido no solo por los esquemas más generales establecidos en el ámbito de la Unión Europea sino, también, por el nuevo enfoque que prima la óptica macroprudencial orientada a asentar la supervisión para evitar la reaparición de riesgos sistémicos en los mercados financieros y su contagio a la economía real.

En todas las propuestas de reforma del sistema financiero discutidas después de la crisis destaca como elemento clave la exigencia de más y mejor capital y esa ha sido uno de los propósitos de Basilea III. Sucede, no obstante, que en España el Real Decreto-Ley 2/ 2011 impone a las entidades de crédito requerimientos de capital superiores a los de la Directiva de Adecuación de Capital y los previstos en Basilea III, a lo cual se une la incertidumbre de en qué medida la regulación del Real Decreto-Ley no se verá alterada por la aprobación del futuro Reglamento comunitario que incorpore las medidas contenidas en Basilea III.

La corriente a favor de una mayor transparencia ofrece también en España motivos para la reflexión. Por un lado y aun cuando para algunos



suponga una paradoja la controvertida cuestión de la titulización, esta ha originado una mejora en la información ofrecida por la entidades de crédito a la cual se ha unido la obligación de auditar las carteras con carácter previo a su titulización; de otro, la Ley de Economía Sostenible ha propuesto implantar un amplio abanico de medidas para la protección de los usuarios de productos financieros; medidas que van desde el fomento de prácticas responsables en la concesión de préstamos y créditos (incluyendo el diseño de los contratos de estos y de los depósitos, así como de una información precontractual que debe facilitarse a los consumidores) hasta la concesión de facultades a las autoridades competentes para velar por una regulación más transparente y eficaz de los mercados de seguros y fondos de pensiones. Sin embargo, y como recientes acontecimientos han demostrado, es muy posible que las orientaciones establecidas en ese texto legal respecto a las remuneraciones de los consejeros y altos directivos de entidades de crédito, empresas de servicios y sociedades cotizadas deban ser revisadas.

Otras dos cuestiones referentes a la información financiera que los agentes del mercado necesitarían recibir sin sombra de duda alguna que empañara su fiabilidad concierne al papel de las Agencias de Calificación y de las Auditoras. Respecto a las primeras y dado el carácter internacional de su actividad, España deberá encauzar sus inquietudes e influencia- poca o mucha- a través del marco de las orientaciones e iniciativas adoptadas por la UE, buscando aclarar conflictos de intereses, propiciando la lucha contra el oligopolio actual en esta actividad y fomentando la publicación de datos que permitan seguir la trayectoria de aciertos y errores de las mismas. En cuanto a las firmas auditoras sí podrían nuestras autoridades nacionales dictar normas que obligasen a estas entidades a efectuar un trabajo menos formalista y más concienzudo e independiente de las empresas auditadas, especialmente en aquellas materias relacionadas con cuestiones que afectan a posibles riesgos para el sistema financiero.

En mayor o menor medida buena parte de las cuestiones antes mencionadas constituyen elementos del proceso de reestructuración bancaria emprendido en España de forma más temprana

y ordenada que en otros países europeos. Esa circunstancia, indudablemente favorable, se ha visto socavada, de un lado, porque contemplada desde el exterior aparecía como una pieza más de una serie de reformas estructurales, algunas de las cuales iniciadas con retraso y ánimo vacilante. Por otra parte, la gravedad del problema del riesgo soberano, cada vez más acuciante a partir de la primavera de 2010, ha incidido en el proceso citado al provocar, y acaso retrasar, la búsqueda de soluciones que no requiriesen el empleo de fondos públicos en una coyuntura de incierta recuperación económica. Aun así, las dudas suscitadas por la inevitable reestructuración de la deuda griega ha originado una oleada de desconfianza respecto a la fortaleza de la banca europea de la cual las entidades españolas no quedan inmunes si bien el conocimiento del deterioro real de sus activos y las exigencias precisas de capitalización pudieran reestablecer definitivamente la confianza en los resultados de la reforma emprendida en nuestro país y confirmar la solvencia de la mayoría de las entidades al tiempo que aclara, de una vez por todas, la situación real y las vías de apoyo para aquellas que por ser viables deban ser mantenidas si es necesario gracias a los recursos aportados por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) iniciando la liquidación de las que no lo son.

#### *Conclusiones:*

- *España no debería retrasar la reforma de su estructura supervisora, no solo para adecuarla más eficazmente al nuevo esquema establecido en la Unión Europea sino, también, para facilitar la regulación y supervisión macroprudencial que evite la reaparición de riesgos sistémicos y su contagio a la economía real.*
- *La recuperación de la confianza de los inversores en el sistema financiero requiere reforzar las exigencias impuestas a auditores y agencias de calificación al tiempo que se ofrecen soluciones institucionales eficaces a los perjuicios que a los usuarios minoristas de productos financieros originan la asimetría en la información y los posibles abusos de posiciones dominantes en los mercados No cabe tampoco ocultar que esa confianza se afianzaría si se estableciesen y se cumplieren*



*normas encaminadas a regular adecuadamente las remuneraciones de consejeros y altos directivos de entidades de crédito, empresas de servicios financieros y sociedades cotizadas en Bolsa.*

- *La necesidad y el éxito en la adaptación a un entorno más competitivo y fuertemente regulado impondrá la existencia de entidades crediticias de mayor tamaño, que cuenten con una solvencia reforzada y una capacidad instalada adecuada a los nuevos tiempos a la par que en situación de suministrar financiación suficiente a sectores con proyección de futuro y empresas operantes en sectores innovadores. En nuestro caso todo ello pasa por reafirmar las exigencias de capital impuestas por Basilea III a fin de disipar las dudas de los inversores – nacionales e internacionales- en la solvencia de las entidades españolas y en la fortaleza de sus activos. En el caso concreto de las Cajas de Ahorro el progreso en la reforma de su gobierno corporativo y en especial de la despolitización y mejora de la profesionalización de sus órganos corporativos debería completarse sin demora. Por último y como colofón, se impone concluir cuanto antes el proceso de reestructuración bancaria emprendido con el fin de contar rápidamente con un marco de estabilidad bancaria y financiera que apoye la recuperación de nuestra economía.*

## EPÍLOGO

Las *Conclusiones* que anteceden estas líneas intentan reflejar, condensándolas, las propuestas que cada autor de las colaboraciones componentes de este Estudio presenta como remedio a los principales fallos que generaron la gravísima crisis financiera cuyas consecuencias hoy todavía padecemos. Aun cuando alguno de ellos juzgó oportuno recordar ciertas características de la crisis para asegurar un mejor enlace con sus análisis de las propuestas de reforma del sistema bancario, conviene resaltar que aquí no se ha tratado de ofrecer una explicación detallada de la crisis- que por cierto se cuentan por decenas- ni limitarse a sugerir meras correcciones técnicas.

Ha sido frecuente en otros Estudios de la Fundación que el Coordinador o Director de los mis-

mos incluyese en su introducción amén de un resumen de los trabajos unas recomendaciones de carácter general o de propósito más concreto dirigidas a los responsables públicos y a sectores privados relacionados con las materias en cuestión. Los problemas analizados aquí y las propuestas de solución recomendada por los expertos que firman los capítulos de este trabajo convertirían en presuntuoso un intento parecido además de resultar inútil el ser subrayados por un coordinador que ha aprendido no poco con su lectura. Ahora bien, defraudaría la confianza que la FEF y su presidente me otorgaron si rehusase exponer, siquiera sea brevemente, mis opiniones excusándome en la envidia de las distintas colaboraciones que nutren estas páginas. En consecuencia, las reflexiones que siguen son de mi exclusiva incumbencia y acepto toda la responsabilidad de los errores que incluyan.

La primera cuestión con la cual debe enfrentarse quien desee entender la generación, magnitud y consecuencias de la reciente crisis reside en preguntarse quién fue responsable de la misma. Esa responsabilidad está, creo firmemente, muy compartida entre los mandatarios políticos (que por ignorancia propia, intereses electorales, impericia técnica e indecisión no supieron ni en muchos casos no quisieron tomar a tiempo las decisiones oportunas); las autoridades regulatorias y supervisoras (muchas de las cuales no hicieron, por múltiples razones, el debido uso de las competencias a ellas otorgadas o reaccionaron tarde ante acontecimientos cuyos síntomas era su obligación detectar tempranamente para asegurar la estabilidad financiera en general); los bancos y otras entidades financieras, incluyendo de forma destacada las agencias de calificación y las firmas auditoras (porque sus altos ejecutivos y administradores ofrecieron salvo contadas excepciones un ejemplo de deficiente gobernanza, incapacidad de controlar o evaluar riesgos y en algunos casos alteración en las prioridades situando sus beneficios particulares antes que la seguridad de la institución o la información a los mercados) y, para concluir, los propios economistas (entre los cuales no faltaron quienes enajenaron su capacidad analítica y su independencia crítica a favor de interpretaciones vacuas y reconocimientos perso-



nales). Todos y cada uno de esos grupos no estuvieron a la altura exigida por la responsabilidad de sus respectivas posiciones y defraudaron, de una u otra forma, la confianza que la sociedad había depositado en ellos.

Por muy lamentable que haya sido la actuación de esas instituciones públicas y entidades privadas en el pasado la preservación frente a futuras crisis reside en la esperanza de que hayan aprendido las lecciones de lo ocurrido y sepan en el futuro cumplir con la difícil tarea que les aguarda. No será fácil, por ejemplo, convencer, e imponer, a las entidades bancarias en general de la imperiosa necesidad de contar lo más rápidamente posible con más y mejor capital propio ni en particular a aquellas a las que por su volumen, variedad e internacionalidad de sus actividades convenga exigir requisitos adicionales que aseguren al Tesoro Público que las consecuencias de sus errores van a recaer mayoritariamente sobre sus accionistas y acreedores privados. En ese contexto surge la duda relativa a la mejor forma de conciliar el interés público en los procesos de quiebra y liquidación de entidades tan vitales para la actividad económica general como son los bancos. Es esta cuestión tan candente que está mereciendo el estudio y consiguientes propuestas iniciales de lo que se ha dado en llamar *resolución* de bancos. Lo hasta ahora conocido da mucho que pensar pues no parece evidente que en nombre de un recientemente consagrado principio de la “estabilidad financiera” deban relegarse conceptos tan evidentes como la seguridad jurídica o la responsabilidad de los administradores en tan peculiar régimen de liquidación.

Innecesario parece resaltar la trascendencia de fomentar una más amplia, veraz y pública información a todo tipo de inversores y usuarios de activos y servicios financieros, petición que va unida a la incitación a una mayor exigencia por parte de los reguladores y supervisores de las actividades llevadas a cabo por entidades privadas tales como las agencias de calificación y firmas auditoras cuyo cometido básico (facilitar información imprescindible para la formación de los precios en los mercados y actuar como garantes de la situación financiera de las empresas) debe estar libre de conflictos de interés, exento de aureolas de infali-

bilidad y sometido al escrutinio resultante de la libre competencia entre las entidades que decidan realizar tales tareas.

Descendiendo un peldaño hacia una mayor concreción en dos campos de vital importancia cuales son el enfoque y estructura de la regulación y supervisión bancaria futuras así como el papel reservado a los bancos centrales en aquella y en la más tradicional de manejo de la política monetaria, parece clara en general- y por ende en España- la necesidad de implementar adecuadamente lo que ha dado en calificarse como “supervisión macroprudencial”, entendiendo por tal la que persigue contemplar en su conjunto la malla de relaciones que une instituciones y mercados financieros con la economía real. Esta orientación, que gana cada día adeptos y que parece muy encomiable, me suscita una duda porque siempre había creído- ¡ingenuo de mí, confiado en el tenor literal de los títulos de numerosos y excelentes libros de texto y rigurosos informes!- que dichas interrelaciones entre la economía real, la política monetaria, sus canales de transmisión hacia mercados y entidades financieras, el equilibrio de estos y la corrección de sus excesos se conocían desde antiguo y eran habitualmente tenidos en cuenta por los bancos centrales y las diferentes entidades supervisoras. ¡Pero siempre es tiempo de aprender! Confiemos que la supervisión macroprudencial sea capaz en el futuro de detectar desequilibrios en áreas en las cuales los bancos centrales son incapaces de actuar a posteriori sin causar “daños colaterales”, complementando así la eficacia de la política monetaria convencional y moderando en consecuencia la virulencia de las fluctuaciones del ciclo. Por añadidura, al tiempo que los bancos centrales siguen defendiendo celosamente su autonomía deberían huir lo antes posible de tentaciones intervencionistas en el campo de las políticas fiscales so pretexto de asegurar la estabilidad macroeconómica o de reducir a cualquier coste la volatilidad de los precios pues ello puede suponer -como la experiencia reciente demuestra- el encubrimiento de riesgos y el fomento de peligrosos procesos de apalancamiento.

Nuestro país necesita imperiosamente concluir el proceso de reestructuración emprendido en 2008 con el Real Decreto-Ley 6/2008 para la ad-



quisición de Activos Financieros y cuyo último capítulo esperemos haya sido la norma de igual rango RD-Ley 2/2011 de reforzamiento del sistema financiero. Es cierto que durante estos tres años se ha llevado a cabo una remodelación profunda del sector bancario, reforzando su solvencia y adecuando su capacidad instalada a las exigencias provocadas por la crisis, pero no lo es menos que el proceso ha podido transmitir la imagen general de un sector debilitado en el cual no se diferencia entre la solvencia de la mayoría de las entidades y los problemas de un reducido grupo necesitado de una recapitalización rápida. Además, las vacilaciones políticas relativas al mejor modo de resolver la crisis helena ha recrudecido todo tipo de sospechas sobre el sector bancario europeo y cimentado numerosas conjeturas acerca del impacto que sobre su solvencia podría tener la solución de aquella. Las demoras a la hora de encarar los problemas de la deuda soberana se han transmitido al sector bancario y el inevitable enlace entre

ambos puede provocar una nueva y gravísima crisis en Europa.

Tres lecciones se desprenden del repaso que este Estudio ha pretendido ofrecer sobre cómo prevenir futuras crisis: primera, que no se debe permitir de nuevo una regulación y supervisión ligeras, confiadas en que las entidades van a atender en todos los casos la prioridad de los intereses generales respecto a los propios; segunda, que se deben adoptar todas las medidas imaginables para minimizar las ayudas públicas a entidades financieras- privadas o semipúblicas- en crisis; tercera, que es ilusorio creer que no volverán a producirse nuevas crisis pues siempre las habrá y siempre será necesario resolverlas gracias a la contribución de fondos públicos; de lo que se trata es que sean esporádicas, controlables y que la aportación de los contribuyentes sea la mínima posible porque las entidades privadas causantes de las mismas hayan aportado la mayor parte de los recursos precisos para solucionarlas.





## **PAPELES DE LA FUNDACIÓN**

- Nº 1 Estudio para la mejora del Gobierno Corporativo, la Transparencia Informativa y los Conflictos de Interés.
- Nº 2 Guía de Principios de Buen Gobierno Corporativo, Transparencia Informativa y Conflictos de Interés en las Sociedades Cotizadas.
- Nº 3 Estudio sobre los efectos de la aplicación de las Normas Contables del IASB a los sectores cotizados de la Bolsa Española.
- Nº 4 Buen Gobierno, Transparencia y Ética en el sector público.
- Nº 5 Estudio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2 vols.):
- Nº 5 Estudio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2 vols.):
  - Resumen del estudio en Español.
  - Resumen del estudio en Inglés.
- Nº 6 Guía de Buenas Prácticas para el desarrollo de la Junta General de Accionistas de Sociedades Cotizadas.
- Nº 7 Observatorio de Gobierno Corporativo de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2003.
- Nº 8 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades del Ibex-35 de la Bolsa Española IEI-FEF.
- Nº 9 Pensiones y Ahorro a largo plazo: un viejo problema en busca de nuevas soluciones.
- Nº 10 El ciclo del Capital Riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor.
- Nº 11 España y las nuevas Perspectivas Financieras de la Unión Europea 2007-2013: Nuevos condicionantes, nuevos objetivos, nuevas estrategias.
- Nº 12 Diversidad de Género en los Consejos de Administración de las Sociedades Cotizadas y Cajas de Ahorros españolas.
- Nº 13 España y la nueva arquitectura económica y financiera internacional. El desafío del G-8.
- Nº 14 Observatorio de Gobierno Corporativos de las Grandes Sociedades Cotizadas en el Mercado de Valores español (Ibex-35), 2004.
- Nº 15 Índice de Excelencia Informativa de las Sociedades de la Bolsa Española IEI-FEF.
- Nº 16 La Responsabilidad Corporativa: una propuesta para un entrono empresarial más eficiente y socialmente comprometido.
- Nº 17 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos, 2006.
- Nº 18 Las Cajas de Ahorros: Modelo de Negocio, Estructura de la Propiedad y su Gobierno Corporativo.
- Nº 19 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2006.
- Nº 20 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional, 2007.
- Nº 21 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos, 2007  
Resumen del estudio en Inglés.
- Nº 22 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2007.
- Nº 23 El Papel de las Instituciones Públicas en las Operaciones de Control Corporativo Nacionales y Transnacionales.
- Nº 24 Instrumentos Financieros para la Jubilación.
- Nº 25 Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional (2008).

- Nº 26 La Filantropía: tendencias y perspectivas. Homenaje a Rodrigo Uría Meruéndano.
- Nº 27 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2008).
- Nº 28 El Sistema Bancario Español ante el nuevo entorno financiero.
- Nº 29 Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades cotizadas en el Mercado Continuo Español, 2008.
- Nº 30 Situación actual y perspectivas de las Instituciones de Inversión Colectiva.
- Nº 31 Observatorio de la Economía Internacional (2009).
- Nº 32 Observatorio de Gobierno Corporativo de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo español, 2009.
- Nº 33 La ley Concursal y su aplicación.
- Nº 34 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2009).
- Nº 35 Estudio sobre el Sector Asegurador en España.
- Nº 36 Nuevos enfoques para viejos riesgos financieros.
- Nº 37 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2010).
- Nº 38 Estudio sobre el sector asegurador en España 2010: Los aspectos cualitativos de Solvencia II.
- Nº 39 El ahorro Familiar en España.
- Nº 40 Observatorio de Gobierno Corporativo (2010).
- Nº 41 Los Nuevos Mercados Energéticos.
- Nº 42 Mecanismos de Prevención y Gestión de Futuras Crisis Bancarias.

**ENTIDADES PATRONO DE  
LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS**

BANCO SANTANDER, S.A  
TELEFÓNICA, S.A  
ENDESA, S.A  
FUNDACIÓN IBERDROLA  
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA  
CITI  
BANCO SABADELL  
BANKIA  
CLIFFORD CHANCE  
DELOITTE  
ERNST & YOUNG  
FIDELITY INTERNATIONAL, SUCURSAL EN ESPAÑA  
FUNDACIÓN REPSOL  
INDITEX  
INDRA SISTEMAS, S.A  
KPMG  
LA CAIXA  
MAPFRE  
ZURICH ESPAÑA  
CECA  
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES  
FUNDACIÓN ABERTIS  
URÍA & MENÉNDEZ  
ACS  
FUNDACIÓN PRICEWATERHOUSE COOPERS  
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA  
J& GARRIGUES, S.L  
BAKER & MCKENZIE

**ENTIDAD FUNDADORA**

INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIEROS