



FUNDACIÓN DE  
ESTUDIOS FINANCIEROS

# LA REGULACIÓN FINANCIERA: ¿SOLUCIÓN O PROBLEMA?

*Director*

José Pérez Fernández

PAPELES DE LA FUNDACIÓN N.º 53

ISBN: 978-84-606-6017-0  
Depósito Legal: M-5151-2015  
Edita: Fundación de Estudios Financieros  
Impresión: Reimpventa, S.L.



<b>EQUIPO DE TRABAJO</b> .....	5
<b>PRESENTACIÓN</b> .....	7
<b>1. INTRODUCCIÓN</b> .....	9

## **PARTE I**

### **FUNDAMENTOS Y PRINCIPIOS BÁSICOS DE LA REGULACIÓN FINANCIERA**

<b>2. LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS Y SU DIVERSIDAD NATURAL.</b> José Pérez .....	17
<b>3. LA RELEVANCIA DE UNA REGULACIÓN PROPORCIONADA.</b> José Pérez .....	21
<b>4. LA ESTABILIDAD FINANCIERA EN LA MÉDULA DE LA REGULACIÓN PÚBLICA.</b> José Pérez .....	33

## **PARTE II**

### **LA REFORMA FINANCIERA INTERNACIONAL**

<b>5. UNA BREVE PANORÁMICA.</b> José María Roldán .....	47
<b>6. LA PROBLEMÁTICA ACTUAL DE LA POLÍTICA BANCARIA.</b> Raimundo Poveda .....	53

## **PARTE III**

### **ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE LA REFORMA Y SUS CONSECUENCIAS**

<b>7. ¿SOLUCIÓN O CONFLICTO?</b> Paulina Beato .....	91
--	----



<b>8. CONCENTRACIÓN, COMPETENCIA Y ESTABILIDAD.</b>	
Joaquín Maudos .....	103
<b>9. DESARROLLO FINANCIERO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO.</b>	
Joaquín Maudos .....	107
<b>10. REGULACIÓN DE SOLVENCIA Y RENTABILIDAD BANCARIA.</b>	
Santiago Carbó .....	111
<b>11. EL RECONOCIMIENTO SOCIAL DE LA SUPERVISIÓN FINANCIERA .</b> José Gómez de Miguel .....	115
<b>12. LA REGULACIÓN EN LOS MERCADOS DE VALORES Y SU ESPECIFICIDAD.</b> Ignacio Santillán y Ramiro Martínez-Pardo .....	125

#### PARTE IV

<b>RESUMEN DE CIERRE</b> .....	139
<b>PAPELES DE LA FUNDACIÓN</b> .....	147
<b>ENTIDADES PATRONO DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS</b>	150



## **EQUIPO DE TRABAJO**

### ***DIRECTOR***

José Pérez Fernández

### ***AUTORES***

Paulina Beato

*Asesora de Asuntos Económicos, Secretaría General Iberoamericana*

Santiago Carbó

*Professor of Economics and Finance, Bangor Business School*

José Gómez de Miguel

*Miembro del Consejo de Administración de CECABANK, SA y Presidente de su  
Comisión de Riesgos y Solvencia.*

*Ex Jefe de la División de Regulación, Banco de España (1996 y 2012)*

Ramiro Martínez-Pardo

*Director, Gomarq Consulting*

Joaquín Maudos Villarroya

*Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia  
y Director Adjunto de Investigación IVIE*

Raimundo Poveda

*Ex Director General de Regulación, Banco de España*



José María Roldan  
*Presidente, AEB*

Ignacio Santillán Fraile  
*Director General, FOGAIN*

**GRUPO DE CONSULTA**

María Abascal  
*Chief Economist for Regulation and Public Policies, BBVA*

Manuel Conthe  
*Of – Counsel, BIRD & BIRD*

Emilio Díaz Ruiz  
*Socio, URÍA MENÉNDEZ*

Gloria Henández Aler  
*Socio Regulatorio Financiero, DELOITTE*

Gloria Hervás Ortega  
*Analista public Policy, Banco Santander*

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

Javier Méndez Llera  
*Director General, FEF*

Javier Rodríguez Pellitero  
*Jefe de la Asesoría Jurídica y Fiscal y Vicesecretario General, AEB*

Luis Tejeiro  
*Director de Regulación y Estudios, CECA*

Juan Carlos Ureta  
*Presidente, FEF*



## PRESENTACIÓN

Constituye para mí un motivo de satisfacción presentar un nuevo número de la colección «Papeles de la Fundación», en este caso, el estudio *«Regulación financiera: ¿solución o problema?»* que ha coordinado y dirigido brillantemente José Pérez. El estudio tiene su origen en la decisión de la FEF de reflexionar sobre la reforma de la regulación que ha surgido como consecuencia de la crisis financiera mundial y especialmente de la europea.

La crisis financiera ha tenido secuelas importantes en todos los ámbitos de nuestra sociedad. Uno de ellos ha sido una intensificación sin precedentes de la regulación financiera como respuesta de las autoridades a los graves problemas que han tenido lugar. Las numerosas normas que se han emitido desde entonces no han dejado indiferente a casi nadie. A unos porque les parecen escasos los cambios realizados y a otros porque creen que las reformas han supuesto un cambio trascendental en las reglas de juego y pueden afectar al modelo de negocio de las entidades financieras.

Los trabajos que forman parte del estudio contemplan todas las perspectivas de la regulación financiera y parten de la base de que debe contribuir a la consecución de sus objetivos de forma equilibrada, aportando más beneficios que perjuicios al sistema y que debe estar supeditada al objetivo último de la consecución de la estabilidad financiera. De hecho, el estudio va más allá de la regulación de las entidades y toca ampliamente el tema del rol de los mercados de valores y de la banca en la sombra en la estabilidad financiera.

Hay una idea central en el documento que creemos que es básica, la idea de que la estabilidad financiera debe estar en el centro de la regulación pública. El hecho de que hasta ahora los pasos dados en el ámbito de la regulación hayan salido bien, no impide que



puedan suceder nuevas crisis en el futuro. La fragilidad del sistema, tanto en su parte bancaria como en su parte de mercados de capitales, sigue vigente y por tanto la posibilidad de nuevos episodios de inestabilidad de gran impacto y con consecuencias muy inquietantes, sea probablemente mayor que en 2008. Riesgos que a lo mejor no se concreten nunca pero que de aflorar, afectarán al conjunto de los mercados de valores y a los ahorradores por varias vías de transmisión que curiosamente se han amplificado en estos años últimos. El bucle «inestabilidad de los mercados de valores-crisis bancaria» no solo no ha ido a menos sino que se ha amplificado con las políticas no convencionales de los Bancos Centrales.

Otra idea central del informe es precisamente la intensidad, la lentitud y la proporcionalidad de la agenda regulatoria. En la FEF seguimos creyendo que el objetivo último no debe ser «más» sino «mejor» regulación. Para ello, en algunos casos el énfasis habrá que ponerlo en la vigilancia y supervisión del cumplimiento de las reglas ya vigentes y no necesariamente en su reforma. En otros casos, habrá que optar por una regulación más convergente con definiciones normalizadas que permitan una mejor comparación y eviten el arbitraje regulatorio. Para que el mercado funcione correctamente se requieren normas sencillas y estables y una regulación suficiente pero no excesiva. A su vez deben guardar una adecuada proporcionalidad a los distintos tipos y tamaños de entidades.

El trabajo que se presenta consta de diversos artículos en los que los distintos colaboradores, protagonistas relevantes en el mercado financiero español, ofrecen una visión completa de las materias anteriormente citadas. A todos los que han participado de alguna manera en la elaboración de este estudio y especialmente a su director, José Pérez, quiero agradecerles su dedicación, esfuerzo y apoyo a esta iniciativa de la FEF.

Desde la Fundación de Estudios Financieros esperamos que este estudio aporte sus reflexiones y conclusiones al debate sobre la reforma del sistema financiero.

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





## 1. INTRODUCCIÓN

Desde que se iniciara la crisis financiera hemos observado estados de ánimo muy variados. Complacencia inicial por un mundo feliz, pesadumbre contenida de los supervisores, indignación de los contribuyentes, arrebató ordenancista de los reguladores, y ahora que avanza la reparación del sistema, pasamos sin solución de continuidad al agobio y cansancio de las entidades por la oleada incesante de disposiciones.

Mientras que unos claman contra la laxitud de las regulaciones y la inoperancia de los supervisores que condujeron juntas a la crisis, o incluso gruñen por la insuficiencia, complejidad y lentitud de las medidas destinadas a reparar el sistema y dotarle de solidez y resistencia, los otros, particularmente las entidades financieras, protestan por los excesos y el fárrago de las nuevas regulaciones y por los costes y distorsiones subsiguientes. Esto último ocurre especialmente cuando se incurre en una profusión de normas cuyos costes y beneficios no han sido adecuadamente sopesados, y desde luego, cuando se carga la mano sobre unas partes del sistema financiero y se dejan con menor gravamen a otras que desempeñan funciones similares o asimiladas.

En todo ello laten controversias e interrogantes varios. Sin embargo, hoy resulta difícil encontrar alguien que no ponga en solfa las regulaciones y arreglos institucionales de los dos lustros previos a la crisis, y que no encuentre en ambas algunos de los motivos de su alcance y gravedad. La insatisfacción se refiere en este sentido tanto al ámbito del comportamiento prudencial y la vigilancia de la estabilidad financiera como a la esfera de la protección de los inversores y a la adecuación de las infraestructuras financieras de información, calificación, revisión y verificación.

Casi nadie apunta, por otra parte, a los excesos de la intervención pública como motivo de esta crisis, y en todo caso, se denuncian en algunos países los diferimientos en las



actuaciones de las autoridades y las carencias institucionales de preceptos o de capacidades operativas, que condicionaron su resolución.

Así pues, las cuestiones planteadas actualmente no lo son sobre la necesidad o no de las regulaciones e intervenciones públicas en el sistema financiero, sino respecto a su fundamentación básica, jerarquización de objetivos, intensidad y adecuado alineamiento con las características de un negocio financiero crecientemente intrincado y complejo.

En definitiva se refieren al por qué, el cómo y el cuánto de las regulaciones financieras. Cuestiones sempiternas, que revisten ahora su carácter histórico inmediato al fijar la consideración en factores tales como: la recurrencia y gravedad creciente de las crisis financieras, la confusión insoportable de los intereses en juego, la perversidad de los subsidios implícitos, la fragilidad compuesta del sistema, la manera de abordar su pronta y mejor subsanación, y, en fin, los costes finales que, de una u otra, se derivan para los contribuyentes.

En relación con ello conviene subrayar que esta crisis financiera no lo ha sido únicamente de entidades específicas, por malas gestiones individuales. Por el contrario, 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 de algún modo habían llegado a mediatizar el diseño y ejercicio de esta última. En consecuencia, la revisión y reforma de la regulación y supervisión financiera, así como de los contenidos y mandatos de su arco institucional, se han hecho especialmente necesarias, como lo ha sido también la configuración misma de las redes de seguridad y de los esquemas de resolución de entidades en crisis. Todas ellas, se acepta, deben de ser ajustadas en profundidad a la luz de la evidencia reciente.

El problema es que, en un movimiento pendular, corremos el peligro de pasar de la quimera de un mundo que estuviera regido con cierta fe en las capacidades de contención y equilibrio de las instituciones privadas y los mercados –las cuales de ser así harían prácticamente innecesarias las regulaciones y supervisiones públicas o las limitarían a suaves guías de comportamiento– para aterrizar inopinadamente en otro mundo extremo, y este muy real e inmediato, en el que las regulaciones complejas, detalladas, y muchas veces superpuestas, aparecen como panaceas, sin calibrar suficientemente su eficacia ni ponderar los efectos indeseados, ya sean estos sobre la propia funcionalidad del sistema financiero o sobre su mejor supervisión y control.



La intención de los trabajos aquí presentados es debatir al respecto algunos de los temas en cuestión. Como resultado de los mismos se formula, primero, la importancia misma de la diversidad de intermediarios financieros y la necesidad de unas regulaciones públicas proporcionadas a sus riesgos inherentes y a los perjuicios que, a causa de sus conductas y actuaciones, puedan ocasionar a los demás, dentro del propio sistema, o externamente a los contribuyentes. En segundo lugar, se abunda en la preeminencia que deben tener la estabilidad financiera y la protección y confianza de los depositantes e inversores como objetivos básicos de dichas regulaciones. En tercer lugar, se discute la manera más robusta y eficaz de abordar estas regulaciones y su adecuada vigilancia y control, de modo que se minimicen los costes indeseados y las distorsiones funcionales que, por defecto o por exceso de regulación, puedan mermar las contribuciones del sistema financiero al bienestar general. En cuarto lugar, se suscitan dudas sobre la posibilidad de alcanzar objetivos múltiples o de afinar el contenido de las regulaciones mediante normas prolijas y detalladas, especialmente cuando nos desenvolvemos en un mundo complejo, plagado de incertidumbre y en continua evolución adaptativa. En quinto lugar, se subraya, en fin, la importancia del calibrado y la proporcionalidad debida, tanto en el desarrollo de la normativa legal como en su adecuada supervisión.

En este sentido se entiende que haya que abogar por una conjugación adecuada entre, por una parte, la ineludible responsabilidad privada en el buen gobierno, control interno y cumplimiento riguroso de los deberes fiduciarios de las entidades, y, por otra parte, las inexcusables acciones públicas dirigidas a corregir conductas y remediar prontamente las situaciones críticas que puedan poner en peligro la estabilidad financiera y causar costes al conjunto del sistema y al total de la economía. Ello requiere principios legales básicos robustos, normativas rigurosas e instituciones fuertes, apoderadas estas con mandatos y capacidades operativas suficientes para resolver rápidamente dichas situaciones y facilitar actuaciones más inmediatas y eficientes de la justicia ordinaria. A este respecto, la crisis reciente ha puesto de manifiesto cuán importantes son los mecanismos e instituciones de intervención y resolución para la propia ordenación y buen funcionamiento del sistema financiero, así como lo son, en consonancia con ellos, la adecuada imputación de cargas y la exigencia de capacidades efectivas de absorción de pérdidas por las propias entidades mediante recursos de capital y pasivos subordinados cumplidamente suficientes. La evidencia más próxima, asimismo de manifiesto, la significación de las conductas en la génesis de las crisis, y su relevancia en la preservación de la confianza de los inversores como factor clave del buen funcionamiento del sistema financiero.

En lo que sigue, las distintas contribuciones a este Papel abordan la problemática de la regulación financiera en el contexto de los dos últimos lustros, y más en concreto, en el



entorno de la crisis reciente, tomando como referencia general los informes y propuestas del Consejo de Estabilidad Financiera del G20 y de los organismos internacionales que, en torno a este, establecen los estándares de supervisión; se omite siempre el caso más especial del negocio de seguros. Solo episódicamente se hace mención específica del caso español –salvo en el capítulo 11– y de los correspondientes de la Unión Europea o Estados Unidos, como casos más inmediatos.

La Parte I de este trabajo se refiere a los fundamentos y principios básicos de la regulación financiera en dicho entorno. Con un enfoque muy general y más bien analítico subraya la importancia de la intermediación financiera y su diversidad natural, enfatiza el lugar central que ha de ocupar la estabilidad financiera y la confianza de los inversores como referentes básicos de la ordenación pública del sistema financiero, señala la relevancia que tiene en todo ello una regulación adecuadamente proporcionada en sus términos y esboza, en fin, cuales debieran ser los elementos básicos necesarios para la reparación del sistema. La Parte II describe más en concreto y en detalle la actual reforma financiera internacional. A este respecto, en el capítulo 5 se ofrece una panorámica concisa de la reforma auspiciada por los organismos internacionales antes mencionados, y en el capítulo 6 se trata esta reforma más minuciosamente para el caso concreto de la banca, poniendo de manifiesto los muchos límites de la regulación prudencial y lo ineficiente de los sucesivos intentos de refinamiento que van superponiéndose, confusa, compleja, y aparentemente sin fin, en la actual reforma. La Parte III contiene un conjunto de reflexiones acerca de la reforma y sus consecuencias. Primero lo hace sobre los desajustes de la regulación financiera actual respecto a sus propios objetivos y apunta una solución basada en la sencillez y robustez de los coeficientes de capital y en la extensión proporcionada de la regulación a la llamada banca en la sombra (capítulo 7); segundo, aborda las consecuencias de la crisis y de la reforma del sistema sobre la concentración y la competencia bancaria (capítulo 8); tercero, comenta sus posibles efectos sobre el desarrollo financiero y el crecimiento y en cómo puede afectar la regulación a la propia aportación del sistema bancario a la economía (capítulos 9 a 10); cuarto, lo hace en lo tocante a la estima y reconocimiento social de la regulación y supervisión financiera en cuanto a su ejercicio y objetivos (capítulo 11); y quinto, ahonda en la especial problemática de la regulación de los mercados de valores y empresas de servicios de inversión –con referencia concreta al caso de la Unión Europea– subrayando los peligros de una extensión mimética de la normativa prudencial y los costes y distorsiones producidos por el carácter prolijo y la escasa proporcionalidad en que están derivando la reforma en curso y su aplicación supervisora (capítulo 12). Finalmente, la Parte IV recoge un breve resumen de cierre.



Aun cuando el equipo que ha participado en la elaboración del Papel ha trabajado a partir de un esquema previo y un cierto esbozo de los temas a tratar, cada uno de los autores (José M<sup>a</sup> Roldán en el capítulo 5, Raimundo Poveda en el 6, Paulina Beato en el 7, Joaquín Maudos en los capítulos 8 y 9, Santiago Carbó en el 10, José Gómez de Miguel en el 11, Ignacio Santillán y Ramiro Martínez-Pardo en el 12, y José Pérez en la Parte I) lo ha hecho con total independencia de criterio y libertad académica. Por ello es natural que haya diferencias de análisis e incluso de propuestas, lo cual no hace sino enriquecer el debate deseado. En este sentido, cabe decir, ha sido algo buscado por el coordinador y por la propia Fundación de Estudios Financieros.



**PARTE I**  
**FUNDAMENTOS Y PRINCIPIOS BÁSICOS DE LA**  
**REGULACIÓN FINANCIERA**







## **2. LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS Y SU DIVERSIDAD NATURAL**

José Pérez

No cabe duda de que la función primordial del sistema financiero es facilitar la ordenación en el tiempo de las decisiones de gasto y proporcionar, simultáneamente, la cobertura precisa frente a las contingencias diversas del ciclo vital. Para ello, el sistema provee el traspaso de recursos de los ahorradores excedentarios de fondos a aquellos otros que necesitan financiación, al tiempo que suministra medios de pago y proporciona otros servicios financieros y de gestión de riesgos.

La aplicación crediticia es ciertamente central a estas funciones, como lo es el sistema de pagos asociado a ella. Pero también son cruciales otras tareas relativas a la gestión de activos, la formación de mercados o a la mediación y el arbitraje, y lo son asimismo las propias infraestructuras de información, calificación, análisis, contratación, liquidación y verificación que sirven a su ejercicio, sin que el componente crediticio o monetario sea en ellas determinante. La compleción del sistema financiero depende del desarrollo conjunto y equilibrado de esta variedad de tareas, que, al final, resultan más complementarias que sustitutivas entre sí.

Conviene señalar que los intermediarios financieros son en sí mismos respuestas organizativas a imperfecciones de los mercados, y en cuanto que tales, tratan de contribuir al mejor funcionamiento de la economía y al bienestar general.

En un mundo ideal a lo Arrow-Debreu, donde la información fuera perfecta y se distribuyera homogéneamente y sin costes, donde no existieran fricciones en la búsqueda o ejecución de transacciones, donde no hubiera problemas de indivisibilidad de los valores y la escala fuera irrelevante, y donde, en fin, los mercados fueran completos y capaces de proveer contratos sobre cualquier contingencia futura, los prestamistas y presta-



tarios, los ahorradores y los inversores, se relacionarían directamente y los intermediarios financieros carecerían de razón de ser.

El mundo real es muy distinto y está lleno de imperfecciones. La imprevisibilidad de lo venidero, las asimetrías de información, el tiempo como factor escaso y la necesidad de cubrirse frente a contingencias futuras, forman parte de él. Así, los costes de información y transacción, y los de cobertura y acción colectiva, otorgan, entre otros, valor a las infraestructuras y a los intermediarios de los mercados financieros, en términos de mejora del bienestar. Lo que hacen esencialmente, unos y otros, es procesar y distribuir información para facilitar el encuentro último de prestamistas y prestatarios y gestionar riesgos. Todo ello mediante la transformación adecuada de los atributos de los activos en cartera –divisibilidad, duración, liquidez, solvencia del emisor, varianza de los precios, moneda de denominación y otros–. Con esto benefician a sus clientes, al funcionamiento conjunto de la economía y a su mejor crecimiento.

Esta transformación de atributos implica, no obstante, mutación de riesgos. Los riesgos financieros que asumen los clientes de las empresas de servicios de valores y de los intermediarios financieros habrán sido en buena medida domeñados y moderados por una gestión activa y diversificada. Pero al lado de estos riesgos residuales de la gestión surgen, para los clientes o partícipes, otros riesgos de agencia propios de toda relación entre mandante y mandatado, cuando no lo son de solvencia de este último para atender sus responsabilidades y compromisos si estos se traducen en obligaciones a la par, especialmente cuando estas son a la vista o a plazos muy cortos.

Así pues, la aportación neta del sistema financiero al bienestar general estará en la consideración agregada, por una parte, de los beneficios que, entre otros, proporcionan los mercados y sus intermediarios en términos de reducción de costes, mejora de la seguridad, diversificación adecuada y mayor fluidez de la economía, y, por otra parte, dependerá de la materialización efectiva de los riesgos directos e indirectos derivados de su propio funcionamiento y gestión, con los quebrantos consiguientes. Si supusiéramos dados los primeros, sería la minimización de los segundos la que resultaría clave para determinar dicha contribución.

La estimación sería sencilla, y el juego del mercado suficiente, si los riesgos sistémicos y las externalidades que recaen en el conjunto de la economía fueran desdeñables. Sin embargo, en la medida que la materialización de ambos adquiera una importancia significativa y creciente, su carga puede llegar a ensombrecer y cuestionar el correcto funcionamiento del sistema y su propia contribución al bienestar, haciendo precisa actuaciones correctoras.



El papel de la regulación y supervisión de los intermediarios y mercados financieros reside básicamente en la construcción de la confianza de los inversores y depositantes y en la contención de los riesgos sistémicos, de modo que se minimicen los costes que la mala conducta y las actuaciones imprudentes de los intermediarios puedan ocasionar al conjunto del sistema y a los contribuyentes.

Con todo, en no pocas ocasiones pueden ser las propias intervenciones públicas –en forma de intrusiones excesivas, actuaciones desenfocadas o subsidios implícitos a la toma de riesgos– las que distorsionen el buen funcionamiento o alimenten los riesgos y quebrantos del sistema.

Por ello, dichas regulaciones deben de ser sólidamente calibradas y proporcionadas a los riesgos que tratan de prevenir y controlar.

La naturaleza de los servicios recibidos y de los riesgos asumidos por los clientes y partícipes son bien distintos en unos u otros casos de intermediación, y también lo son las externalidades que se derivan para el conjunto del sistema y los contribuyentes. Así, la composición del sistema financiero y el peso de las distintas clases de intermediarios y negocios no dejan de ser relevantes para su aporte conjunto al bienestar general, si bien lo son siempre condicionados a su propia eficiencia.

En este sentido, a modo de ilustración, se ponderan habitualmente los pesos relativos de banca y mercados de valores como elementos de referencia diferenciadores de unos u otros sistemas financieros. Late en esta apreciación la idea de que, cuanto mayor sea el peso de los mercados de valores en la asignación de los fondos de ahorro, más dispersos y puntualmente asumidos estarán los riesgos y más eficiente será el funcionamiento del sistema.

Sin embargo, siguiendo con el ejemplo, ello no será necesariamente cierto en la medida que las bases de desarrollo de los mercados de valores y derivados sean débiles y, por consiguiente, estos aparezcan de una manera forzada e incluso disfuncional. Esto ocurrirá en particular, primero, cuando no se cumplan las condiciones de eficiencia requeridas en cuanto a fiabilidad, transparencia y difusión accesible e inmediata a la información de los emisores y contrapartes, y, segundo, cuando la liquidez de dichos mercados y de sus intermediarios descansen finalmente sobre los balances de las entidades de crédito, sean estas bancos o no, con los riesgos sistémicos correspondientes a las oleadas de pánico. Estos se acrecientan especialmente cuando surgen de valores o derivados con las debilidades apuntadas, en los que se oscurece su correcta valoración y se concentran los riesgos sin la prudencia y vigilancia precisa.



Este es un punto, en el que, como reiteraremos, las políticas públicas deben proceder responsablemente evitando actuaciones superficiales o desenfoques en la regulación y supervisión de los distintos intermediarios, que distorsionen el buen funcionamiento del sistema. Entre estos casos de actuación desajustada están, tanto el consentimiento de mercados de valores y derivados que no disponen de las bases sólidas requeridas para su buen funcionamiento, como la laxitud de la regulación y supervisión prudencial de las entidades de crédito no bancarias con el prurito de aumentar la concurrencia de estas últimas en los mercados financieros.

La diversidad es pues importante y clave para el buen funcionamiento del sistema financiero, pero no lo es cuando está falseada o es fruto de la distorsión o el desacierto de la regulación.

En definitiva, unas y otras instituciones financieras, sean entidades de crédito o empresas de servicios de inversión, sean bancos o no, tienen su razón de ser, con diferentes beneficios y riesgos para la economía que es preciso atender cabalmente en su eventual regulación.



### 3. LA RELEVANCIA DE UNA REGULACIÓN PROPORCIONADA EN SUS TÉRMINOS

José Pérez

Para orientar la discusión general sobre la pertinencia de las regulaciones financieras y poder aseverar su debida proporcionalidad, conviene considerar la distinta problemática de los riesgos que cada clase de intermediario o negocio financiero compone para sus clientes y partícipes. Haciéndolo, a ese fin, no solo desde la óptica estrecha de la protección de los ahorradores pequeños, sino desde la más amplia y compleja de los riesgos sistémicos y las externalidades que se derivan de su actividad para el conjunto de la economía.

En este sentido, y aunque de manera estilizada, cabe distinguir al menos entre empresas de servicios de inversión, intermediarios de crédito y conglomerados financieros, trazando también los apuntes oportunos sobre las infraestructuras que les dan soporte. Por su singularidad, dejamos fuera de este análisis la consideración específica de las empresas de seguros.

**La importancia de la confianza en las empresas de servicios de inversión y su carácter de bien público.** Consideremos aquella clase de entidades que no ejerce una función crediticia y cuya actividad está plenamente vinculada a los mercados de valores. En estas entidades se suponen más simples los servicios que proporcionan y los riesgos que transmiten al conjunto del sistema, y con ello, más sencilla la eventualidad de su regulación.

A esta familia pertenecen, por ejemplo, los casos puros de mediación, asesoramiento financiero, servicios de valores, gestión de carteras e instituciones de inversión colectiva. En ellos, los clientes asumen plenamente los riesgos financieros residuales de la gestión del intermediario, sean estos de fluctuación de precios, de insolvencia del emi-



sor/prestatario, de iliquidez sobrevenida o de fallas de información respecto a la calidad del activo. En este sentido, en estos negocios puros de inversión no se darían las situaciones de pánico características de aquellas clases de intermediarios en que existen obligaciones a precio fijo y con plazos muy cortos, en las cuales hay el riesgo de que se agote el neto patrimonial como consecuencia de actuaciones imprudentes y liquidaciones precipitadas.

Parecería, pues, que, en estos casos puros de servicios de inversión, la presencia de riesgos sistémicos y externalidades negativas para el conjunto de los ciudadanos sería despreciable. Aparentemente bastaría, por tanto, procurar una conducta diligente, mediante arreglos privados o públicos, para proteger adecuadamente a sus clientes. Hay que subrayar, sin embargo, que, además de los riesgos residuales de la gestión, estos clientes asumen los riesgos de agencia ya mencionados, los cuales entrañan, no sólo los correspondientes a la falta de diligencia y solicitud con que se ejerza el mandato, sino también los riesgos de actuaciones fraudulentas, conflictos de interés o apropiación por el mandatario. Por ello, para cimentar su confianza, amén de acotar y acreditar claramente su actividad, estas entidades necesitarán algo de capital y garantías con que cubrir sus responsabilidades fiduciarias y los errores que eventualmente les sean imputables.

Conviene reseñar que estos riesgos de agencia y las contingencias subsiguientes serán en general mayores en la intermediación financiera cuanto más deficiente sea la transparencia y publicidad de la información y mayor la oportunidad de ocultación, y, desde luego, serán mayores cuanto más oscuras y complejas sean las transacciones como resultado de encadenamientos. Ello ocurre, por ejemplo, cuando no se asegura operativamente una correcta segregación de funciones, o cuando no se separan nítidamente los activos propios y los valores custodiados por cuenta de terceros con la titularidad debida, o cuando las transacciones incluyen operaciones de cobertura ejecutadas en mercados no organizados que carecen de registros transparentes, o cuando ellas entrañan estructuraciones o empaquetamientos intrincados y sucesivos, o, en fin, cuando en las carteras gestionadas se eleva significativamente el peso de instrumentos complejos con escasa liquidez y profundidad de sus mercados y con un elevado componente crediticio. Casos, todos ellos, que hacen más vulnerable y frágil la confianza.

Así, el peso dentro del sistema financiero de estos negocios puros de inversión, y su contribución al bienestar general, será naturalmente mayor cuanto más amplios y profundos sean los mercados organizados en que operan y más elevada sea la calidad de la información sobre los activos que en ellos se negocian y sobre las contrapartes impli-



cadadas. Y desde luego, será mayor cuanto mejor definidos estén los mandatos contractuales, más precisos los compromisos y cautelas, y más rápidas y eficientes sean la supervisión y el funcionamiento de la justicia ordinaria en la corrección de las conductas y en el castigo de delitos y faltas. Lograr estas condiciones no es fácil ni natural. Las instituciones económicas, la tradición legal y la eficacia de la justicia son extraordinariamente relevantes al respecto.

Es cierto que, en tanto en cuanto la profesionalidad, el desempeño y la buena reputación son claves para dicha clase de negocios, estará en su propio interés el desarrollo de arreglos privados, modelos contractuales, códigos de conducta e infraestructuras organizativas de mercados. El análisis y la evidencia histórica más o menos inmediata muestran sin embargo los límites de la autorregulación, tanto para el desarrollo extenso de los mercados de valores y sus infraestructuras, como para la corrección de conductas y la contención de los riesgos sistémicos que puedan generarse a través de ellos por las pérdidas generalizadas de confianza.

**La presencia creciente de riesgos sistémicos en los mercados de valores y empresas de servicios de inversión.** Estos efectos sistémicos llegan a producirse en la industria de servicios de inversión cuando siguen a ocultaciones y acciones fraudulentas que devienen en quiebras sucesivas, como secuela de interrelaciones complejas o de puestas en duda sistemáticas de sectores o gamas de activos en cuanto a sus fundamentos, solvencia y liquidez. Son estos estados de desconfianza los que, junto a las debilidades de información antes reseñadas, pueden apartar a los mercados de valores y derivados de su capacidad para retornar al equilibrio óptimo, y generan, por ello, desajustes que acaban por erosionar su función, con pérdidas notables de bienestar. Así lo han puesto de manifiesto algunas crisis recientes.

El papel de las políticas públicas resulta en este sentido más crucial de lo que parece, tanto a la hora de evitar o minorar estas fallas mediante regulaciones y supervisiones ajustadas, como a la hora de corregir las imperfecciones de los mercados mediante el establecimiento y promoción de infraestructuras operativas más eficientes. Sean estas infraestructuras de información, ejecución, liquidación, registro y verificación, o bien sean legales, procesales y jurisdiccionales (mercantiles, concursales y contables, entre otras) que doten a los mercados de la seguridad oportuna.

A veces se soslaya por los políticos la importancia de dichas infraestructuras y se sobrecargan los procedimientos administrativos de manera costosa e ineficiente en la prevención y disciplina de los fraudes y apropiaciones indebidas, llegando a obturar la pro-



pia supervisión. Ocurre esto, en particular, cuando se cae en cierto arrebatado reglamentista, y se va más allá de una debida estandarización básica o del simple establecimiento de principios de gobierno y actuación de las entidades, las cuales ordenen los conflictos de interés y faciliten el control, vigilancia y pronta corrección de conductas, y con ello, su aislamiento del sistema mediante la adecuada protección de los inversores.

Es indudable que los riesgos sistémicos han brotado en los mercados de valores y derivados por algunos de los motivos apuntados, y han crecido notablemente en los últimos lustros. Su solución discurre en grandísima medida por la vía del reforzamiento de infraestructuras, como reconoce el propio Consejo de Estabilidad Financiera (FSB).

Con todo, existen ocasiones, no menos frecuentes, en que los riesgos sistémicos transmitidos a través de los mercados de valores han crecido porque se ha llegado a subvertir el papel y sustancia económica de algunos intermediarios o empresas de servicios de inversión, y dichas entidades han adquirido un carácter híbrido al asumir funciones crediticias o monetarias sin que su regulación y supervisión sea correlativamente ajustada. En estos casos –como son por ejemplo las sociedades de valores o bancos de inversión con fuertes carteras propias financiadas mediante préstamos a corto, o como es el caso de algunos fondos de inversión en mercados monetarios que comprometen un valor de liquidación constante– lo que corresponde es someterlos a exigencias prudenciales acordes con este desarrollo de funciones.

Esto es tanto más necesario cuando estas funciones no pueden ser consideradas espurias o ajenas a las necesidades de los ahorradores y los mercados, y llegar por ello a proscribir las, sino que llanamente entrañan riesgos para el sistema que justifican una regulación y supervisión distinta de la correspondiente a un negocio puro de servicios de inversión. Es más, algunas de estas actividades, como es el caso de la formación de mercados o «market making», resultan fundamentales para un funcionamiento ordenado y fluido de los mercados de valores y para su liquidez, requiriendo a este fin crédito.

En fin, tampoco está claro que los demandantes de servicios financieros vean satisfechas todas las necesidades de su ciclo vital en dicha clase de negocios puros de servicios de inversión.

Esto nos lleva a los intermediarios crediticios puros antes de pasar a la problemática más real de la hibridación de funciones y los conflictos de interés que se generan por la aglomeración de actividades.





**El por qué de la intermediación crediticia: Su importancia y fragilidad.** Es manifiesto que en muchas ocasiones los ahorradores no desean asumir todos los riesgos de una cartera de activos, incluso en el caso de que estos estén modulados y cubiertos por una buena gestión. Lo que en estas ocasiones desean los ahorradores es fijar un rendimiento desvinculándose en gran medida de las contingencias de la cartera que finalmente se financie. Esto ocurre por aversión a ciertos riesgos, o porque deseen minimizar los costes de seguimiento, o, en fin, porque en la cadena temporal de gastos necesitan disponer de importes ciertos, ya sea para ejecutar pagos más o menos inmediatos o bien por un motivo de precaución. Todo ello gana especial fuerza cuando la información sobre los activos no se distribuye homogéneamente, se necesita una especialización y dedicación elevada de recursos para su escrutinio y valoración, y, en fin, cuando los instrumentos correspondientes se negocian en mercados que no disponen de la profundidad y liquidez precisas.

Aquí reside básicamente la razón de ser de los intermediarios crediticios, y de la banca como una parte más de ellos: reciben pasivos y comprometen una remuneración desvinculada del rendimiento de los activos de su balance. Los activos en los que invierten son, en su mayor parte, instrumentos que carecen de mercados organizados y de la liquidez oportuna. Estos activos –préstamos y créditos– suelen ser los de más peso en las economías, porque son legión los emisores que carecen de las condiciones necesarias –dimensión, historial, fundamentos y reputación– para soportar una salida al mercado de valores, generar la información regular que permita su seguimiento y, en fin, para lograr la profundidad y amplitud de oferentes de fondos necesaria para dar liquidez a sus mercados secundarios.

Los préstamos y créditos se negocian por lo tanto en mercados privados y mediante contratos generalmente bilaterales o que agrupan a un número reducido de prestamistas. El escrutinio, valoración y vigilancia de estos activos requieren por ello una fuerte especialización y dedicación de recursos, máxime cuando las asimetrías en la distribución de la información serán en dichos casos muy elevadas entre prestamistas y prestatarios. En estas circunstancias, los intermediarios crediticios toman para sí la gestión difícil y expuesta a contingencias de esta problemática, y asumen los riesgos y venturas correspondientes. En la transformación de atributos de los activos, en la acomodación subsiguiente de la estructura de los pasivos y, en fin, en la gestión oportuna de los riesgos envueltos en estas tareas residen las contribuciones fundamentales de los intermediarios crediticios al buen funcionamiento de las economías y al bienestar general.

Esta actividad requiere incuestionablemente, primero, capital –es decir, una estructuración apropiada de los pasivos entre, por un lado, depósitos y obligaciones que no de-



sean tomar directamente los riesgos del activo y, por otro lado, acciones u otros instrumentos que participen en los resultados residuales del negocio y absorben las eventuales pérdidas—. Segundo, pero no menos importante, exige un case adecuado de los activos con los pasivos —es decir, un cierto encaje de vencimientos y la liquidez precisa para atender desfases de plazos y las retiradas de fondos— algo que subraya la relevancia muy especial de los requisitos de liquidez en este negocio.

Así, pues, existe una gran diferencia con los negocios puros de servicios de inversión, en los que, como ya se ha subrayado, la exigencia de capital será accesoria y escuetamente la necesaria para atender sus responsabilidades fiduciarias. Por el contrario, en la intermediación crediticia los requerimientos de capital y liquidez son centrales a su actividad y a la confianza que le otorguen los clientes. Ello, claro está, salvo en el caso de que estos intermediarios cuenten con garantías generosas de terceros, sean estas explícitas o implícitas, y consiguientemente se desplacen a ellos —por ejemplo, a Fondos de Garantías, Tesoros Nacionales o Bancos Centrales— la suplencia de dichas necesidades. Cabrá entonces la paradoja de poder encontrar sistemas fuertes —real o aparentemente— y entidades débiles y vulnerables, cobijadas en ellos. A este respecto, el tamaño y peso relativo de la actividad crediticia puede quedar distorsionada por la capacidad y solvencia de las instituciones que proporcionen las garantías, y puede crear así bucles perversos, como se ha puesto de manifiesto en las crisis recientes de la zona euro.

Es obvio que, en la medida que los clientes de los intermediarios crediticios se desvinculan de los resultados de la gestión de sus activos y suscriben un rendimiento estipulado como acreedor obligacionista o depositante, su preocupación estará centrada en la solvencia del intermediario y en su capacidad para atender puntualmente sus compromisos. Habrá de haber, en definitiva, un neto patrimonial que recoja las diferencias entre la rentabilidad efectiva del activo y el rendimiento comprometido del pasivo, y este neto acumulado de capital y reservas habrá de ser en todo momento suficiente para absorber pérdidas imprevistas y, con la liquidez oportuna, poder atender sus compromisos incluso en situaciones extremas.

La solvencia de un intermediario crediticio es, con todo, difícil de seguir si no hay una información pública adecuada y, desde luego, puede evaporarse repentinamente si no está soportada por una valoración prudente de sus activos y pasivos y por una contabilización rigurosa y fiel. En última instancia, el cálculo del patrimonio neto es una cuestión seria y netamente contable. No cabe, pues, disponer de una regulación de solvencia creíble y eficaz sin que cuente con una normativa contable sólida y escasamente controvertible, la cual facilite la comparación entre entidades.



En un mundo incierto y mudable, con tanta labilidad y penuria de información como el actual, los clientes de los intermediarios crediticios estarán por consiguiente obligados a establecer cautelas adicionales en términos de estructura de los instrumentos, compromisos del prestatario y garantías adicionales, más allá de la propia remuneración exigida.

En este sentido, los costes muy elevados de la acción colectiva a la hora de asegurar la solvencia del intermediario crediticio acabarán por primar una cautela básica: el vencimiento a la vista, o con plazo muy corto, como mecanismo eficiente de defensa y disciplina («para irse por pies»). Esta sabia solución privada comporta graves riesgos públicos. La puesta en duda de la capacidad del intermediario para atender sus compromisos alentará la huida y precipitará la liquidación de activos, con los efectos consiguientes sobre la propia solvencia de los intermediarios directamente afectados y, según su extensión, sobre el conjunto de la economía en cuanto que afecte a las cadenas crediticias y a los estados de confianza. Estas huidas no tienen por qué ser de clientes depositantes, ni estar circunscritas a ellos, y así lo subraya la evidencia histórica, en especial la más reciente.

Lo relevante al respecto de los peligros y riesgos de las huidas precipitadas de los acreedores, y sus concatenaciones, no es que se trate de una u otra clase de intermediarios crediticios –bancarios o no bancarios–. Lo relevante es, primero, la vulnerabilidad que se derive de la estructura de los activos y pasivos del intermediario –es decir, más o menos recursos propios para absorber pérdidas, más o menos eficacia y solidez de estos recursos, más o menos liquidez y calidad intrínseca de los activos, mayor o menor exigibilidad de los pasivos–. A partir de ahí, lo es, en segundo lugar, la capacidad de contagio, asociada a la mayor o menor conexión con otros intermediarios, a la correlación o comunidad de los riesgos que comparten, y por añadidura, al tamaño y el peso de las entidades en el sistema y a su concentración.

**La especificidad de los bancos.** En el caso de los bancos, estos problemas de vulnerabilidad y contagio adquieren cierto acento genérico por el papel que desempeñan en el sistema de pagos y por el lugar central que ello les otorga en el propio sistema crediticio. Lo cual implica, por un lado, que los riesgos de financiación y liquidez del sistema en su conjunto, y su propia cobertura, acabarán por condensarse en las entidades bancarias más allá de la consideración inmediata de los riesgos directos de sus activos en balance y, por otro lado, que la sujeción de estas entidades a procesos concursales ordinarios colapsaría las cadenas de pagos y entorpecería el crédito. Por ello, en evitación de costes sistémicos y daños a terceros muy graves, los bancos han de quedar sujetos a



un régimen específico de resolución de crisis que evite la interrupción del negocio y provea soluciones ordenadas, amén de garantizar los depósitos que se entiendan dan soporte a un sistema de pagos eficiente. Ello implica necesidades adicionales de regulación pública.

Ahora bien, establecido esto, en cuanto hablamos de los riesgos sistémicos de la intermediación crediticia en los términos antes reseñados, es evidente que aquellos riesgos serán mayores en una entidad crediticia no bancaria compleja –con tamaño muy significativo y fuertemente conectada con el resto del sistema– de lo que serían en el caso de una entidad bancaria especializada y con escasa interdependencia del resto.

**A vueltas con la proporcionalidad y la adecuada articulación de la regulación de los intermediarios crediticios y bancarios.** En definitiva, los fundamentos y los términos básicos de una eventual regulación pública de la intermediación crediticia no difieren en su sustancia entre bancos y no bancos, ni siquiera en lo que concierne a su sujeción a regímenes específicos de resolución. Solo han de diferir individualmente en cuanto lo exige el principio de proporcionalidad, en función de los riesgos intrínsecos de su actividad efectiva. Tan pronto nos apartemos de esto, distorsionaremos el funcionamiento del sistema y su contribución neta al bienestar general, propiciando el arbitraje entre regulaciones, bien sea desde las propias entidades reguladas –es decir, a la sombra de los bancos sin la debida consolidación contable y reconocimiento del riesgo vinculado– o bien hacia entidades de crédito no reguladas –es decir, hacia bancos en la sombra– que al final penden de los bancos en cuanto a liquidez.

Es difícil cuestionar la necesidad de una regulación pública de la intermediación crediticia, y de los bancos como médula de esta última. Ello es así porque, más allá de cualquier anhelo, no hay arreglos contractuales ni instituciones privadas capaces de establecer la disciplina y solvencia necesarias al caso, sin que implique graves riesgos sistémicos y externalidades muy gravosas para el conjunto de la economía. La evidencia ha falsado con estruendo la idea de que la cuestión se resuelve elegantemente, a través del mercado, mediante pautas de gobierno corporativo, gestión de riesgos, control interno y transparencia de información suficientemente auditada. Estas, aún siendo necesarias, resultan netamente insuficientes incluso si el mercado se apoya en una supervisión pública que se acomode y subordine a ellas.

En todo caso, dichas pautas son accesorios importantes de una regulación pública de la intermediación crediticia que ha de estar centrada en los fundamentos antes apuntados: 1) exigencias estrictas de capital y liquidez frente a situaciones extremas; 2) reglas pru-



denciales y contables y guías de valoración que doten a dichas exigencias de eficacia y validez en todo momento; 3) normas e instituciones de resolución ordenada que actúen tempranamente; y 4) una supervisión rigurosa que haga efectivo todo lo anterior y corrija con la anticipación debida, ponderando siempre en todo ello la importancia sistémica de cada entidad.

Ninguna de estas piezas vale por sí misma separándola de las demás. Por consiguiente y a efectos de la debida proporcionalidad, son claves, tanto la compleción de la regulación, como la adecuada articulación de los elementos mencionados. La evidencia es manifiesta en lo que respecta a las distorsiones y costes que puede causar el énfasis extraviado en alguno de ellos cuando se prescinde del apoyo congruente de los restantes. No obstante, una regulación completa en los términos expuestos, no significa, ni requiere, complejidad o artificio alguno que merme su eficacia y la propia eficiencia del sistema y su supervisión.

A ello nos referiremos más adelante. Valga ahora señalar que **una regulación de capital robusta y sencilla, custodiada por normas contables y de valoración muy estrictas y prudentes, con una supervisión incisiva y unos esquemas de resolución pronta y adecuadamente financiados, será socialmente eficiente y se aproximará al óptimo deseado; es más, el capital total consumido por el conjunto del sistema será menor al requerido en un mercado libre.** Por el contrario, unas exigencias de capital complejas, con ponderaciones bajo el control interno de las entidades, unas normas contables lábiles y carencias graves en la resolución ordenada de crisis, restarán eficacia a la supervisión y propenderán al subsidio implícito de última instancia, alentando con ello la toma sistémica de riesgos y mermando así la contribución efectiva del sistema crediticio al bienestar general; a la postre, en estas condiciones, los consumos efectivos de capital serán mayores para el conjunto del sistema y para los contribuyentes, al tiempo que se ocasionarán distorsiones graves en la asignación de los recursos y una desalineación clara de cargas y beneficios.

Por todo ello: propósito de la regulación, alineación de los contenidos, proporción y calibrado, son términos, entre otros, que necesariamente han de inspirar el debate general sobre la regulación y supervisión financiera.

**La difícil consideración de los conglomerados financieros más complejos y de los eventuales límites o constricciones a su actividad.** La problemática de la regulación se enmaraña aún más cuando de la conceptualización de los tipos de intermediarios se desciende a la realidad de un mundo en el cual se desdibujan los perfiles y se aglome-



ran las actividades diversas de la intermediación financiera. Ello acentúa los conflictos de interés, abre más espacio para el fraude, dificulta la transparencia y aumenta las conexiones crediticias. Con lo cual la confianza se hace más frágil, crecen los riesgos sistémicos y se amplifica la inestabilidad financiera. La problemática que se deriva de la conducta inapropiada de las entidades para la estabilidad financiera, y para la propia percepción social de la contribución del negocio al bienestar general, aparece así con toda su intensidad y relevancia.

No se trata ya de un mundo de especialistas en que cabe separar dicha problemática sectorialmente por clases de entidad: circunscrita la vigilancia de unas a temas de conducta y transparencia, y la supervisión de las otras a los estrictamente prudenciales. En la construcción de la confianza de los inversores y de la estabilidad del sistema ambos grupos de temas son fundamentales –conducta y prudencia– y su regulación y supervisión es indudablemente exigible en su globalidad, entidad a entidad, habiéndose de salvar los casos excepcionales de especialización con la debida proporcionalidad que corresponda a los mismos.

Lo cierto es que la pureza del especialista se da muy raramente y su peso conjunto en el sistema financiero es muy escaso, aunque su contribución al juego competitivo sea muy importante. Conviene subrayar en este sentido que la hibridación de la intermediación financiera y la aglomeración subsiguiente de actividades en entidades individuales, o en conglomerados de ellas, obedece, en gran medida, a economías de extensión del objeto y gamas de negocio, que acaban por beneficiar al usuario, ya que acercan servicios y reducen costes. Esto es particularmente cierto si las distintas actividades y funciones están adecuadamente reguladas y supervisadas y se desarrollan con la conducta debida en toda actividad fiduciaria.

Cuestión diferente es cuando aquellas combinaciones de actividad se alimentan del arbitraje de regulaciones defectuosas que en nada benefician al conjunto. Sucede esta hibridación o aglomeración espuria de actividades, primero, cuando la supervisión de conductas cede en los intermediarios crediticios –no corrigiendo a tiempo ni disciplinando de inmediato actuaciones indebidas que merman la habida transparencia y protección de los consumidores– y segundo, cuando la regulación prudencial se ausenta en los casos de intermediarios de valores que asumen funciones crediticias o monetarias –dejando de establecer las exigencias de capital y liquidez correspondientes–. En un mundo complejo e intrincado, cargado de riesgos sistémicos, estas cesiones supervisoras no hacen sino dañar la confianza y acentuar las derivas caóticas. Así ha venido ocurriendo en los últimos lustros, tanto a uno como a otro lado del Atlántico, y de ello



se han hecho eco los programas de estabilidad financiera auspiciados por los gobiernos y por el Consejo de Estabilidad Financiera del G20.

La solución a esta problemática de las entidades mixtas y de los conglomerados –complejidad de riesgos, conflictos de interés y conexiones múltiples– está justamente en la aplicación rigurosa y alineada de las regulaciones con el objeto de fijar el sistema, y desde luego no lo está necesariamente en la prohibición de actividades que propugna la llamada regla Volcker u otras.

Esto habla a favor de una consideración proporcionada de los riesgos totales de los distintos negocios de cada entidad, o grupo consolidado, y de sus conexiones mutuas, evaluando estos riesgos cuando los diversos negocios se someten a tensiones extremas y se acentúan las correlaciones entre ellos.

Ello implica aumentar las exigencias de capital, liquidez, conducta y transparencia de los conglomerados, especialmente en cuanto su dimensión e interconexión comporta elevados riesgos sistémicos. A este respecto, la crisis reciente ha puesto de relieve como dichos riesgos se agravan en las entidades más grandes y complejas y como se elevan los costes de defensa de la estabilidad por la problemática de las entidades «demasiado grandes para dejarlas quebrar». En estos grandes conglomerados, además de dicho plus de requisitos, es preciso establecer normas muy estrictas de consolidación contable –en torno a una cabeza de grupo bien definida– y elaborar mapas claros de actividades, interconexiones y riesgos que faciliten su resolución ordenada en casos de crisis.

Es innegable que una cierta segregación operativa de negocios será siempre eficaz para: lograr una mejor delimitación y supervisión de las actividades; favorecer una evaluación más precisa de los riesgos; facilitar la resolución ordenada de crisis, y, en fin, proveer una actuación más ajustada de las redes de seguridad y suministro último de liquidez por los bancos centrales.

Como ha sido apuntado, esto no significa que se haya de caer en proscripciones o prohibiciones de actividad que la historia demuestra infructuosas en el largo plazo y, desde luego, parcas en beneficios. Basta, en definitiva, con establecer muros de protección en los términos reseñados y acrecentar proporcionadamente los requisitos oportunos –solvencia u otros más exigentes de conducta y transparencia– sin caer por ello en desatinos emocionales respecto a una u otra actividad.

Valga señalar que la amenaza de prohibición de actividades o el excesivo gravamen de algunas de ellas en el caso de conglomerados, o intermediarios híbridos, ha llevado



recientemente a pérdidas notables de liquidez y fluidez operativa de los mercados de valores. Así, como prueba de la estupidez de algunos movimientos pendulares, hemos pasado de mercados de valores cargados de riesgos sistémicos por la débil regulación de ciertas actividades –lo cual acababa por alimentar la desconfianza y la exacerbaba en situaciones de fuerte tensión– a mercados en la misma situación final, pero en este caso por excesos desproporcionados de regulación, que les sustraen profundidad y liquidez y dificultan la presencia regular de demandantes y oferentes –especialmente en momentos de giro de las expectativas– agravando de este modo la inestabilidad por huidas en pánico ante fuertes movimientos de los precios. Así, si antes lo era por desconfianza súbita, ahora lo es por carencias estructurales que restan profundidad y acaban por secar la liquidez al volcar los mercados a un solo lado, con los desequilibrios subsiguientes.





#### 4. LA ESTABILIDAD FINANCIERA: EN LA MÉDULA DE LA REGULACIÓN PÚBLICA

José Pérez

La inestabilidad de los sistemas financieros ha crecido progresivamente en las tres últimas décadas: primero lo hizo en cuanto a la frecuencia de las crisis y, más recientemente, lo ha hecho en cuanto a su extensión y profundidad. Así, paso a paso, la crisis iniciada en 2007 ha llegado a tener un alcance sin precedentes en los últimos ochenta años y ha acentuado las preocupaciones sobre crisis venideras.

**Un cambio de paradigma.** Hasta esta postrera, las crisis financieras parecían relativamente acotadas, tanto por su carácter sectorial predominantemente bancario como por no trascender ampliamente las fronteras nacionales. En este sentido, el contagio era comparativamente limitado y las redes de seguridad nacionales se mostraban en mayor o menor medida suficientes. Anómalos eran los casos en que las crisis financieras se originaban y propagaban desde los mercados de valores, y lo eran asimismo los casos en que las crisis bancarias se difundían imparablemente a través de estos mercados, arramblando con la solvencia sucesivamente deteriorada de las entidades. Las regulaciones podían tener así un fuerte sesgo sectorial y poner su énfasis en la supervisión de las entidades individuales, ya fuera de su conducta o bien de su solvencia.

La extensión de las crisis y su profundidad quedaba grosso modo asociada, por una parte, al mayor o menor alcance de las debilidades de gestión de las entidades de crédito que se ponían de manifiesto en las fases recesivas de los ciclos económicos –más en particular en los inmobiliarios– y, por otra parte, quedaba asociada al grado de contagio ocasionado por la concurrencia de los factores comunes de estas crisis en los balances individuales del sistema. En un esfuerzo de refinamiento las regulaciones podían poner énfasis en estos componentes cíclicos comunes. Más allá de ellos, la propagación de los efectos de la mala gestión o de las actuaciones fraudulentas tenía unas



secuelas delimitadas y manejables por banqueros centrales y supervisores. La materialización de los riesgos sistémicos y las pérdidas asociadas a ellos no parecían por tanto superar las contribuciones «siempre positivas» de la innovación financiera al bienestar general. Así que, ¿por qué no dejar que las entidades controlasen internamente sus riesgos individuales y su solvencia y fueran disciplinadas en última instancia por los mercados, máxime cuando estos podían contar además con redes de seguridad –más o menos públicas– para afrontar situaciones atípicas propias de catástrofes o avenidas milenarias? ¿Por qué no hacerlo así si los mercados eran presumiblemente eficientes y las intervenciones públicas podían perturbar su espíritu creativo y el propio desarrollo financiero? Al cabo, esta fábula de la contención racional, la eficiencia de los mercados y el pronto retorno a un equilibrio óptimo fue tan machaconamente defendida, que los reguladores quedaron embelesados por ella y los supervisores tristemente subordinados a la misma.

**La última crisis ha sido sin embargo muy distinta, sin que pueda tildarse por ello de excepcional e irrepetible o ser considerada como un cisne negro.** Por el contrario, su genealogía responde al signo de unos tiempos caracterizados por unas fronteras sectoriales y geográficas muy difusas, con presencia significativa de grandes conglomerados financieros. Unos tiempos, en los cuales los riesgos se entrecruzan y desplazan con facilidad a través de los mercados, para retornar finalmente sobre los balances bancarios y las redes de seguridad nacionales. Unos tiempos en que esos riesgos dejan de ser ortogonales y se multiplican y componen exponencialmente para actuar como un efecto bumerán en los momentos Minsky. Es decir, en esos instantes, cada vez más frecuentes, en que las expectativas se tuercen bruscamente, los riesgos dejan de ser diversificables, la liquidez y la solvencia de las entidades se evapora y los mercados se agostan sistémicamente.

**Algunos factores de esta mudanza han acrecentado la inestabilidad.** Conviene subrayar cinco grupos de factores a la hora de explicar el vasto alcance de la crisis financiera iniciada en 2007 y la fragilidad creciente del sistema puesta de manifiesto con la misma. Primero, las debilidades de las regulaciones de capital –en cuanto a su definición, control y eficacia última– que permitieron desfigurar la solvencia real de las entidades, propiciaron el arbitraje entre instituciones e instrumentos, soslayaron riesgos y favorecieron su disfraz mediante desarrollos artificiosos, que pendían al final de los balances bancarios por vías directas o indirectas. Segundo, el desplazamiento subsiguiente de actividades desde los silos bancarios a vehículos situados a la sombra de los bancos –cuyos riesgos no se computaban o consolidaban contablemente– o a bancos en la sombra –en cuanto que entidades de provisión de liquidez o de crédito sin regulacio-



nes adecuadas a su sustancia económica— y, en fin, al amparo de ellos, a mercados de valores con información muy deficiente y profundidad escasa, los cuales sustentaban conexiones muy intrincadas y oscuras —mediante empaquetamientos sucesivos, titulizaciones y derivados—. Tercero, estos mercados y los propios «bancos en la sombra o los conductos creados a la sombra de los bancos» disponían de un sustrato inversor muy vulnerable al pánico por los desajustes de vencimientos y liquidez que subyacían en su base de funcionamiento, lo cual hacía ficticia la pretendida diseminación y diversificación de riesgos; a la postre, negociabilidad y liquidez se confundieron funestamente en el desarrollo de estos mercados y lo hicieron especialmente por las carencias de la información y por el mal desempeño de las agencias de calificación de riesgos. Cuarto, las graves insuficiencias de las redes de seguridad y los sistemas de resolución de entidades en crisis, que por diseño o falta de él descansaban de manera muy inmediata sobre los contribuyentes, facilitaban con ello subsidios implícitos y amparaban finalmente la toma sistemática de riesgos tanto por los integrantes directos de la red —bancos— como por los beneficiarios indirectos —entidades no bancarias vinculadas de algún modo a los mismos— que conformaban el gran castillo de naipes. Quinto, la extensión de las conexiones internacionales a través de los mercados de financiación mayorista, los mercados de valores y derivados, sus productos complejos y, en fin, a través de las propias ramificaciones de los grandes grupos globales, que en conjunto desbordaron las capacidades financieras de las redes de seguridad nacionales y crearon un fuerte vínculo entre riesgos bancarios y soberanos, que se realimentaron mutuamente, con carácter especial en la Unión Europea.

Estos cinco factores han compuesto, en interacción, un semillero de inestabilidad creciente difícil de atajar sin una consideración adecuada de sus secuelas y una reforma acorde de la regulación financiera.

**Sus consecuencias más relevantes.** Los corolarios de todo ello han sido, primero, un apalancamiento financiero insostenible por el crecimiento potencial de las economías y, segundo, unos riesgos sistémicos insoportables para las redes de seguridad nacionales y sus contribuyentes, en gran medida derivados de la vulnerabilidad y conexión de las entidades en un mundo globalizado. Los costes de su materialización sobre las economías habían de superar con creces los beneficios imaginarios de tanta innovación espuria, mermando sustancialmente la contribución del sistema financiero al bienestar general.

Fragilidad, interconexión e hipertrofia son, en consecuencia, las características del sistema financiero que han obligado a una reconsideración profunda de su regulación y redes de seguridad. El propósito de dicha revisión no puede ser otro que anclar sólida-



mente la estabilidad del sistema y procurar un marco más adecuado para la mejor asignación de los recursos de la economía. Para este fin, y a tenor de lo expuesto, no se requieren intervenciones públicas prolijas e invasivas; lo que se necesitan son regulaciones robustas, aplicaciones proporcionadas, supervisiones incisivas y sistemas de resolución ordenada que no estén subsidiados por los contribuyentes, de modo que todas ellas vayan radicalmente al fondo de la cuestión.

Se trata, en fin, de atajar las derivas que nos han arrastrado a estas crisis profundas y de sentar las bases de un sistema financiero más sólido y capaz de asumir por sí mismo los riesgos de su actividad, tanto los que se materializan internamente en cada entidad, como los que devienen en externalidades, para evitar así que los perjuicios de las acciones de estas entidades recaigan sobre la sociedad y los contribuyentes. Ello necesita de anclajes sencillos y duraderos, con un presupuesto clave: crisis como esta, con costes tan graves para los ciudadanos, no cabe repetir las.

**Elementos básicos de la reparación del sistema.** Así, pues, la esencia de la reforma no puede ser otra que la estabilidad financiera y su mejor contribución al bienestar general, lo cual implica, como ya ha sido subrayado, minimizar los costes de las crisis para el conjunto de la economía y sus contribuyentes. En consecuencia, **la supervisión no puede confinarse** a las entidades individuales, ni al sector bancario, sino que debe alcanzar, tanto al conjunto de las entidades de crédito, como a los mercados de valores y a las infraestructuras de todo el sistema financiero y de pagos que les dan soporte. Esta supervisión debe de hacerse con las separaciones funcionales debidas, pero no solo desde una perspectiva prudencial estrecha, sino también desde la vigilancia de conductas y la protección de los inversores. Y no cabe hacerla, en fin, en los confines aislados de las entidades individuales o de la protección de los pequeños ahorradores, sino mediante la consideración última de sus efectos sistémicos, con la estabilidad financiera como lema y referencia que aglutine a toda ella *—llámesele supervisión macro prudencial o llámesele X—*.

Lo cierto es que la supervisión ha fallado profundamente en esta crisis tanto en el análisis y consideración individual o agregada de los riesgos latentes —concentración, crediticios, liquidez o estructurales del balance, sin que ninguno de ellos fuera nuevo— como lo ha hecho en su pronta identificación y abordaje —por lo poco incisivo de sus actuaciones y el exiguo aseguramiento del control contable—, y en fin lo ha hecho, por lo escasamente atinado del diagnóstico sobre sus dimensiones concretas —entidad a entidad— y su eventual contagio de unas a otras por las distintas vías. La diversidad y gravedad de las debilidades detectadas en el ejercicio de la función supervisora ha sido tal,



y se ha producido en un espectro tan amplio y heterogéneo de casos, a lo ancho de tanta geografía, a uno y otro lado del Atlántico, que su solución requiere una consideración más profunda que los simples cambios de casilleros organizativos o los socorridos cambalaches de nombres, enfoques, domicilios y demás ocurrencias al uso, ya que es mucho lo que ha quedado en entredicho.

**Cualquier supervisión -particularmente la prudencial- resulta no obstante ineficiente si no está alineada con unos sistemas de resolución ordenada de entidades en crisis, que faciliten y promuevan una pronta actuación correctora.** En muchas ocasiones, y así ocurre recientemente, se habla de la procrastinación de los supervisores como algo asociado a su eventual secuestro o soborno por los regulados. Sin embargo, es mucho más cierto que el diferimiento de las actuaciones de los supervisores obedece en gran medida a la falta de unos sistemas de resolución claramente reglados y con capacidades financieras sólidas y bien definidas.

Los mecanismos de resolución ordenada previos a esta última crisis financiera, o estaban bien diseñados pero se limitaban a cubrir a los bancos comerciales y no lo hacían con otras entidades sistémicas -como ocurrió en el caso estadounidense- u ofrecían serias dudas sobre su capacidad y autonomía financiera -como en el caso español- o, en fin, no existían explícitamente -como ocurría en la mayor parte de la Unión Europea. Incluso en los casos en que en esta última existían fondos de garantía de depósitos, estos solo estaban concebidos como instituciones de cobertura última de los pequeños depositantes, sin capacidad alguna de actuación previa mediante resolución ordenada de la entidad en crisis. Por otra parte, en cualquiera de los casos, ninguno de ellos calibraba suficientemente las actuales dimensiones internacionales de las crisis y lo desmesuradas que podían resultar sus cargas para los contribuyentes de un país vulnerable.

La falta de unos sistemas de resolución ordenada previstos para entidades con carácter sistémico distintas de los bancos comerciales -vgr. bancos de inversión, entidades de crédito no bancarias y compañías de seguros, entre otras- fue el principal desencadenante de la crisis a partir de la quiebra y liquidación de Lehman y de la nacionalización de AIG para evitar llegar a ella. La carencia absoluta de dichos sistemas en el caso europeo determinó asimismo la extensión de los rescates con recursos de los contribuyentes, con el agravante de que no pocos problemas provenían de fuera de sus fronteras nacionales. En algunos casos, los diferimientos derivados en parte de la incapacidad de los sistemas de resolución nacionales empeoraron, además, los efectos directos e indirectos de las crisis sobre la producción y el empleo.



La implosión de las redes de seguridad del sistema financiero puso de manifiesto, tanto sus graves carencias, como la perversidad de un sistema de protección y subsidios implícitos que recaía de inmediato sobre el contribuyente y lo hacía más allá de lo que justificaría un sistema de seguro mutuo de las entidades financieras. Ello no ha hecho sino acentuar los riesgos latentes sobre el sistema, mediante incentivos adversos a la estabilidad financiera y el bienestar general.

Por ello, junto a las exigencias redobladas de más y mejor capital, la reconsideración de dichas redes de seguridad se ha convertido en elemento central de la reforma de la supervisión y regulación financiera, tanto en lo que respecta a su concepción y desarrollo institucional, como en lo relativo a su alcance –entidades bancarias y otras entidades financieras con carácter sistémico o que resulte crítico para la estabilidad del sistema financiero–. Así se ha hecho tanto en Estados Unidos como en la Unión Europea, y este es el camino que marcan las propuestas de reforma formuladas por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB).

Con independencia del papel último que desempeñen los fondos de garantía de depósitos en la protección de los pequeños ahorradores, la evidencia histórica pone de manifiesto la importancia de que las entidades financieras en dificultades se sujeten a procedimientos de reestructuración pronta –caso de las entidades viables– o de liquidación ordenada –caso de las entidades que han devenido inviables– de modo que, en ambos casos, pueda: primero, resolverse la situación sin que ello cause interrupción alguna en los sistemas de pagos o en el fluir del crédito; segundo, se atienda el acceso inmediato de los depositantes a sus ahorros, y tercero, se eviten insolencias caóticas, sin que ello recaiga en los bolsillos de los contribuyentes o, en última instancia, si lo hace, se limiten las aportaciones públicas de manera tasada y se hagan predominantemente con carácter de financiación puente o como manera de atender auténticas catástrofes colectivas.

Todo ello ha de hacerse de forma que se vele por la estabilidad del sistema como bien público, pero con una asignación de las cargas establecida en función de las responsabilidades de la gestión y de los distintos compromisos contraídos en la absorción de pérdidas por los accionistas, obligacionistas y acreedores de las entidades no cubiertos por garantías; y nunca, desde luego, con exoneración de dichas responsabilidades y compromisos.

**La efectividad de los mecanismos de resolución ordenada requiere una arquitectura completa.** Esto implica, primero, el establecimiento de instituciones dotadas de las



capacidades y poderes necesarios. Segundo, la definición de procedimientos claros, debidamente graduados, y bien asentados en principios que defiendan, tanto el interés público de la estabilidad del sistema, como la seguridad jurídica de que accionistas, obligacionistas subordinados y acreedores ordinarios no resulten peor tratados de lo que serían en un proceso de liquidación concursal ordinario. Tercero, unas regulaciones de capital y liquidez acordes con los principios antes reseñados que sirvan de referencia para las actuaciones correctoras. Cuarto, unas responsabilidades supervisoras que desencadenen los procesos de reestructuración y resolución prontamente, antes de que la solvencia de las entidades caiga por debajo de lo requerido para su funcionamiento regular y de que el valor del negocio en marcha se deteriore grave e irremediablemente. Quinto, el respaldo último de un fondo de resolución que facilite esas actuaciones ordenadas y cubra frente a la contingencia de fallos en las mismas que puedan tener derivaciones catastróficas para el conjunto del sistema. Sexto, los llamados «testamentos vitales» de las entidades complejas pueden resultar insustanciales en todo ello, ya que, como parte indelegable de sus responsabilidades, corresponde al supervisor de grupo consolidado, y a su colegio de supervisores, establecer la cartografía concursal de cada conglomerado y disponer las prevenciones oportunas.

**A partir de ahí es evidente que las regulaciones de capital han de estar convenientemente alineadas con los sistemas de resolución** y con sus objetivos últimos de estabilidad, tanto en su concepción como en su eficacia. Ello significa que los requerimientos de capital regulador no tienen que converger con las necesidades de capital económico –evaluado internamente por las entidades– y que, en todo caso, las exigencias de aquel constriñen a las de este cuando existen externalidades que pesan sobre el conjunto del sistema.

El papel de ambos puede ser a la postre complementario, pero nunca sustitutivo. El uno sirve para conducir al supervisor en sus actuaciones y prevenir que los recursos propios de las entidades sean en todo momento suficientes para una resolución ordenada que incluya la eventualidad de impeler las subordinaciones de pasivo y las absorciones de pérdidas correspondientes; todo ello por cuenta de la estabilidad del sistema. El otro sirve para conducir la gestión del riesgo y los controles internos pertinentes, en nombre e interés de los accionistas. El uno, en fin, ha de ser sencillo, robusto y bien asentado en una valoración prudente frente a situaciones de tensión extrema, calibrando los impactos sistémicos de las contingencias latentes –dentro o fuera del balance– y de su complicación a efectos de una resolución ordenada; el otro será todo lo complejo que requiera la buena conducción del negocio y, en este sentido, al supervisor solo le corresponde establecer guías que incentiven actuaciones prudentes y faciliten la comparabili-



dad de su información pública. Esto no requiere miles de páginas, que al final acaban por ser dañinas para todos, excepto para asesores y especialistas del arbitraje entre regulaciones.

Los fallos teleológicos de Basilea II y III son en este sentido manifiestos y sus consecuencias reconocidamente graves. Su reconducción en curso es por ello necesaria, tanto en lo que respecta a las limitaciones en el uso de modelos internos, como en el establecimiento de exigencias de capital sobre activos totales sin ponderar –el llamado coeficiente de apalancamiento– que establezca un mínimo al consumo de capital para el conjunto de los diversos riesgos del negocio. Ello contribuirá a reforzar los pasos ya emprendidos en la exigencia de más cuantía y mejor calidad del capital. Importante es, asimismo, el avance que paralelamente ha de realizarse en lo que concierne a las regulaciones de liquidez y estructura estable de la financiación.

Obviamente, **las exigencias de capital habrán de ser tanto mayores en cuanto más débiles e inciertos sean los fondos de resolución ordenada y los esquemas de actuación nacionales correspondientes y, en fin, cuanto menos confianza haya en el carácter incisivo de la supervisión prudencial.** En este sentido, **la elección política** de una u otra combinación implica un intercambio entre los pesos que se otorguen a cada uno de esos elementos, y el resultado de la decisión y la propia compleción de la reforma **no serán irrelevantes para la estabilidad ni para la eficiencia del sistema financiero.**

La propia naturaleza, dimensión y extensión internacional de las grandes entidades con carácter sistémico –con las dificultades que entraña su supervisión y resolución ordenada– avalan, en este sentido, exigencias especiales para este caso, como postula el Consejo de Estabilidad Financiera del G20, con independencia de que quepa cuestionar su cuantía y someterla a los ejercicios oportunos de calibrado en función de costes y beneficios.

**Escasamente hay países con capacidad para asumir por sí solos**, en sus sistemas nacionales, **las consecuencias de las reestructuraciones o liquidaciones ordenadas de estas grandes entidades sistémicas**, lo cual pone gran énfasis en la coordinación internacional correspondiente, y puesto que esta será siempre difícil como muestra fehacientemente la experiencia más inmediata, parece de suyo que las regulaciones financieras y sus supervisiones velen porque estas entidades sean capaces y estén adecuadamente estructuradas para atender su eventual resolución. Ahí están algunos de los grandes retos de los esfuerzos conducidos por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) en esta dirección.





Por este camino propuesto por FSB discurren las disposiciones de la Unión Europea sobre mecanismos de resolución ordenada. En este caso, la creación de un Fondo de Resolución Europeo para todos los bancos se justifica además por las estrechas conexiones sistémicas que, aun para entidades de menor dimensión, implica la Unión Bancaria y las correlaciones de riesgos correspondientes. Sin embargo, la dotación de este Fondo resulta actualmente exigua y su entrada en funcionamiento demasiado dilatada en el tiempo. La comparativa en cuanto a la adecuada estructuración y dotación de los fondos de resolución en Estados Unidos y en la Unión Europea no dejan duda de las debilidades con que se ha afrontado la reforma en esta última y lo insuficiente e incierta que aún resulta. **La Unión Bancaria no será tal sin un fondo de resolución único y con capacidades suficientes, y la estabilidad del sistema estará mientras tanto en precario.** En la medida que, además, las exigencias de capital no son en Europa comparativamente mayores, ello vuelve a cargar el peso sobre la eficacia de la función supervisora, encomendada al Banco Central Europeo en la zona euro.

Lo antes expuesto subraya, por otra parte, **la importancia de una extensión proporcionada de las regulaciones** de capital y liquidez a las entidades de crédito no bancarias y a aquellas otras que otorgan facilidades monetarias o cuasi monetarias cuyo peso sea especialmente significativo en el sistema, por sí mismo o por las conexiones que entrañe. En este terreno, por el contrario, la problemática pendiente es más grave en Estados Unidos que en la Unión Europea.

La crisis reciente ha puesto, en fin, de manifiesto **la relevancia de los mercados de valores y derivados en la estabilidad del sistema financiero**, lo cual ha dado una nueva dimensión a su regulación y a sus infraestructuras básicas. Casos recientes muy significativos subrayan el papel que estos mercados pueden desempeñar en las oleadas de pánico y en la interconexión del sistema, que alimenta contagios y acentúa su vulnerabilidad. Muestras de ello hemos tenido en algunos momentos de la crisis, sean en los colapsos de los mercados de pagarés o papel comercial, o en las huidas despavoridas ante eventuales indisposiciones de los fondos monetarios con redenciones a valor constante, o en las dificultades de liquidación de contratos de derivados negociados fuera de los mercados organizados, y con largos encadenamientos, puestas de manifiesto con el caso de Lehman Brothers, o en fin, en las oleadas de desconfianza ante actuaciones fraudulentas y de escasa transparencia. Por ello, no se trata ya solo de la protección de los pequeños ahorradores sino de una dimensión más amplia que ha de impregnar el fortalecimiento de las infraestructuras, la calidad y transparencia de la información pública, la vigilancia de conductas y la exigencia de solvencia en los intermediarios.



En todo lo anterior, y **a tenor de lo expuesto**, hay un reconocimiento de que: **a) la estabilidad financiera es un bien público; b) los subsidios implícitos** en sistemas que tratan de evitar a toda costa cualquier quiebra de entidad financiera, **generan incentivos perversos que acentúan la inestabilidad y merman el bienestar general; c) el desarrollo de la intermediación financiera conlleva riesgos sistémicos** y la regulación y supervisión pública debe de acotar estos riesgos y mitigar las externalidades subsiguientes; **d) las cargas que se deriven de ello deben de ser soportadas por las entidades –individual y sectorialmente–** y estar adecuadamente distribuidas, de modo que sean interiorizadas en su comportamiento; **e) capital, liquidez, conducta leal con los inversores y resolución ordenada son elementos claves** de ello; **f) asimismo lo es la existencia de fondos de resolución y de garantía de depósitos financiados sectorialmente por las entidades; g) al contribuyente solo corresponde atender auténticas catástrofes, de manera tasada**, una vez agotados los demás recursos y como solución financiera temporal; **h) no cabe, en definitiva, un aseguramiento universal de los riesgos de negocio de las entidades financieras con fondos públicos.**

**Estos principios**, y los elementos de arquitectura básicos antes reseñados, están hoy presentes en la reforma propugnada por el Consejo de Estabilidad Financiera y, en torno a él, por los distintos organismos internacionales que establecen los estándares supervisores. Sin embargo, **solo se han abierto camino a trancas y barrancas**, tratando de superar las inercias de un enfoque previo que ponía mucho énfasis en la contención racional de las conductas, el control interno de las entidades y la eficiencia de los mercados, como correctores automáticos y garantes suficientes de la estabilidad financiera. La supervisión pública cedía en ocasiones ante ellos y se relegaba en algunas jurisdicciones a la pura vigilancia del tráfico, tomando nota y conocimiento limitado de estos modelos de control interno de riesgos y no otorgando a la conducta de las entidades la atención que requiere para la construcción de la confianza social y la estabilidad financiera. Esta es la visión del mundo que en alguna medida condujo a ciertas deficiencias de Basilea II y contribuyó a alimentar la crisis financiera y su extensión.

Aún hoy, varios años después de iniciada esta última, la reforma debida de la regulación y supervisión pública se halla en tránsito a la búsqueda del esquema de actuación antes expuesto. Ello implica rémoras graves en términos de superposición de enfoques, complejidad por la complejidad, jerarquizaciones contradictorias, cierto desencaje de piezas, anulación de fuerzas en una transición que nunca parece acabar, y, lo que es más, reparaciones algo vagas e inconclusas de los esquemas de resolución –especialmente esto último en la Unión Europea por cuánto dejan aún a las jurisdicciones nacionales–. En consecuencia, cierta mezcla de prolijidad, incongruencia e incertidumbre pende aún



sobre la reforma, a pesar de los muchos avances realizados en la dirección correcta. Ello no puede por menos que mermar la supervisión y restar eficiencia al sistema financiero mismo, dejando de asegurar con firmeza la estabilidad debida. **La confianza y la estabilidad son en última instancia bienes públicos que no caben ceder al interés privado ni demorar en su adecuada provisión.**



**PARTE II**  
**LA REFORMA FINANCIERA INTERNACIONAL**





## 5. UNA BREVE PANORÁMICA

José M<sup>a</sup> Roldán

Una crisis del calibre de la vivida recientemente, con una longitud tan inusitada y nada vista desde la Segunda Guerra Mundial, con impactos tan enormemente severos sobre el crecimiento económico, el empleo, y por qué no decirlo, sobre los propios sistemas políticos, tenía que provocar una respuesta contundente de los reguladores. Y así ha sido: el bien llamado «tsunami regulatorio», la respuesta global coordinada por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) del G20, no sólo ha cambiado los parámetros de la regulación financiera de manera radical, sino que está teniendo un impacto significativo sobre los modelos de negocio de los bancos y de otras entidades. Pensemos que, por ejemplo, algunas posiciones de las carteras de negociación de valores tenidas por los bancos, han visto aumentada su carga de capital en siete veces respecto a la prevalente antes de la crisis, según el cómputo efectuado por la Prudential Regulation Authority del Reino Unido.

**La respuesta de los reguladores** partió de la identificación de las líneas de falla en el sistema financiero que la crisis puso de manifiesto. Como ha sido subrayado en el capítulo anterior, éstas fueron entre otras:

- Excesiva asunción de riesgos, con escaso respaldo de recursos propios y la fragilidad consiguiente de aquellos bancos que resultaron así grandemente apalancados.
- El arbitraje entre regulaciones y los problemas devenidos de las faltas de liquidez y las insuficiencias de capital de la denominada «banca en la sombra».
- La existencia de instituciones financieras demasiado grandes para caer (too-big-to-fail), con grave peso sistémico y la necesidad subsiguiente de utilizar recursos públicos para evitar su quiebra desordenada.



- Falta de transparencia que provocó un funcionamiento defectuoso de la disciplina de mercado.

La primera medida a destacar por su profundo significado y novedad, es el establecimiento de principios básicos y requisitos a aplicar para la **resolución ordenada de bancos** (los «Key Attributes» requeridos por el Consejo de Estabilidad Financiera) que deben cumplir los regímenes correspondientes en las distintas jurisdicciones firmantes del acuerdo, es decir, los países integrantes del llamado G20. Estos atributos han sido recogidos y desarrollados en la Directiva de Reestructuración y Resolución de la Unión Europea que ha de transponerse a sus estados miembros. La novedad que trae consigo la aplicación de dicho acuerdo no radica sin embargo en su objetivo último: lograr que las entidades se sometan a la disciplina de mercado que subyace tras el hecho de que si tus pasivos empresariales superan tus activos, la empresa entra en disolución o liquidación; y no radica ahí, porque nunca existió una eximente *de iure*, aunque sí *de facto*, que apartase a los bancos del régimen concursal ordinario. La novedad radica, pues, en someter a los bancos en crisis a una liquidación administrativa ordenada, centrada en minimizar los costes que para la economía y los ciudadanos entraña el cierre de un banco; de ahí que en ese proceso ordenado se utilice el término recuperación: intentar salvar lo más esencial para que se mantenga el funcionamiento fluido de los sistemas de pagos y de los mercados crediticios. Además, se establece que para su continuidad el banco ha de tener fondos propios y pasivos elegibles suficientes para absorber pérdidas y se garantiza una jerarquía clara y prefijada de absorción de pérdidas por parte de las distintas partidas del pasivo, de manera que se evite la utilización de dinero público –el llamado en inglés «bail in», o recurso interno, por contraposición al rescate externo o «bail out» con dinero público– al tiempo que se vele por que ningún accionista ni acreedor bancario resulte en peor situación que la que se derivara de un proceso concursal.

En cuanto a las exigencias de recursos propios mínimos para los bancos, emanadas del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, se ha revisado Basilea II prácticamente antes de que entrara en vigor. Basilea III exige a continuación **más capital y de mejor calidad** que el previsto en la normativa anterior e introduce requerimientos de liquidez. Empezando por la calidad del capital, primero, se limita severamente la posibilidad de computar instrumentos híbridos, como acciones preferentes y deuda subordinada (en Basilea II podían llegar a representar seis puntos del requerimiento global del 8%, ahora sólo alcanza un punto), y segundo, se define de manera más exigente tanto el capital de mayor calidad –Common Equity Tier 1 (CET1)– como las deducciones a ese capital (fondos de comercio, otros intangibles y los activos fiscales diferidos). Se exige también más capital de primera calidad –el denominado CET1 debe ser del 7%, dividido en





un mínimo del 4,5% y un colchón de conservación del capital del 2,5%—. En términos prácticos, no obstante, ese endurecimiento del capital puede ser aún mayor: como ya ha sido subrayado, la Prudential Regulation Authority del Reino Unido ha computado que para las posiciones de la cartera de negociación el aumento de los requerimientos en Basilea III es de siete veces respecto al vigente en Basilea II.

Hay que mencionar otros dos desarrollos que vienen a afectar el nivel y calidad del capital. En primer lugar, junto al coeficiente tradicional que mide el capital mínimo requerido en relación con los activos ponderados por riesgos (RWAs), se introduce **una ratio de apalancamiento**, esto es, un coeficiente de capital respecto a activos totales, que viene a representar un seguro, un *backstop*, **que establece de hecho un suelo para el capital** en el caso en que los modelos para computar los activos ponderados de riesgos arrojen resultados muy bajos.

Sin embargo, aunque en principio lo que se perseguía con su diseño e introducción era establecer un suelo, lo cierto es que no está claro si el nivel del mismo, todavía por fijar, no supondrá que sea la restricción principal vigente. Así, en los EEUU se ha fijado en un 3% de manera general, pero en un 6% para los Systemically Important Banks o SIBs. Si el nivel fijado fuera del 4%, algo que no sería descabellado, ya no se podría hablar de que constituye un mero suelo o *backstop*.

Otro desarrollo relevante es el relativo a las **pruebas de esfuerzo**. Aunque las realizadas en los últimos años han tenido una naturaleza diversa, desde instrumento de recapitalización forzosa de entidades débiles ante la recesión de la economía (es el caso de los primeros test de estrés realizados en EEUU y de los distintos realizados en Europa, bien por la Troika en los programas de países, bien por la EBA) a la «due diligence» del BCE antes de recibir los bancos de la eurozona en supervisión directa, lo cierto es que se está imponiendo (en particular en EEUU, con el CCAR) como un instrumento más para la supervisión del capital de las entidades. Así, el capital mínimo asociado al escenario estresado puede pasar a ser la «binding constraint» en términos de capital mínimo (pensemos que en la eurozona el mínimo para aprobar el examen era no bajar del 5.5% de CET1 en el escenario estresado y del 8% en el base).

En cuanto a la liquidez, se introducen dos medidas, un colchón de corto plazo, el LCR, que debería permitir al banco sobrevivir por sus propios medios treinta días a un secado completo de las fuentes de liquidez, y el NSFR, diseñado para limitar el grado de descalce de plazos que caracteriza a los bancos (la excesiva transformación de plazos) y definido para horizontes temporales más allá del año. Aunque esta reforma es rele-



vante, puesto que es bien conocido que los problemas de liquidez pueden acabar con cualquier banco en cuestión de días, está por ver su efectividad práctica.

En definitiva, más y mejor capital, computado mediante modelos internos, mediante escenarios macro y modelos supervisores, o mediante cálculos sencillos. **Complejidad por la complejidad**, pero sobre todo redundancia, parece ser el enfoque de la nueva regulación.

Dentro de la falta de transparencia hay que mencionar a los **derivados crediticios** OTC, que no son sino trajes a medida ofrecidos por intermediarios financieros, básicamente bancos de inversión, a sus clientes. Por trajes a medida queremos decir que esos derivados no se diseñaban en bloque, o de manera estandarizada, sino que se diseñaban caso a caso (y ello a pesar de la utilización para su contratación de contratos estandarizados por asociaciones como ISDA). Frente a éstos, estaban los **negociados en mercados organizados y liquidados en cámaras de compensación**. Mientras que los primeros generan riesgo de contraparte, los segundos no porque se liquidan en cámaras que absorben ese riesgo. Además, mientras que en los segundos se podía computar los riesgos netos, en los derivados OTC esto resultaba mucho más complejo, ya que la información relativa a estos ni se guardaba centralizadamente ni era fácil de obtener en las entidades. Y esto es lo que ocurrió a raíz de casos como Lehman o, sobre todo, AIG: las autoridades eran incapaces de computar los efectos contagio de la caída de un intermediario sobre el resto del mercado vía derivados OTC. Por ello, se decide impulsar la estandarización, bien llevando mucha contratación de derivados crediticios OTC a mercados organizados y a entidades de contrapartida central o CCPs («Central CounterParties»), bien sometiendo a mayor estandarización los derivados OTC, de manera que sus principales dimensiones de riesgo (y, en concreto, el riesgo de contraparte) pudieran ser incorporadas a repositorios de datos. Ambas medidas deberían permitir en un futuro poseer una imagen clara de posibles efectos contagio del fallo de un intermediario sobre el riesgo del sistema en su conjunto. Evidentemente, con el riesgo, como la energía que se transforma y no se destruye, sucede que se cierra una puerta, pero se abre otra. Así, el papel central de las CCPs lleva a tener que redefinir su funcionamiento, pues pasan a ser entidades realmente sistémicas.

En el terreno de las **instituciones financieras de importancia sistémica** o SIFIS, el mayor avance se ha producido en materia de bancos sistémicos o SIBs. No sólo se pone en marcha el régimen de liquidación administrativa especial descrito anteriormente, sino que se introducen una serie de medidas que tienen por objeto, por una parte, aumentar el capital de estos SIBs (creciente en función de su tamaño, complejidad e



interconexión) y reducir la posibilidad de quiebra desordenada y rescate público para evitarla y, por otra parte, eliminar el subsidio implícito asociado al demasiado grande para caer o «too big to fail», sometiendo a estos SIBs a ese régimen especial de resolución administrativa y al «rescate interno» de los acreedores en el caso en que no baste con los recursos propios. Se crean Autoridades de Resolución (el FROB en el caso español) a la que los SIBs deben remitir sus planes de resolución («Recovery and Resolution Plan»), también descritos como «living wills» o «funeral plans». Y se exigen unos pasos mínimos que deben poseer los bancos y que se podrían utilizar para absorber pérdidas (o daño en los activos del balance) en caso de resolución (el TLAC del FSB o el MREL de la Directiva).

Por supuesto, **hay algo más que bancos en el mundo de las SIFIs**: no olvidemos que una de las que estalló durante la crisis fue AIG, una compañía de seguros. Y de cara al futuro, con requerimientos para los bancos siete veces mayores, los incentivos al arbitraje de capital serán mucho mayores. En definitiva, si ya vimos arbitraje de capital y riesgos sistémicos fuera del sector bancario en la crisis anterior, en la futura lo veremos aún más. Por ello, las autoridades, con el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) a la cabeza, están trabajando en ambos frentes. En primer lugar, estudiando la posibilidad de extender el concepto de SIFIs más allá de la banca, en concreto a compañías de seguros y «asset managers». Y en segundo lugar, realizando una crecientemente precisa y actualizada taxonomía del sistema bancario en la sombra, sus agentes en las diversas jurisdicciones, así como sus interrelaciones con el resto del sistema financiero y, por último, su evolución a lo largo del tiempo.

Otra mención especial la merecen los esquemas de reformas estructurales puestos en marcha en diversos países y que tienen por objeto proteger a los depositantes de aquellas actividades bancarias más especulativas (como el «proprietary trading»). Nos referimos a las Volcker Rule en EEUU, a la reforma Vickers en el Reino Unido o a la reforma Liikanen todavía en discusión en la Unión Europea. Todas ellas representan un paso cualitativo muy relevante en la regulación bancaria, pues supone establecer normas de obligado cumplimiento sobre cómo debe organizarse el negocio bancario. Estas reformas se han realizado al margen de los desarrollos regulatorios internacionales impulsados por el FSB, pero no por ello pueden o deben excluirse de la descripción del nuevo paradigma regulatorio, ni por su impacto ni por lo polémico de las mismas: todas ellas parten de buenas intenciones pero conllevan resultados preocupantes, como la drástica reducción de las actividades de «market making» y la mayor volatilidad y menor liquidez de los mercados.



Por último, estaría la reforma que ha supuesto la puesta en marcha de **autoridades macroprudenciales**, encargadas de vigilar la aparición de riesgos sistémicos, esto es, no sólo de inspeccionar los riesgos de las entidades sometidas a supervisión tomadas de una en una, sino también del conjunto de ellas, de sus interacciones entre ellas y entre éstas y la economía real. En definitiva, evitar el bien conocido problema de que los árboles no dejen ver el bosque.

En suma, **la crisis financiera está dando lugar a un nuevo paradigma regulatorio**, caracterizado por la aparición de **nuevas autoridades** (Macroprudenciales y Autoridades de Resolución), de **nuevas formas de regulación** (los «Key Attributes» de los esquemas y mecanismos de resolución) y de **nuevas formas de supervisión** (las pruebas de esfuerzo o el monitoreo del sistema bancario en la sombra), **pero también** por otros atributos como son la **redundancia** (a la hora de computar los requerimientos de capital de los bancos), el **conservadurismo** en los cálculos, la **complejidad** del conjunto de las nuevas regulaciones, o el **intrusismo** de la regulación (las reformas estructurales). Aunque siete años después de iniciada la crisis quedan flecos por despejar, gran parte de las características de ese nuevo paradigma son ya visibles, y podemos concluir que, para los intermediarios financieros, ya nada será lo que fue.



## 6. LA PROBLEMÁTICA ACTUAL DE LA POLÍTICA BANCARIA

Raimundo Poveda

### 6.1. OBSERVACIONES GENERALES

**Una orgía reguladora.** La crisis financiera de 2007-2009 ha desencadenado una revisión general de la regulación y de la supervisión y vigilancia de todos los aspectos del mundo financiero (mercados, instituciones, sistemas de soporte). El impulso de esa revisión viene del G20, y del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), un consejo asesor que orienta y controla la actividad de los muchos comités y organismos internacionales (*standard setters*) que establecen los estándares supervisores en los campos de la banca, los seguros y fondos de pensiones, los mercados de valores, la contabilidad o las auditorías, entre otros. Es difícil encontrar algún tema regulador o supervisor en el que estos comités no hayan dicho algo en los últimos cinco años. Las propuestas y recomendaciones han sido muy numerosas y muy importantes, y no han terminado. Además, continuando una tarea iniciada con Basilea II, esas propuestas han tenido un seguimiento posterior, con ejercicios de vigilancia sobre su adopción por los países, corrigiéndose a veces primeras trasposiciones incorrectas, e incluso con análisis de su eficacia.

No obstante, no se han cubierto todos los objetivos planteados inicialmente por el G20 y por el Consejo de Estabilidad Financiera. Éste, en sus informes sobre los progresos realizados, incluso con sesgo manifiestamente optimista, muestra avances muy desiguales en los diferentes campos. Tiende a creer que ello se debe a la dificultad intrínseca de unos temas complejos, que requieren una larga preparación, incluyendo análisis de impacto cuantitativo, y a los inevitables problemas de transposición a las regulaciones y prácticas nacionales. Sin embargo, hay bastantes puntos en los que es legítimo preguntarse si las aspiraciones de los G20 eran alcanzables. De hecho, la realidad no



está queriendo plegarse a algunas propuestas, los objetivos de otras pueden ser excesivos, o crear daños imprevistos, y algunas soluciones técnicas presentan debilidades patentes. Muchos temas distan de estar cerrados, y es posible que nunca lo estén, al menos en la forma inicialmente pretendida.

Aquí solo vamos a ocuparnos de los aspectos de esa reforma general que afectan a la banca directa o indirectamente.

**Desplazamiento de las competencias reguladoras y supervisoras.** La casi totalidad del cuadro regulador de la política prudencial bancaria actual deriva de las propuestas del Comité de Basilea de Supervisores Bancarios (BCBS). Fuera del área de la UE los países modulan en mayor o menor grado esas propuestas al adoptarlas como normas internas (siendo en este sentido notables las adaptaciones efectuadas en los EEUU, pese a ser uno de los actores principales en esos foros). En cambio la UE tiende a hacer una transcripción muy fiel, probablemente como mecanismo de defensa frente a las tentaciones nacionales de reabrir temas, pero extendiendo el campo de aplicación más allá de lo previsto por el Comité de Basilea. Por otra parte sus normas dejan cada vez menos opciones a los reguladores nacionales. En temas prudenciales clave, la UE recurre ahora a la reglamentación directa, interpretada o desarrollada, e incluso modificada, por la Autoridad Bancaria Europea (EBA), en lugar de emitir directivas que deban trasponer los Estados miembros, una trasposición que permite adaptaciones, digamos, idiosincrásicas.

Además en el caso de los países de la Unión Bancaria la supervisión también ha salido del ámbito nacional, totalmente en el caso de los grandes bancos, y en cuanto a fijación criterios supervisores, que, serán determinados por el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) en los demás. La resolución de entidades problemáticas está a punto de hacerlo también, en este caso a favor del Mecanismo Único de Resolución (MUR), dotado con unos recursos financieros limitados, pero ajustados a los nuevos criterios en esta materia.

Por tanto el marco de la discusión del cuadro regulador y supervisor de los bancos ya no es el ámbito nacional. Concretamente, en nuestro caso, es el marco diseñado por la Unión Europea y por la Unión Bancaria, con la doctrina del Comité de Basilea, y en su caso del Consejo de Estabilidad Financiera, como referencia general. Las soluciones nacionales han desaparecido o lo harán pronto. Por ejemplo, la definición peculiar del capital de alta calidad (capital principal) que usó España recientemente, y los niveles del coeficiente de solvencia impuestos al comienzo de la reestructuración, ya no serían aceptables. Aunque es posible que en puntos concretos quepa forzar las cosas (por ejemplo, alguna peculiaridad española en la deducción de los activos fiscales), si el MUS no se opone.



Un posible «punto concreto» de especial interés para España es el de la política de **provisiones crediticias**. Las provisiones estadísticas por daños esperados, no incurridos, eran una peculiaridad de la regulación bancaria española hasta la reciente publicación por el International Accounting Standard Board (IASB) de su norma IFRS 9, que las recoge conceptualmente y las impone como mecanismo general de corrección de valor para los activos contabilizados a coste amortizado. Sin embargo, la norma IFRS 9 define las provisiones con unos principios generales cuya concreción se deja a cada entidad, e implícitamente a su auditor. En cambio la regulación española de todas las provisiones bancarias, incurridas o dinámicas, ha sido tradicionalmente muy prescriptiva, para salir al paso de las interpretaciones demasiado complacientes de los interesados. Generalmente la Unión Europea acepta las propuestas de IASB sin modificación, y las autoridades bancarias comunitarias son reacias a intervenir en temas contables. Tal vez en este asunto deban hacerlo, concretando y unificando los criterios de aplicación. Si no lo hacen, o tardan en hacerlo, la cuestión es si el regulador español puede y debe suplir ese vacío, o si debe desentenderse y dejar el problema al supervisor europeo. Esto último podría implicar la renuncia tanto de las provisiones establecidas por circulares del Banco de España como de las provisiones nacidas de los dos decretos de 2012.

En términos más generales, se plantea la cuestión de si los reguladores y supervisores nacionales del área de la Unión Bancaria mantienen en su área local una **responsabilidad residual** a ejercer en temas no cubiertos por las autoridades bancarias europeas. La respuesta a esa pregunta depende de que se considere que esas omisiones comunitarias son a) decisiones deliberadas de las autoridades europeas, que siendo competentes en esas áreas, optan por una política de *laissez faire*, o por el contrario, b) una renuncia política de esas autoridades europeas a entrar en las áreas no cubiertas, con lo que los estados miembros retendrían sus competencias originales, o, por último, c) meros problemas de crecimiento, dada la bisoñez de la Unión Bancaria. En este último caso se trata de un problema transitorio, porque en los próximos años la Unión Bancaria irá desarrollando sus capacidades, y cerrando omisiones, al tiempo que los supervisores nacionales irán limando o perdiendo sus peculiaridades.

## 6.2. COEFICIENTES DE SOLVENCIA

El coeficiente de solvencia bancaria es una de las áreas en las que las revisiones post crisis han sido más intensas y tempranas. Se han elevado drásticamente las exigencias de capital de los riesgos bancarios más tocados por la primera fase de la crisis (los sucesos de 2007-2008). Se ha depurado la definición del capital hábil para cubrirlo, despla-



zándose el énfasis hacia sus componentes más sólidos (capital accionarial y reservas). Se ha reforzado el coeficiente legal con varios colchones de capital complementarios. Se han generalizado las pruebas de esfuerzo relativas a este coeficiente.

Sin embargo el coeficiente aun presenta carencias, y sufre el vicio de una complejidad que se está demostrando injustificada. Los métodos de cobertura de todos los riesgos están siendo sometidos a análisis por el Comité de Basilea (que las autoridades bancarias de la Unión Europea replican en su área), ya que todos presentan defectos. Esos análisis podrían derivar en nuevas modificaciones del cuadro vigente.

### **6.2.a. El cálculo de las necesidades de capital**

**Cobertura y carencias.** El coeficiente de solvencia diseñado en Basilea II trata de cubrir las necesidades de capital por riesgo de crédito y contraparte, por riesgo de mercado y por unas supuestas necesidades por riesgo operativo. El coeficiente no cubre los riesgos de concentración ni de interés.

**Correcciones al alza de las ponderaciones de los riesgos.** Las correcciones al alza introducidas en el cálculo de las necesidades de capital de la cartera de negociación, las retitulizaciones, o los productos derivados, apenas fueron discutidas y se adoptaron rápidamente en 2009, porque afectaban a aspectos puntuales del cuadro regulador débiles a todas luces, y, en fin, todo hay que decirlo, porque muchos de los bancos sofisticados que habían defendido tratamientos laxos durante la negociación de Basilea II habían caído en desgracia, o desaparecido.

Sin embargo el último año se ha iniciado en la órbita del Banco Central Europeo una campaña para favorecer el desarrollo en Europa de las titulizaciones y sus mercados, con el objetivo de ampliar la base de instrumentos financieros privados sobre los que el BCE pueda realizar sus operaciones de estímulo a la economía; o, con carácter más general, para fomentar un sistema de financiación de la economía no bancario, o menos bancario. Ello podría implicar la reconsideración a la baja del tratamiento regulador de aquellas titulizaciones de bajo riesgo que superen unos estándares de calidad. La titulación de créditos residenciales sería un candidato a ese mejor tratamiento, pero ni es estrictamente necesaria para los fines del BCE (que puede usar como garantía los bonos cubiertos), ni sería oportuno centrar todos los estímulos coyunturales del BCE en un sector, como el residencial, proclive a ciclos excesivos (y ya con signos de calentamiento en algún país). Pero conseguir la calidad requerida en la titulación de, por





ejemplo, créditos a PYMES, es todavía una hazaña no probada, aunque sin duda aparecerán consultores e intermediarios dispuestos a asegurar su éxito de forma inmediata. Una titulización masiva de créditos a PYMES sin las cualificaciones necesarias podría hacer resurgir los problemas de 2007 y 2008.

**Complejidad.** El cálculo de las necesidades de capital de los riesgos se hace en Basilea II con un sistema dual. Para cada uno de los tipos de riesgo coexisten un método estándar, definido convencionalmente por el regulador en todos sus extremos, que es relativamente sencillo de aplicar; y uno o más métodos avanzados, de técnica a veces muy sofisticadas, en los que el cálculo de las necesidades de capital depende de datos, parámetros, e incluso modelos, aportados por la entidad.

En principio la oferta métodos estándar vs métodos avanzados trata de ajustar el coeficiente de solvencia a las diferentes capacidades técnicas de los bancos. Los métodos avanzados se reservan, teóricamente, para los bancos sofisticados que satisfagan unos altos estándares técnicos y de gestión; los métodos estándar se aplican por defecto. El ideal de Basilea II (tal vez no de los reguladores nacionales) es que los bancos evolucionen hacia el pleno uso de los métodos avanzados. De hecho los métodos coexisten en la práctica en una misma entidad. Por ejemplo, en los ocho grupos bancarios españoles autorizados para utilizar métodos avanzados en el riesgo de crédito (el llamado método IRB) una parte de la cartera, que ha aumentado tras las recientes adquisiciones y absorciones, se trata con el planteamiento estándar. (Los fracasos de la política crediticia de algunas entidades a las que se permitió usar IRB, entidades por tanto oficialmente «avanzadas», no parece haber sembrado dudas en el supervisor sobre su capacidad técnica para usar ese método).

El precio pagado por la dualidad de métodos fue romper la igualdad del terreno de juego, generalmente a favor de las entidades sofisticadas o grandes que pudieron usar el método IRB. En el riesgo de crédito ese agravio se apaciguó con el mal expediente de rebajar en el método estándar las ponderaciones de las operaciones típicas de los bancos pequeños, como crédito a PYMES y residencial. Pero las diferencias siguen siendo notables. Un ejemplo ilustrativo es el aportado por el Presidente del Comité de Basilea: en Basilea I, la ponderación del crédito residencial era el 50%, y su cobertura obligatoria con recursos propios de primera calidad era del 3,4%: un crédito de un millón exigía por tanto € 17.000. Basilea II bajó la ponderación estándar a 35%, con una cobertura de recursos propios de primera calidad que podía ser el 2%: exigencia, € 7.000. Pero algunos modelos internos IRB dejan la ponderación en solo el 6%, con la misma cobertura: exigencia, € 1.200.



Otro motivo de la multiplicidad de opciones fue que el Comité de Basilea estaba introduciendo métodos novedosos, de propia invención. No supo elegir entre sus diferentes propuestas, y los bancos consultados prefirieron mantener todas las opciones para poder elegir la más idónea, o sencillamente, la más barata (caso notorio, las titulizaciones). Ahora existen intereses creados en favor del mecanismo establecido. Los bancos y los supervisores han invertido mucho en los departamentos técnicos que se ocupan de los métodos avanzados, los cuales son, además, una fuerte importante de ingresos para el mundo de los consultores y auditores. Además los bancos están interesados en mantener unos métodos que producen menos exigencias. Es evidente que un sistema más sencillo y menos técnico reportaría ventajas, tanto en costes como en homogeneidad de tratamiento, y no permitiría «evasiones» del coeficiente, pero esas fuerzas inerciales y económicas se oponen a la simplificación.

El Comité de Basilea ha sido consciente de la complejidad de sus esquemas desde el primer momento, pero no encuentra la forma de reducirla.

La sofisticación técnica de algunos de los planteamientos avanzados los hace impenetrables a la mayoría de sus lectores, incluyendo a los legisladores y, más grave, a los propios consejos de administración. Tal vez muchos legisladores y consejeros supongan que esa sofisticación responde a alguna justificación estadística o lógica, pero no es así.

**En el riesgo de crédito.** Las fórmulas matemáticas del método IRB ocultan un modelo basado en una función de probabilidad débil, incapaz de captar y cubrir eventos extremos de alto riesgo (*tail events*), incorporan hipótesis de comportamiento debatibles, acumulan correcciones y ajustes convencionales groseros, y a la hora de su aplicación, utilizan unas calificaciones internas y unos parámetros de riesgo (los valores de PD y LGD) decididas y calculados por la propia entidad. A pesar de todos los condicionamientos impuestos por la regulación a la utilización del método IRB (que son en sí mismos una manifestación de desconfianza), las calificaciones son manipulables y los parámetros muy difíciles de calcular con precisión en la forma deseada; a veces escapan simplemente a las posibilidades de cálculo de las entidades (caso de las categorías de riesgo con siniestros crediticios infrecuentes).

Se supone que esas calificaciones y parámetros serán utilizados en la gestión ordinaria (prueba de uso) alegándose como mérito del esquema el que tecnifique esa gestión al obligar a los bancos a estudiarlos y aplicarlos. Pero en la práctica no puede ser así: por razones prudenciales, legítimas pero ajenas a la operatoria normal del banco, se obliga a calcular los parámetros para condiciones estresadas, inadecuadas para la gestión ordinaria.



Dicho con carácter general: un método de gestión que se adopte por los reguladores como método prudencial, tiende a desvirtuarse como método de gestión, porque los gestores sufren un conflicto de objetivos que les mueve a aplicar el método en la forma que minimice sus cargas prudenciales, en detrimento de otros fines. (Ejemplo: si las calificaciones crediticias tratan de disciplinar la actuación de gestores de riesgos de grado inferior, tales como los directores de oficina, a la gerencia le interesará que sean severas; pero si de ellas depende además el cálculo de los recursos propios, le podrá interesar justo lo contrario; si el banco está en situación delicada, es seguro que prevalecerá el segundo motivo).

Los métodos avanzados están planteando un problema que preocupa en la actualidad al Comité de Basilea: los mismos riesgos pueden recibir ponderaciones muy dispares en distintos bancos IRB. Esto era de esperar: solo ha sorprendido a Basilea. Las soluciones para corregir esas disparidades pueden ser: más supervisión y más reglas, lo que es gravoso en costes de administración (públicos y privados); o más apelación mecánica a datos externos a la entidad, como son los *benchmarks* o como son las inevitables calificaciones externas, todo lo cual es contrario a lo pretendido por los métodos avanzados que pretenden basarse en modelos internos de gestión; o, en fin, un recurso a la convención supervisora, como es utilizar los requerimientos del modelo estándar como suelo de los métodos avanzados.

Esta última solución haría converger los resultados de los métodos avanzado y estándar. En cuyo caso ¿por qué no prescindir del costoso, inseguro, y para muchos incomprensible método avanzado, y quedarse con el modelo estándar?

**En el riesgo de mercado.** El problema de la disparidad de respuestas ya se detectó cuando a mediados de la década de los noventa, se aceptó el VAR como fundamento del cálculo de las necesidades de capital de la cartera de negociación. El VAR es, por supuesto, un estadístico muy utilizado en la gestión, pero una misma cartera producía VAR muy distintos según quién lo calculase. Ese problema de disparidades obligó al Comité de Basilea a fijar todas las características de los VAR utilizables a fines prudenciales, y a aplicar un factor multiplicativo de tres (o cuatro si no se superaban ciertos criterios de calidad en la aplicación de los métodos) a los VAR calculados, como colchón de seguridad. La crisis mostró en 2008 que eso no bastaba en situaciones extremas, así que se sumó al VAR «corriente» del cálculo anterior otro VAR calculado para condiciones estresadas, quizás definidas por el supervisor (y también multiplicado por tres), lo que supone algo así como multiplicar el VAR «corriente» como mínimo por seis, si no por mucho más.



Además el VAR no termina de captar los llamados riesgos de cola; está en estudio cambiarlo por una medida estadística que sí lo haga. Por otra parte el Comité de Basilea sigue estando insatisfecho con la captura del riesgo de crédito llamado adicional de la cartera de negociación, solo en parte recogido en VAR. En algunos segmentos de la cartera (titulizaciones) ya se ha inclinado decididamente por aplicar solo el método estándar. Estudia que los bancos «avanzados» calculen y publiquen además, como referencia, las exigencias que resultarían del método estándar. E incluso considera la posibilidad de usar estas exigencias como un suelo para los métodos avanzados, al igual que en el riesgo de crédito de la cartera bancaria.

En otro orden de cosas, la insegura frontera entre la cartera de negociación y la bancaria (dependiente de una cuestión tan subjetiva e inverificable como la intención de negociar), permitió y sigue permitiendo realizar arbitrajes reguladores. Ese problema aún no ha encontrado una solución plenamente satisfactoria.

La pregunta que cabe hacerse es la siguiente. ¿Tiene sentido usar como base de los cálculos prudenciales una medición estadística que no es la elegida libremente por los gestores, que requiere un factor de seguridad de seis o más, y que aun así no satisface al regulador?

**En el riesgo operativo.** La introducción de este riesgo se debió sobre todo a la necesidad de compensar la caída de exigencias respecto de Basilea I que se estaba evidenciando durante el largo proceso de negociación de Basilea II. No había ningún antecedente, gerencial o regulatorio, sobre su tratamiento. El Comité de Basilea listó bien los diferentes componentes de lo que es en realidad una familia muy heterogénea de riesgos (¿qué tienen que ver entre sí los daños por una huelga laboral, por una caída importante de los ordenadores, por indemnizaciones judiciales o convenidas a clientes maltratados, por una estafa de un operador, o una multa millonaria por falsificar tipos de interés y de cambio?). Pero nunca ha hecho ningún esfuerzo para buscar indicadores de riesgo asociados esa tipología. Trata al riesgo operativo como un solo riesgo: todos los daños registrados responderían a una misma y única función de distribución.

En sus métodos simples (en este caso hay dos, el básico y el estándar) propone el tamaño del banco como único factor a considerar. Además el Comité de Basilea, en una extraña pirueta innovadora, tomó como *proxy* de la dimensión una variable, llamada ingresos brutos, compuesta por el margen de intereses más otros ingresos de la cartera de negociación o por la prestación de servicios. En el método estándar esa variable se distribuye entre las varias líneas de la actividad bancaria, y en lugar de aplicar a la variable un coeficiente único para calcular la cuantía de las necesidades de capital, se aplica



a cada línea un coeficiente distinto, modulado según su supuesta peligrosidad operativa. Basilea carecía en 2004 de base estadística en la que fundamentar esos coeficientes.

La carga por riesgo operativo es importante, casi una décima parte de la carga total (lo que suele ser mucho más que la carga por riesgo de mercado). Los grandes bancos se quejaron en la fase de consultas de Basilea II y obtuvieron permiso para inventar desde la nada y aplicar métodos internos avanzados, que producen por supuesto cargas menores.

Ahora descubre el Comité de Basilea, no que los ingresos brutos sean un mal indicador, cosa que ya se sabía, por su inestabilidad, por su falta de correlación con el riesgo, y porque incluso puede producir efectos perversos. Sino que el actual ambiente de tipos de interés muy bajos ha menguado de forma importante la capacidad «recaudatoria» de esa variable, contra la evidencia, por el momento anecdótica, de que se han incrementado los siniestros operativos. En consecuencia propone tres cosas: sustituir la variable proxy por otra también derivada de la cuenta de resultados, pero más estable y mayor (más recaudatoria); suprimir el llamado método estándar; y aplicar en el método simple subsistente un coeficiente corrector en función de la dimensión, por entender que los bancos tienen más riesgo operativo cuanto mayores son (una idea con apoyo intuitivo).

La nueva variable seguirá siendo un indicador arbitrario del riesgo operativo, como lo es cualquier esquema que no tenga en cuenta la diversidad de los miembros de la familia de los riesgos operativos, cada uno con su propios *drivers*, y todos aquejados de factores idiosincrásicos individuales o nacionales. Pero esto es algo que el Comité de Basilea no quiere abordar, como no quiere abordar la idea de que la forma de tratar algunos de esos riesgos no es acumular más capital, sino mejorar la gestión y desarrollar cortafuegos. Las otras dos propuestas del Comité (eliminar uno de los métodos simples y cargar más a los bancos más grandes) son bienvenidas, aunque la eficacia de la última vendrá mitigada por el hecho de que los grandes bancos tienden a refugiarse en modelos internos, por lo que escapan del coeficiente corrector.

**Los métodos estándar y las agencias de calificación.** Hemos visto que en los riesgos de crédito y de mercado los técnicos de Basilea podrían estar sugiriendo una vuelta a los métodos estándar, al menos como suelo de los métodos avanzados. Sin embargo esos métodos se apoyan fuertemente en las calificaciones de las agencias de rating, y una de las ideas más vivas de los G20 de 2008 y 2009 era reducir la dependencia de esas calificaciones, tanto en la regulación como en la práctica de mercado. Por eso el capítulo sobre agencias calificadoras de la panorámica preparado por el FSB para Brisbane aún se titula «*reducing reliance on credit ratings*».



Los problemas de las calificaciones eran a) errores ahora evidentes en la asignación de calificaciones (especialmente en nuevos productos, en riesgos soberanos y en grandes empresas) y b) retrasos en la modificación de las calificaciones concedidas (con una larga lista de grandes empresas calificadas en grado de inversión hasta el mismo día de su quiebra). Se suponía que esos errores podían deberse a intereses creados. El número muy reducido de agencias realmente relevantes definía una especie de monopolio. Y, aunque esto no es un defecto de las agencias, sino de los usuarios, la dependencia mecánica de los operadores respecto de las calificaciones producía efectos de despeñadero (*cliff effects*): una rebaja de calificaciones puede desencadenar una reacción automática unidireccional y masiva, con efectos disruptivos, en los mercados.

Pero los *standard setters* internacionales no han logrado proponer una alternativa válida a las calificaciones de las agencias (por no hablar de una diversidad de alternativas que libere a los mercados de la nueva fuente de efectos despeñadero que significaría descansar en una sola alternativa). Los mercados, las entidades y los reguladores siguen utilizando las calificaciones de las agencias como siempre lo han hecho. Las calificaciones «internas» del método IRB las usan como patrón<sup>1</sup>.

Los únicos avances experimentados hasta la fecha son unos códigos de conducta para las agencias más extensos y detallados (aunque no muy diferentes en su sustancia de los ya existentes), su sometimiento a una supervisión formal, y la creación de colegios supervisores para esas entidades, convenientes dado su carácter multinacional. La consecuencia lógica de esas mejoras será aumentar la confianza en los ratings crediticios de las tres grandes agencias, contra los deseos del G20.

### **6.2.b. La definición del capital prudencial**

En Basilea III se ha procedido a una depuración importante, necesaria y largo tiempo pospuesta, del concepto de capital. En primer lugar se han eliminado de la lista de elementos incluibles en el capital los más inestables o controvertidos: las deudas subordinadas a menos de 5 años (anterior nivel 3) y los instrumentos híbridos capital-deuda. En

---

<sup>1</sup> En diciembre de 2014 el Comité de Basilea ha publicado un documento consultivo en el que propone prescindir de las calificaciones de las agencias en el caso de los riesgos con bancos o empresas grandes, sustituyéndolas por variables tales como la ratio CET1 sobre riesgos ponderados y la ratio de morosidad (en el caso de los bancos) o las ratios de apalancamiento o de beneficios (en el caso de las grandes empresas). Las calificaciones aún se mantienen, no obstante, para los riesgos soberanos y los bancos multilaterales.



segundo lugar, se han precisado de forma exhaustiva las características y condiciones de los instrumentos incluibles. En tercer lugar, se ha creado un nuevo concepto de capital de alta calidad (CET1), compuesto básicamente del capital accionario, las reservas expresas y el fondo para riesgos bancarios generales, menos la casi totalidad de las deducciones prudenciales al capital, antes repartidas en diverso grado entre los dos niveles del capital, y cuya definición y alcance también se precisa con detalle.

El capital de alta calidad (CET1) es un elemento clave en el nuevo esquema de exigencias de recursos propios. Pero no es, ni puede ser, el capital económico. Es una construcción prudencial en la que el regulador ha tenido en cuenta, partiendo del neto patrimonial que recoge la contabilidad y se utiliza en la gestión ordinaria de una entidad, otras consideraciones que lo modifican. De ese neto patrimonial se deducen, por razones de prudencia, algunos activos que la contabilidad muestra separadamente (fondos de comercio, intangibles, activos fiscales, etc., cuya realización no es segura), y por razones sistémicas, ciertas inversiones que serían vehículo de contagio entre instituciones (participaciones en instrumentos de capital de otras entidades financieras). No hay ninguna razón para que el capital económico recoja esas deducciones sistémicas o prudenciales, que sí tienen pleno sentido en el plano supervisor: los objetivos de la regulación prudencial y los objetivos empresariales no son plenamente coincidentes. Por tanto las diferentes concepciones del capital deben actuar cada una en el ámbito que le es propio.

Volvamos a la prueba de uso. En general no tiene mucho sentido forzar construcciones prudenciales como el capital regulador a la prueba de uso (vigilar que sean utilizadas *también* a efectos de gestión ordinaria). En el caso de la política de capital, una política que obviamente deben tener y cuidar las entidades, es probable que las necesidades económicas de una entidad, que no consideran los efectos sobre terceros, que están diseñadas para una evolución normal en un escenario ordinario, teniendo en cuenta las pruebas de esfuerzo internas pero no subordinándose mecánicamente a ellas, arrojen resultados inferiores a las necesidades prudenciales, que sobreponen las consideraciones de prudencia al apetito de riesgo de las gerencias bancarias, y que han de considerar los efectos sobre terceros (disrupciones de sistemas y mercados, coste para otros bancos a través del fondo de garantía de depósitos, posibles costes para el Estado, etc.). Incidentalmente cabe comentar que el apetito de riesgo del que hablan los *standard setters* internacionales en sus principios de buenas prácticas de gestión no es el apetito sano y natural que realmente tienen las gerencias de los bancos, sino el mucho más asténico que a los supervisores les gustaría que tuvieran.



### 6.2.c. Dos esquemas de exigencia de solvencia

En la actualidad, y a reserva de lo que suceda cuando se concreten las ideas sobre el llamado rescate interno (*bail-in*) que luego estudiaremos, coexisten de hecho en la regulación dos modelos de exigencia de capital.

**Esquema formal.** Por un lado está el viejo coeficiente obligatorio, cuyo incumplimiento inhabilita a una entidad para ejercer la actividad bancaria. Este rigor, que en la práctica admite cierta tolerancia, permite decir que la función del capital regulatorio no es la propia del capital de una empresa bancaria en funcionamiento -que sería la de cubrir baches financieros- sino la de satisfacer una obligación reglamentaria, de especial relevancia a la hora de disparar los procesos de reestructuración o resolución ordenada. El nivel de ese coeficiente formal sigue invariado al 8%. Dentro de él Basilea III abre un nuevo tramo del 4,5% a cubrir con CET1. Ello comprime el espacio disponible para el resto de los instrumentos computables, que cae de un posible 6% a un máximo del 3,5%. El nivel del anterior tramo 1 sube al 6%. En él entra, además de CET1, el llamado capital adicional, compuesto exclusivamente por instrumentos perpetuos que no cumplan todas las condiciones del capital accionario. Una novedad importante es que esos instrumentos adicionales pueden ser obligatoriamente devaluados o convertidos en capital accionario cuando el capital de primera calidad (CET1) se sitúe por debajo de 5,125% (un nivel, nótese, superior al mínimo obligatorio de CET1). Las deudas subordinadas a más de cinco años cuentan en el resto del coeficiente, su tramo 2.

**Esquema alternativo.** Por otro lado se crean varios colchones de capital que deben satisfacerse precisamente con CET1 no computado en el coeficiente legal. Estos colchones pueden incumplirse sin tan graves consecuencias, una flexibilidad que devuelve a esta parte del capital su función natural de cubrir pérdidas eventuales. Pero el incumplimiento implica restricciones en la distribución de dividendos y bonus, que pueden llegar suspenderse; y solo se acepta como situación transitoria.

Hay dos colchones *fijos*, el complementario del 2,5%, que afecta a todos los bancos, y otro que solo afecta a los bancos sistémicos y va del 1% al 2,5% según tamaño (más un tramo del 3,5%, por ahora vacío, que se ha creado como disuasorio contra la formación de megabancos). Y dos *eventuales*, el contra cíclico, que podría alcanzar 2,5%, y se activaría en caso de una expansión económica perturbadora; y otro para unos «otros riesgos» no precisados, del 1% (solo en la Unión Europea). Sumando el nivel mínimo obligatorio y los colchones complementarios fijos, los bancos deben tener CET1 por al





menos un 7% de los riesgos ponderados, o del 8 al 9,5% si son grandes (8% es el caso de los mayores bancos españoles), más lo que proceda si se activan los colchones eventuales. En el régimen precedente, el capital de alta calidad (o el concepto de capital más parecido a CET1) podía ser tan bajo como el 2%.

CET1 es, además, la variable objetivo de las pruebas de esfuerzo públicas.

Ello ha centrado la atención de las instituciones y de los mercados en esa variable. De hecho las entidades están apuntando de modo inmediato a niveles permanentes de CET1 claramente superiores al 8%, aunque ese nivel no sea obligatorio sino al final de un largo proceso de adaptación que se completará en 2019. El coeficiente legal parece haber quedado relegado a un segundo plano en la consideración pública.

En tales circunstancias cabe preguntarse si, al menos en el caso de los grandes, tiene sentido o utilidad mantener el viejo coeficiente histórico del 8%, o si este no es más que una reliquia inoperante de la que no ha sabido desprenderse el Comité de Basilea. Como veremos más adelante, esta conclusión se refuerza si el *bail-in* se concreta como un nuevo coeficiente en la forma que se desprende de la propuesta del Consejo de Estabilidad Financiera de noviembre de 2014.

#### **6.2.d. Las pruebas de esfuerzo ¿un nuevo coeficiente?**

Las pruebas de esfuerzo son un instrumento útil de gestión interna de las entidades, pues obligan a sus gerencias a reflexionar sobre su futuro, frenar entusiasmos y pensar en posibles soluciones ante situaciones desfavorables potenciales. Unas pruebas internas adecuadas a las circunstancias de cada entidad, con diversos escenarios alternativos de distinta severidad, y actualizadas, son también una buena base analítica de discusión para los exámenes supervisores regulares (el pilar 2 del esquema de Basilea II), en los que se analizarán, por ejemplo, la política de distribuciones, provisiones y capital de la entidad.

Pero la Unión Europea parece haberlas propuesto como una especie de coeficiente de solvencia alternativo, al menos en su versión 2014. Al escenario tendencial, que equivaldría al moderadamente adverso implícito en el cálculo de las necesidades de recursos propios de la regulación (las pérdidas inesperadas del método IRB), se ha superpuesto otro escenario más severo, único, que genera unas pérdidas, digamos, superinesperadas. Este escenario, decidido en lo que parece un compromiso político entre



severidad y prudencia, ha sido objeto de críticas; los de las anteriores pruebas de esfuerzo de la Autoridad Bancaria Europea resultaron muy inadecuados.

Por otra parte, los objetivos de la prueba se modifican según escenarios, sin explicación alguna de sus autores: son un CET1 del 8% en el escenario de evolución tendencial (lo que coincide con el menor nivel obligatorio de capital para los bancos grandes o sistémicos *al final* del periodo de adaptación, no en 2016), pero solo del 5.5% en el escenario adverso (un nivel que no coincide con los mínimos legales para los ejercicios cubiertos por la prueba). La razón del cambio sea tal vez no dar un número de «incumplimientos» excesivo. Tampoco tiene clara justificación prudencial el que se imponga un plazo perentorio, de días, para la normalización de unas situaciones hipotéticas cuando todavía no se han producido incumplimientos legales. Pero es obvio que el Mecanismo Único de Supervisión no quiere hacerse cargo de problemas generados antes de su creación, sean estos reales (los que derivan del apresurado examen de calidad a que se sometieron las carteras de riesgos de los grandes bancos, en un ejercicio paralelo a la prueba de esfuerzo) o hipotéticos.

En el futuro esos ejercicios especiales deberían dejar paso a la supervisión ordinaria directa en sus dos vertientes (inspecciones *in situ* y vigilancia a distancia), sin confiar más de lo debido en la colaboración de los auditores y consultores; a la publicación regular y reglada de la información contable y prudencial, que debe ser la fuente normal de transparencia; y a una revisión supervisora pilar 2, con discusión anual de las políticas de la entidad sobre los temas antes citados, en la que ciertamente serán útiles, pero no definitorias, las pruebas de esfuerzo internas. Este es el papel que el Consejo de Estabilidad parece reservar a los *stress test* en el marco de la supervisión de los bancos sistémicamente importantes (no prevé esos ejercicios en el caso de los bancos pequeños).

#### 6.2.e. Riesgos no cubiertos por el coeficiente

El **riesgo de concentración** se controla con límites cuantitativos convencionales y con información supervisora. Los límites generales no están en cuestión, pero en 2014 el Comité de Basilea ha cambiado la base de cálculo de esos límites, que pasará a ser el capital nivel 1, en vez del capital total, y ha rebajado el límite general del 25% al 15% para las posiciones con bancos sistémicamente importantes, amén de otras correcciones técnicas, reduciendo la posibilidad de que otros intermediarios financieros escapen a los límites.



El **riesgo de interés** debería atenderse vía pilar 2, la revisión supervisora, a nivel individual. Es probable que exista un problema de heterogeneidad de tratamiento, de alcance desconocido, por las diferentes sensibilidades de los supervisores ante este riesgo, sin descartar la posibilidad de simples dejaciones.

Este riesgo está planteando problemas, y puede volver a hacerlo cuando la economía europea empiece a salir de la atípica, aunque prolongada, situación de tipos cuasi nulos. En la presente fase de caída de tipos los márgenes se han estrechado, porque el recorrido a la baja de los tipos pasivos (muchos situados ya en niveles cero o inferiores al 1%) era de partida muy inferior al de los tipos activos, tomados unos y otros en su conjunto. La reducción de márgenes se traduce en una pérdida de rentabilidad que complica la obtención de recursos de capital exigida por Basilea III. Las soluciones sugeridas por los supervisores (recortar gastos, obtener ingresos alternativos de la prestación de servicios) no dan demasiado de sí, y pueden implicar una transformación del negocio bancario contraria a las posibilidades reales, los planteamientos a largo plazo, o la cultura de algunas entidades.

Este problema se resolverá cuando los tipos vuelvan a sus niveles «naturales». Pero surgirán otros.

Uno muy grave para España se puede producir en la cartera de hipotecas residenciales ligadas al LIBOR. Incluso si su riesgo de interés está formalmente cubierto (si el plazo de ajuste de los tipos activos es menor que el plazo de ajuste de sus financiaciones), la subida de tipos generaría una ola de impagos extensa, cuyas consecuencias serían una ejecución masiva de garantías (con una segunda caída de los precios de la vivienda), o una renegociación igualmente masiva de tipos y condiciones. Habría que pensar en un «riesgo adicional» similar al que existe en el caso de la cartera de negociación, cuya cobertura por riesgo de mercado no alcanza a cubrir el elemento de riesgo de crédito de esa cartera.

Otro problema grave, fuera del estricto ámbito bancario (pero con posibles efectos de reputación sobre los bancos comercializadores), se puede producir en el segmento de fondos de inversión ligado a la renta fija, vendidos como «seguros» (letra pequeña aparte). Las caídas de precio de las deudas provocarían descensos en los valores de rescate, y retiradas importantes de dinero quizás difíciles de gestionar.



### 6.3. LOS NUEVOS COEFICIENTES

A impulsos del G20 y del Consejo de Estabilidad, el Comité de Basilea añadió a su arsenal de regulaciones bancarias de carácter cuantitativo otros tres coeficientes, el llamado de apalancamiento, el de liquidez (*liquidity coverage ratio*, LCR) y el de financiación estable (*net stable funding ratio*, NSFR). Nota común a los tres es su utilización escasa o nula en la práctica supervisora nacional en el momento en que se incorporaron a Basilea III.

Los nuevos coeficientes entraron en escena incompletos, con largos periodos de *vacatio legis*, y de adaptación una vez iniciados. De hecho, Basilea todavía ha cerrado en el último año aspectos de su definición de la ratio de apalancamiento, para hacerla consistente a nivel global; ha dado forma final a la ratio de liquidez, y, en fin, ha publicado el modelo definitivo de la de financiación estable. Los retrasos se deben, en la primera ratio, a las diferencias contables entre los países que se rigen por las normas «internacionales» (europeas) y los que lo hacen por las normas americanas, que permiten más compensaciones de cuentas y por tanto tienden a producir ratios más altas para un mismo volumen de capital. En las dos últimas, a que se trata de propuestas totalmente nuevas. A falta de modelos precedentes de la regulación o de la práctica bancaria en los que inspirarse, el Comité de Basilea tuvo que inventar, y no se decantó ciertamente por inventos sencillos. Delineados los modelos, el calibrado de sus componentes, en parte intuitivo o convencional, era discutible; de hecho hubo rectificaciones importantes de la ratio de liquidez durante la fase de consultas a la industria. Y en todas las ratios, finalmente, es natural permitir a los bancos una adaptación progresiva a sus obligaciones, como se hace siempre que entra en vigor un nuevo esquema.

Nótese, al respecto, que en 2015 la ratio de apalancamiento todavía no es en la Unión Europea otra cosa que una métrica, un cálculo que los bancos han de hacer y publicar, pero que de momento no implica otras obligaciones.

Tampoco cabe descartar una cierta inseguridad de los *standard setters* internacionales en sus propuestas. Una herramienta cuya entrada en funcionamiento se pospone tres o cuatro años, y su plena vigencia un par más, no puede decirse que sea urgente, y quizás ni siquiera sea imprescindible. Las medidas que la crisis mostró como más inmediatamente necesarias, esto es, las modificaciones introducidas en Basilea II.5 y la redefinición del capital de Basilea III, se adoptaron con relativa rapidez. Tal vez haya habido una cierta confusión entre los esquemas analíticos que, más o menos estandarizados,



conviene que utilicen los bancos en su gestión, y los instrumentos sintéticos que generen una obligación reguladora de exigencia mecánica.

### **6.3.a. Coeficiente de apalancamiento**

Los argumentos para imponer una ratio de apalancamiento son tres. Uno, muchos bancos se encontraban, al desencadenarse la crisis, en niveles record de apalancamiento según los registros históricos. Dos, las ponderaciones del coeficiente de solvencia son discutibles: en este sentido, la crisis mostró graves errores en las titulizaciones, en los riesgos soberanos, en los derivados crediticios o en el riesgo de mercado; y alentó una desconfianza general en las agencias de calificación. Y tres, la ratio de apalancamiento tiene la ventaja de la sencillez; en las versiones más simples, puede calcularse directamente con los datos contables ordinarios. Además, a diferencia de las otras ratios nuevas, ésta existe en la práctica. EEUU y Canadá tienen en su arsenal versiones simples de la misma hace tiempo, y Suiza se adelantó a los Basilea al imponerla por su cuenta, aunque de forma limitada y peculiar.

Esos argumentos tuvieron fuerza suficiente para convencer a las autoridades europeas de la necesidad de crear una ratio de esta naturaleza. No la tuvieron para arrumbar el coeficiente de solvencia ponderado, como querían algunas voces. En realidad toda la doctrina de Basilea gira en torno al tratamiento del riesgo, y los reguladores y supervisores del Comité no estaban dispuestos a descartarla. Con todos los problemas de medida que se quiera, las operaciones bancarias difieren en su grado de riesgo. Olvidarlo pondría a las entidades en peligro. La ratio de apalancamiento no sería capaz, por ejemplo, de frenar desplazamientos aventureros hacia activos de alto riesgo. Pero al coexistir la ratio ponderada con la ratio sin ponderar, el argumento de la sencillez se pierde: la regulación no se ha simplificado sino que ha ganado un grado más de complicación.

La ratio llamada de apalancamiento no es tan simple como dicen sus defensores. En realidad la ratio elegida por el Comité de Basilea no es una ratio de apalancamiento, sino una ratio de solvencia «tramo 1» no ponderada. En efecto, el numerador no lo forman el capital y las reservas, sino la definición reguladora del capital del tramo 1 del coeficiente (CET1 más capital adicional, con todas las deducciones prudenciales correspondientes). Y el denominador no es el conjunto del pasivo, o una parte seleccionada de él (como en el viejo coeficiente de garantía español), sino los activos de riesgo de balance sin ponderar, más las cuentas de orden y los riesgos de contraparte, que hay que



incorporar al balance con las reglas de conversión o valoración establecidas por la regulación prudencial. Todo eso hace que su cálculo ya no sea simple y directo.

Es cierto que al desencadenarse la crisis las entidades se situaban en niveles de apalancamiento históricamente muy altos. Ello se debía en buena parte a que la definición del capital regulador era descaradamente tolerante. La norma y la práctica de las entidades han corregido esa situación y han devuelto los apalancamientos a niveles, digamos, normales; excepción hecha de algún banco problema, que lo es tanto en ratios ponderadas como simples.

Una ratio de esta naturaleza tiene que ser una convención supervisora. Las exigencias de capital por riesgo de crédito o de mercado pretenden calcular, al menos en los métodos avanzados, unas necesidades *objetivas* de capital basadas en la hipótesis de que las pérdidas inesperadas responden a una función de distribución estadística, y de que se obliga a tener capital suficiente para cubrirlas hasta un determinado nivel de seguridad. La ratio de apalancamiento carece de esta justificación. Ha de calibrarse sea con alguna referencia histórica más o menos remota que se toma como *benchmark*, o con el criterio político de situarla en un nivel que deje en falta a un número asumible de entidades: algunas, pero no demasiadas. Lo cual se conocerá con la información recibida en los estudios de impacto cuantitativo, o durante la fase en que el coeficiente es una métrica. En tal caso el coeficiente será una «red de seguridad» arbitraria, en la que solo caerán algunas entidades que hayan centrado el grueso de su actividad en carteras de fondos públicos de grado inversión.

Otro comentario incidental. En la doctrina reguladora, el significado de *benchmark* es este: ni el regulador ni la entidad saben cuál es el valor ideal de una determinada variable, pero tomando como guía el que presenta en ciertas entidades al parecer bien gestionadas, el regulador y la entidad se ponen a salvo de reproches si las cosas luego salen mal.

### **6.3.b. Ratios de liquidez y financiación estable**

Es una verdad indiscutible que el Comité de Basilea descuidó demasiado tiempo el tema de la liquidez, un problema clásico de la doctrina prudencial bancaria resuelto durante décadas con la intervención de los bancos centrales como prestamistas de última instancia. La evolución de la problemática de la liquidez (antes incluso de que rompiera la crisis de 2007-2009) y la comprensible incomodidad de los grandes bancos centrales de Occidente cuando tuvieron que actuar masivamente durante la crisis, obligó al Comité



a replantearse el tema. Su primera reacción fue revisar su doctrina de sanos principios de gestión (que incluyen atención de la alta dirección, pruebas de esfuerzo, y planes de contingencia, por lo que valgan). La segunda reacción fue imponer un coeficiente de liquidez formal.

No había en la actualidad muchos coeficientes de liquidez vivos, y alguno existente era, en el fondo, un coeficiente selectivo de inversión en deuda pública (India). Basilea decidió construir una ratio sobre bases racionales, relacionando los activos líquidos, o fácilmente liquidables en un breve plazo, con los pasivos que, se supone, se exigirán en una situación de crisis que dure 30 días. Este es un plazo arbitrario tras el cual o bien la situación se habrá resuelto por las buenas, o bien el banco central habrá aceptado actuar algo tardíamente como prestamista de última instancia, o bien la entidad habrá caído en un escenario de crisis general. De alguna forma esta es la respuesta del Comité al difícil problema de encontrar un punto de equilibrio entre las responsabilidades de los bancos y las de sus prestamistas de última instancia. La construcción resultante pretende ser válida para cualquier país de globo (con escasos grados de libertad para que los reguladores nacionales la acomoden a circunstancias locales).

La liquidez de los activos de cobertura que precisan realizarse en el mercado es un tema debatible, especialmente en los valores distintos de fondos públicos, y también en éstos últimos en las jurisdicciones cuyos bancos centrales pongan reparos a la pignoración de fondos públicos. Asimismo es debatible la exigibilidad imaginada para las diferentes categorías de pasivos. En este sentido, no parece haber una base estadística sólida de validez universal para relacionar el plazo de los treinta días con los diferentes parámetros de liquidez o exigibilidad propuestos por el Comité de Basilea.

En todo caso el coeficiente no será neutral ante el asunto de la composición de las carteras bancarias. Implicará algún desplazamiento hacia los activos reconocidos reglamentariamente como líquidos, los cuales, por supuesto, están encabezados por los fondos públicos. En relación con esto, el modelo regulatorio ha tenido que ajustarse al hecho de que hay países con pocas deudas públicas nacionales, y por tanto con pocos activos líquidos hábiles: no parecía razonable exigirles que, a falta de ellos, forzasen a sus bancos a comprar deudas de los tesoros americano y alemán para completar el coeficiente. Es una aceptación tácita de que, efectivamente, el coeficiente tiene algo de coeficiente selectivo de inversión en deuda pública nacional.



La nueva ratio de financiación estable ordena que las «financiaciones estables» iguallen o excedan a las «necesidades de financiación estable». Ambas magnitudes son construcciones reguladoras que toman un año de vida residual como divisoria entre lo estable y lo no estable. Son financiaciones estables el capital (sin restar las deducciones reguladoras) y las financiaciones a un año o más; pero también una porción muy considerable (entre el 90 y el 95%) de los depósitos del negocio minorista a plazos inferiores al año, o a la vista, y porciones menores de los depósitos de otros titulares más avisados, como grandes empresas y otras instituciones, que se espera los sigan renovando parcialmente incluso en condiciones adversas (los otros bancos, supone el Comité, los retiran en su totalidad). Y son necesidades de financiación estables las financiaciones e inversiones a más de un año, salvo las que puedan liquidarse en el mercado (que solo la necesitan por la parte no líquida, excluida de los activos de cobertura de la ratio de liquidez); pero también la mitad de los créditos a menores plazos, porque la vida sigue y el banco tendrá que renovar sus carteras para mantenerse en actividad. Más discutible es que los créditos a más de un año con ponderaciones del 35% por riesgo de crédito en el método estándar solo computen por el 65% como necesidades de financiación estable, y los que tengan mayores ponderaciones por el 85%, unos regalos supervisores que mezclan temas prudenciales diferentes.

El estrecho parentesco entre las dos ratios permite suponer que los dos componentes de la ratio de financiación estable responden al mismo escenario de tensión diseñado en teoría para la de liquidez. Conceptualmente ambas se construyen pues como pruebas de esfuerzo, unas pruebas de esfuerzo normalizadas de modo forzado, con desprecio de toda idiosincrasia nacional o individual. Son una acumulación bienintencionada de convenciones. Pero algunas de ellas, y muchos de los factores de recorte aplicados a las diferentes partidas que las integran seguramente no se sostengan en una situación de crisis. Ambas ratios parecen a priori demasiado rigurosas para una situación normal, pero insuficientes el día que lleguen los verdaderos problemas, el clásico dilema de las pruebas de esfuerzo. Las ratios de Basilea no liberarán a los bancos centrales de la incómoda responsabilidad de actuar como prestamistas de última instancia.

#### **6.4. LA TRANSPARENCIA COMO HERRAMIENTA DE SUPERVISIÓN PRUDENCIAL**

La transparencia es un principio esencial en la regulación de los mercados de capitales y en la regulación de las relaciones entre entidades financieras y sus clientes. No figuró en el arsenal de la política supervisora hasta mediados de la década de los noventa.





Anteriormente se pensaba que una información completa y actualizada de la situación de las entidades podía tener efectos desestabilizadores, y complicar el trabajo de los supervisores. De hecho, en el caso de los procesos de resolución, el Consejo de Estabilidad y la normativa comunitaria parecen adherirse a esta posición «antigua», cuando admite, en el marco de los procesos de resolución, suspensiones temporales de las obligaciones de información si estas pueden afectar al éxito de las medidas adoptadas.

El mecanismo que liga la información con la sanidad y solvencia de las entidades descansa en tres hipótesis de comportamiento. Primera. Las gerencias bancarias, sabiendo que sus actuaciones, reflejadas en la información pública obligatoria, van a ser conocidas por clientes y mercados, evitan políticas de riesgo que provoquen reacciones adversas. Segunda. Los operadores reaccionan a la evolución de la situación de la entidad, con las debidas consecuencias sobre precios y condiciones de las operaciones bancarias. Tercera. La entidad responde a su vez a las reacciones de los mercados y los clientes en el sentido deseado por los supervisores y los acreedores, esto es, reforzando la solvencia y reduciendo riesgos.

Las tres hipótesis tienen vigencia dudosa. La primera implica un bajo apetito por el riesgo que no puede suponerse a priori de ningún empresario. La segunda aspira a que la respuesta de los mercados sea temprana y progresiva, pero en segmentos muy importantes del negocio bancario (toda la banca minorista, en la que predominan las relaciones de clientela) la respuesta no es temprana, y en ningún segmento es progresiva. Predominan las respuestas tardías e históricas. La tercera hipótesis imagina que las gerencias van a reaccionar a la desafección de los mercados con actuaciones de mayor prudencia, pero pueden haber reacciones en el sentido opuesto: huidas hacia adelante que podrían convenir a los intereses de los accionistas, aunque no a los de los acreedores y los supervisores. (Más una reacción perversa que siempre se presenta: falsear la información cuando la situación empieza a degradarse; los guardianes de la verdad –supervisores y auditores– se enteran como pronto un año después).

Tras más de tres lustros de acumulación de exigencias de información, la masa de datos contables y prudenciales que publican los bancos ya es enorme. (En las recientes pruebas de esfuerzo, la Autoridad Bancaria Europea alardea de haber publicado hasta 12.000 datos por banco, y eso no incluye ni la información contable habitual ni la información cualitativa exigida por el pilar 3 de Basilea). A pesar de lo cual siempre resulta insuficiente o insatisfactoria para alguien, y en particular para los analistas. Probablemente su utilidad marginal ha descendido a cero. Incluso podría ser negativa, si la masa de datos cuantitativos se hace inmanejable y solo sirve para ocultar la verdad. La información



cualitativa, siendo crucial, es sin embargo de apreciación muy difícil y subjetiva (y de presentación muy maleable). El análisis externo de la calidad de la cartera crediticia es simplemente imposible, cuando el interno (por ejemplo, el que pueden desarrollar las inspecciones) es tan laborioso y costoso; no es de extrañar que el Consejo de Estabilidad apunte entre los problemas de las auditorías sus insuficiencias en estas materias. El hecho de que los diferentes organismos internacionales que establecen estándares de supervisión estén solicitando informaciones solapadas en mayor o menor medida, pero mal coordinadas entre sí, tampoco ayuda.

Los intentos de resolver el problema de la información masiva inmanejable con medidas sintéticas representativas, comprensibles, y comparables (por ejemplo, las ratios, reguladoras o no, de solvencia, de apalancamiento o de liquidez, la ratio de morosidad, o la mayor síntesis de todas, las calificaciones de las agencias de rating) son simplificaciones que dejan mucho que desear.

La actual masa de información producida por los bancos tiene una utilidad desigual para los distintos operadores. Su manejo está reservado a especialistas con potentes aparatos de análisis y con capacidad para entender su contenido, como las agencias de calificación y otros servicios informativos, y quizás las entidades financieras más potentes. Esos analistas pueden sufrir sesgos técnicos en su manejo de la información y tal vez problemas de agencia (intereses creados). Y es posible que tampoco hayan sido especialmente agudos en la digestión de los datos publicados, como atestiguan sus reacciones tardías y las conductas de rebaño, fomentadas por la estandarización de la información. Hay que evocar, a este respecto, la imagen del operador de mercado, un «experto» cuyo mundo se circunscribe a lo que aparece en su pantalla Reuter y algunas charlas banales con sus colegas de profesión.

En todo caso eso análisis profesionales solo benefician a los operadores que pueden comprar sus servicios, y deja en desventaja a los demás, empezando por todos los depositantes y siguiendo por operadores pequeños y medianos. Cuando haya reacción de los mercados, los primeros en beneficiarse de la transparencia serán los operadores más potentes y tecnificados. La clientela lo hará en último lugar (y no gracias a la información publicada, sino a rumores de prensa y calle), cuando aquellos operadores ya hayan salvado los muebles. Más información equivale a más problemas de resolución, más papel para los fondos de garantía de depósitos, y más supervisión para compensar los efectos de esa asimetría.

Es probable que los análisis profesionales sean más incisivos, la atención de los operadores mayor, y las respuestas de mercado más claras, cuando se sepa que la entidad ana-



lizada ya está en dificultades. Pero eso no facilitará el trabajo de los supervisores, sino todo lo contrario, pues acortará su tiempo de respuesta y forzará soluciones abruptas. Lo deseable sería evitar esas dificultades gracias a una reacción temprana de los mercados, en la fase de formación de los problemas (digamos, en la última crisis, hacia 2003 o 2004, no en 2007, en el plano internacional, o en 2009, en el español) pero esa reacción simplemente no existe.

## **6.5. REFORMAS ESTRUCTURALES**

Vamos a considerar dos órdenes de cambio estructurales. El primero lo constituyen las reformas que afectan directamente al propio negocio bancario. El segundo, los cambios producidos en las demás instituciones o mercados que pueden competir con la banca en la captación y distribución de fondos, mediante instrumentos similares en sus efectos económicos a los típicamente bancarios. Este segundo orden de cambios importa aquí no porque se altere la estructura de los flujos financieros, lo que es una evolución natural inobjetable (a igualdad de cargas regulatorias y supervisoras), sino porque algunas de las entidades o mercados beneficiados por los cambios han generado crisis sistémicas que han afectado al mundo bancario y a su configuración.

### **6.5.a. Propuestas de reforma del universo bancario**

El listado de las actividades autorizadas por ley a los bancos es un instrumento clásico de la política prudencial: permite excluir o acotar ciertas líneas de negocio que se consideran muy arriesgadas y podrían ponerles en peligro. Tras un largo periodo de permisividad en que la política bancaria fue eliminando restricciones al campo de actuación de los bancos, las equivocaciones y excesos revelados por la crisis financiera internacional de 2007-2009 han reactivado ese instrumento.

Como aquellos problemas se produjeron en las carteras de negociación y en determinados instrumentos de alto riesgo (titulizaciones, derivados) es lógico que los nuevos acotamientos diseñados por las autoridades norteamericanas y por la Unión Europea se centraran en esos terrenos. Sin embargo tres años de discusión a partir de esquemas originalmente ambiciosos (como los de dividir el negocio bancario en la «banca aburrida» y unos intermediarios de alto riesgo) han limado el alcance de las propuestas.

Además el renacimiento de este instrumento político se ha mezclado, un tanto arbitrariamente, con otra preocupación de las autoridades: su obsesión por los bancos dema-



siado grandes para quebrar, los TBTF (*too big to fail*). Por supuesto, las autoridades nacionales y los *standard setters* internacionales se sienten incapaces de forzar a los grandes bancos a reducir su dimensión hasta tamaños en los que la quiebra sea asumible. Eso iría contra lo que parece ser una tendencia secular de los sistemas bancarios a concentrarse. Una tendencia alentada por los propios supervisores al resolver entidades problema: las más de las veces la única salida que son capaces de imaginar es integrarlas en otro grupo bancario sólido y grande. De hecho, nadie se plantea hoy día una política de desconcentración del sistema bancario, a pesar de los recelos con los TBTF. Las medidas de protección de la banca mediana y pequeña son escasas y defensivas. Las autoridades nacionales (algunas), no van más allá de aplicar el criterio de proporcionalidad para suavizar la carga reguladora de ciertos colectivos de pequeños bancos locales, como los *community banks* americanos. (Ciertos países de la Unión Europea usan la puerta trasera: mantienen al margen de la regulación comunitaria, para disgusto de la Comisión y de la Autoridad Bancaria Europea, algunas entidades de crédito muy pequeñas y con ámbito de actuación limitado).

Por tanto, aceptado que los TBTF seguirán ahí, la única actuación supervisora posible es imponerles obligaciones adicionales, como los colchones de capital que ya conocemos, y siempre a reserva de lo que pueda hacerse con las exigencias de *bail-in* que veremos en epígrafe posterior. Conectándose con ello, la nueva política de limitación de actividades se restringe a los bancos grandes, si consideramos grandes a los bancos con más de 30.000 millones de activos.

Ciñéndonos a la Unión Europea, esa política comprende dos piezas: a) la prohibición de la negociación por cuenta propia (*proprietary trading*), una fuente de conflictos de interés en los que la clientela puede salir perjudicada, con independencia de los riesgos que pueda implicar esta actividad; y b) el seguimiento supervisor de la actividad de los bancos con intensa actividad negociadora. Ese seguimiento podría terminar en la obligación de separar ciertas actividades (como la creación de mercado, las titulizaciones arriesgadas, o los derivados complejos), si se mostrasen demasiado problemáticas. Las actividades no se prohibirían al grupo, pero se centrarían en una entidad que no podría recibir depósitos, lo cual, además de crear murallas chinas, facilitaría en su caso la eventual resolución del grupo.

Ambas piezas tienen alcance limitado. La prohibición de la negociación por cuenta propia no afecta ni a los instrumentos del mercado monetario ni a los fondos públicos, para no perturbar el funcionamiento de sus respectivos mercados; tampoco a las operaciones de cobertura. Y en el tema de las operaciones problemáticas, el complejo y garantista mecanismo establecido, donde lo único cierto es la obligación de las autoridades super-



visoras de vigilar, permite afirmar que, de hecho, las separaciones serán más la excepción que la regla.

### 6.5.b. La banca en la sombra

El documento presentado por el Consejo de Estabilidad en Brisbane sobre el tema tiene un título sugerente: «*Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Financing*». Ese título quizás responde a los sueños del Banco Central Europeo, que necesita más titulaciones «seguras» para sus operaciones monetarias, y de las autoridades anglosajonas, siempre atentas a la aparición de oportunidades para sus grandes centros financieros. Frente a esa línea política, que sería favorable a las alternativas a la intermediación bancaria, está el hecho de que la llamada banca en la sombra ha provocado en EEUU, en menos de una década, tres crisis de alcance sistémico que cogieron totalmente desprevenidas a las autoridades (el *hedge fund* Long Term Capital Markets, las titulaciones *subprime*, y los *money market funds*). La reacción natural es exigir un mayor control de mercado y prudencial (micro y macro) sobre un sector potencialmente tan peligroso. Ante ese dilema los *standard setters* internacionales y las autoridades nacionales tratan de compaginar la necesidad de adoptar medidas reguladoras o supervisoras con la conveniencia de proteger la innovación y la eficiencia del mercado. Su retórica más reciente recuerda la de la época dorada de las titulaciones.

La utilización habitual de la expresión emocional e inexacta, *banca en la sombra*, que sugiere ocultaciones y amenazas, forma parte del problema. Ese colectivo puede comprender varios grupos de instituciones: fondos del mercado monetario, fondos de inversión mobiliaria (renta fija, renta variable, etc.), fondos altamente apalancados (*hedge funds*), vehículos de titulación, fondos inmobiliarios, sociedades de capital riesgo, intermediarios del mercado de valores con actividad por cuenta propia, financieras, bancos atípicos o no convencionales (bancos de desarrollo privados, microfinanzas, etc.), holdings y un cúmulo de entidades diversas, entre las que no cabría excluir compañías de seguros y fondos de pensiones. Las diversas definiciones del Fondo Monetario Internacional, el Consejo de Estabilidad y los estudios académicos no coinciden en su cobertura institucional, pudiendo incluir o no las actividades de intermediación en acciones y similares.

Muchas de esas categorías institucionales (según el Consejo de Estabilidad, casi todas) ya están sujetas a algún tipo de control o supervisión, y generan información pública. No están pues totalmente en la sombra. El trabajo de los comités internacionales y de las autoridades nacionales de supervisión parece centrarse en estos puntos:



- Transparencia: siempre hay margen para mejorar la información sobre los intermediarios y mercados financieros no bancarios.
- Riesgo de incumplimiento: los fondos del mercado monetario americanos ofrecían unos reembolsos a valor fijo que no se pudieron satisfacer en 2008; hubo rescate público; se está revisando su tratamiento en el sentido de eliminar esos compromisos (EEUU) o imponer un colchón de capital del 3% (Unión Europea) entre otras medidas.
- Estabilidad coyuntural: aunque los fondos de inversión mobiliaria no garanticen el valor de reembolso de los instrumentos emitidos y puedan atender las retiradas normales con liquidaciones de su patrimonio, una retirada importante puede provocar ventas forzadas, caídas adicionales de valor, y una espiral de retiradas, con posibles efectos contagio y consecuencias sistémicas. Más aún si están apalancados. Por ejemplo, en un escenario de normalización de tipos podrían imaginarse movimientos desestabilizadores importantes centrados en el sector de FIM «seguros» (que ofrecen recuperación y rentabilidad cuasi garantizada). Las recetas serían transparencia, límites al apalancamiento, restricciones expresas a la disponibilidad y vigilancia macroprudencial.
- Conexiones con la banca: muchos intermediarios no bancarios están vinculados comercial, financiera o societariamente a la banca. La crisis sacó a la luz sus conexiones con vehículos de titulización supuestamente «independientes», que pusieron en peligro a los bancos que eran sus originadores, o los comercializaban, o les daban líneas de apoyo. Como mínimo, la banca puede sufrir riesgo reputacional por la comercialización de productos de esas entidades. Las actuales reformas tratan de clarificar esas conexiones, además de endurecer el tratamiento de las posiciones de la banca con los fondos de inversión mobiliaria y las titulizaciones.
- Solidez de las operaciones sobre valores (préstamos, repos, etc.): se buscan unos estándares oficiales para las operaciones realizadas entre operadores no bancarios (las de los bancos están sujetas a sus estándares de solvencia), tales como la regulación de los *hair cuts* (porcentajes aceptables sobre las valoraciones de los instrumentos aportados como garantía o soporte).

Algunos de los problemas de la banca en la sombra no lo son en el caso español: aquí la inclusión de los vehículos de titulización en los grupos de sus originadores está establecida desde antes de la crisis. Pero hay campo para reforzar la vigilancia macropru-



dencial sobre posibles movimientos desestabilizadores en el sector de los fondos de inversión mobiliaria, sin olvidar la vigilancia de las conductas comerciales. Además, alguna autoridad supervisora debería tener una «responsabilidad escoba» sobre cualquier actividad de intermediación financiera que carezca de supervisión específica (recordemos la aparición en un pasado reciente de pirámides Ponzi, como los llamados bancos filatélicos).

Las diversas estadísticas internacionales compiladas muestran un fuerte crecimiento de los sectores alternativos a la banca en los años anteriores a la crisis de 2008-2009, una caída importante inmediatamente después, y una situación poco clara en los años más recientes: recuperación si se aceptan las definiciones ampliadas del sector, o continuación del estancamiento si se opta por las definiciones restringidas. Esa divergencia responde a la mayor actividad reciente de los fondos de inversión mobiliaria y al estancamiento de las titulizaciones. Las medidas políticas en las que se trabaja no parece que puedan hacer mucho ni por reducir el peso de la banca en la sombra, ni para su opuesto, fomentar los circuitos de financiación alternativa.

## 6.6. POLÍTICA DE RESOLUCIÓN DE BANCOS EN CRISIS

Si algo demostró la crisis financiera internacional de 2007-2009 es la imposibilidad de dejar caer un banco grande. El caos de los mercados desatado por el experimento Lehman Brothers lo probó a plena satisfacción de todos. Además los *standards setters* internacionales tienen que atender una demanda perentoria de los ministros de hacienda: que los rescates bancarios de los bancos TBTF nunca vuelvan a precisar financiaciones públicas. Esta restricción hacendística se suele justificar con dos argumentos de desigual valor. Primero, el «privilegio» TBTF proporciona una ventaja competitiva ilegítima a esos bancos en la captación de pasivo, lo que es cierto aunque difícil de cuantificar. Segundo, dentro de la amplia gama de exigencias de gasto público, «ayudar a los bancos» es un objetivo menos prioritario. Este segundo argumento confunde el objetivo de las ayudas, que no es proteger a los bancos, y menos aún a sus dirigentes, sino a) evitar los daños generales para la economía de una ruptura de los sistemas de pago y liquidación, y de los mercados financieros; y b) evitar el salvamento forzado de los fondos de garantía de depósitos, que con toda probabilidad requerirían ayudas públicas para cumplir sus compromisos con los pequeños depositantes. Es decir, las ayudas se legitiman porque cumplen objetivos de naturaleza pública.

El reto para los *standard setters* ha sido por tanto diseñar un mecanismo regulador y supervisor que permita mantener en funcionamiento a los grandes bancos inviables sin



necesidad de utilizar financiación pública, teniendo en cuenta además que los recursos recabados del propio sector bancario vía fondos de garantía de depósitos nunca alcanzan las cuantías requeridas por el rescate de un banco realmente grande.

La solución para el reto planteado tiene dos partes. Por un lado, se crea un sistema especial de resolución para las entidades caídas en la inviabilidad (no necesariamente insolventes). Por otro, se establecen ciertas obligaciones a las entidades financieras con riesgo sistémico *antes* de llegar a esa situación, para reducir o prevenir situaciones de inviabilidad. El primero ya se ha desarrollado en la Unión Europea, con alto grado de detalle. Está en proceso de trasposición en los países en los países miembros y por tanto no ha tenido ocasión de ponerse a prueba. En cuanto a las obligaciones preventivas, algunas se han desarrollado en el marco de las medidas prudenciales ordinarias de Basilea III, pero todavía no se ha procedido a la implementación, como ya sabemos; y sobre todo, no se ha cerrado el diseño de la posiblemente más importante, la que permitirá el llamado rescate interno o *bail-in*. Es pronto por tanto para saber si por fin se ha logrado montar un sistema prudencial y de resolución que evite las rupturas de alcance sistémico.

**Campo de aplicación.-** Los bancos TBTF de régimen especial serían en principio, según el esquema diseñado por el Consejo de Estabilidad en 2011, los G-SIB (*global systemic important banks*), treinta megagrupos que incluyen a dos grupos españoles. Pero las autoridades nacionales pueden extender ese régimen a otras SIFI (entidades financieras con riesgo sistémico), o a los D-SIB (bancos sistémicos a nivel nacional). La directiva de la Unión Europea sobre reestructuración y resolución (directiva RR) lo hace de forma notable, alcanzando a entidades cuyos peligros sistémicos podrían no ser obvios. Su régimen especial se aplicará a los grupos o entidades cuyos riesgos ponderados excedan los 30.000 millones de € (o el 5% del PIB), y a las entidades directamente supervisadas por el Mecanismo Único de Supervisión. En el caso español el régimen de resolución de la directiva RR se extiende a otras seis entidades por tamaño, y a otras tantas medianas por la última razón. Esa extensión del concepto TBTF, o del concepto entidad sistémicamente importante se justifica tal vez con el argumento de que el fallo de una entidad mediana o pequeña puede tener consecuencias reputacionales para su sistema bancario nacional. Finalmente, en la trasposición de esa directiva al derecho español, el régimen especial de resolución se extendería en principio a todas las entidades de crédito.

Debe advertirse que esas ampliaciones del campo de aplicación no parece que vayan a extenderse a todas las medidas preventivas diseñadas específicamente para los TBTF.





**Mecanismo especial de resolución.** Las entidades financieras sistémicamente importantes, o tal vez todas las entidades bancarias más algunas no bancarias, no se regirán por el derecho concursal común, aunque las autoridades deberán justificar caso a caso la aplicación del régimen especial en lugar del común. En su lugar se crean unas autoridades nacionales de resolución, no judiciales, y distintas de las autoridades supervisoras, que gozarán de amplios poderes para decidir y aplicar las medidas necesarias para devolver la viabilidad a las entidades que la hayan perdido o estén en riesgo de perderla.

Sus principales actuaciones comprenden: la sustitución de los órganos de dirección y de la alta dirección (rigiéndose las responsabilidades de las personas físicas por el derecho civil y penal del país); la asignación de las primeras pérdidas a los accionistas, recayendo las no cubiertas por el capital sobre los acreedores según una jerarquía establecida de la que se salvan cuando menos los depósitos garantizados por los FGD; y el posible uso de lo que la directiva RR llama instrumentos de actuación temprana (venta del negocio, entidad puente de carácter público, segregación de activos a una gestora, y recapitalización interna). Esas autoridades prepararán unos planes de resolución, o sea, de saneamiento y normalización, que pueden actuar durante largos periodos de tiempo y cuyo cumplimiento será vigilado por ellas.

Las actuaciones de buena fe de las autoridades de resolución, que muchas veces tendrán que ser expeditivas, están protegidas por ley contra recursos. Pero no totalmente. El Consejo de Estabilidad y la Unión Europea aceptan el principio de que «ningún acreedor debe sufrir [en el procedimiento de resolución] pérdidas mayores de las que habría incurrido si la entidad hubiera sido liquidada con arreglo a los procedimientos de insolvencia ordinarios», principio que se extiende también a los accionistas desposeídos en la resolución. Eso será una fuente importante de inseguridad jurídica, puesto que, al no haber tenido lugar el procedimiento concursal ordinario, la cuantía de sus hipotéticas pérdidas es cuestión altamente opinable; habrá pues materia para reclamaciones y recursos.

Las autoridades de resolución deberán relacionarse, sin trabas de confidencialidad, con las demás autoridades nacionales o extranjeras concernidas por otras entidades o sucursales del grupo que estén tratando.

En un país como España, en el que la resolución de entidades mediante saneamientos y absorción por otros grupos ha sido mucho más frecuente que la liquidación, y en el que hace décadas que se dotó a los fondos de garantía de depósitos de los poderes necesarios para realizar las viejas operaciones acordeón, la sustancia de los planteamientos de Consejo de Estabilidad y de la Unión Europea en materia de resolución no son novedad.



Resta sin embargo la cuestión de fijar criterio sobre cómo tratar las inviabilidades de entidades sin importancia sistémica. Esos planteamientos parecen presumir implícitamente que los bancos inviables que no sean TBTF o sistémicamente importantes serán liquidados, tanto más cuanto que los sistémicamente importantes sufren, y sufrirán, cargas regulatorias adicionales de las que están exentos los bancos pequeños y medianos. Pero el salvamento de estos bancos puede estar al alcance de los fondos de garantía o de otras actuaciones corporativas del sistema financiero, y presenta ventajas de continuidad para la clientela, la plantilla laboral, y los sistemas en que opera la entidad; incluso puede ser más económica que la liquidación, si hay fondo de comercio y se evitan ventas forzadas de activos. Este es un tema sobre el que tendrán que hablar la Unión Bancaria y las autoridades nacionales.

**Obligaciones especiales de los bancos muy grandes.** Sabemos que los bancos muy grandes (G-SIB) están sujetos a unos colchones de capital CET 1 entre el 1% y el 3,5 % según tamaño, entre otras medidas discriminatorias menores. Además de ello, el régimen especial de reestructuración y resolución del Consejo de Estabilidad y de la directiva RR impone a los bancos sistémicamente importantes tres obligaciones adicionales: unos planes de reestructuración permanentes para impedir el desarrollo de situaciones que aboquen a la inviabilidad; unas estructuras de grupo que faciliten su resolución ordenada, si llega el caso; y una capacidad financiera adicional, por encima del capital regulador, de la que echar mano para absorber pérdidas y mantener la solvencia.

Los **planes de reestructuración** se conciben como unos instrumentos de gobernanza, aprobados por tanto por la alta dirección de la entidad o grupo, encaminados a posibilitar la adopción de medidas para restablecer en un plazo razonable la posición financiera tras un deterioro hipotético de la misma (derivado, según el Consejo de Estabilidad, de unas pruebas internas de esfuerzo). Esos planes deben presentarse al supervisor anualmente, y también cuando haya cambios en la estructura organizativa, en la actividad, o en la situación financiera que afecten significativamente al plan. No podrán proponer el acceso a ayudas públicas, aunque sí considerar apoyos del banco central.

La autoridad supervisora debe examinarlos, y si observa deficiencias podrá pedir revisiones. Podrá incluso exigir medidas tales como la reducción del perfil de riesgo, la recapitalización interna, la revisión de estrategias y estructuras, incluyendo las estrategias de financiación, o cambios en la estructura de gobernanza. El perfil de ese examen presenta muchos solapamientos con la revisión supervisora del pilar 2 de Basilea, con la que podría confundirse si no fuera los larguísimos plazos que establece la UE para



completar el examen de los planes de reestructuración, plazos que los alejan de la gestión corriente de la entidad. En efecto, la directiva RR, pensando tal vez en las muchas autoridades supervisoras potencialmente implicadas en el examen, abre un plazo de seis meses para analizarlos y emitir observaciones, más otro de dos para responder a ellas. Es decir, las actuaciones derivadas de un plan moderadamente insatisfactorio (por ejemplo, revisar la política de provisiones, o limitar la distribución de dividendos) podrían demorarse cerca de un año. La revisión supervisora obviamente tiene que ser más expeditiva para ser eficaz

Esos planes (que también se han llamado testamentos vitales, o planes para contingencias), pueden terminar siendo instrumentos formales de escasa utilidad. En los bancos en buena situación, una situación de inviabilidad potencial se sitúa en un terreno muy hipotético. Si llega a plantearse de hecho, es probable que surja como una sorpresa de alcance y características no previstas, y contra las sorpresas es difícil planificar nada. O, más bien, la regulación prudencial ya lo ha hecho a su manera: recuérdese que los altos niveles de capital exigidos están precisamente para luchar contra lo imprevisto. En todo caso, parece inútil pedir a la gerencia unas estrategias alternativas a las que considera que le están yendo bien. La primera medida de cualquier esquema de resolución es sustituir la gerencia, entre otras cosas por considerarla incapaz de proponer alternativas útiles o creíbles. Dicho de otra forma, unos planes de reestructuración reiterados y tan ambiciosos como pretenden los *standard setters* internacionales pueden acabar siendo una formalidad vacía.

Una utilidad real de esos planes podría ser mostrar las dificultades que plantean unas **estructuras de grupo complicadas** para una eventual resolución, y hasta para la mera gestión del grupo, cuando las complicaciones no tienen más justificación que algún olvidado acontecimiento del pasado. Los *standard setters* prevén posibilidades de simplificación como resultado de los planes de reestructuración, aunque es dudoso que las gerencias de los grupos estén dispuestas a modificar sus estructuras societarias solo para facilitar las tareas de los supervisores. Al margen de ello, la otra receta supervisora práctica es una adecuada distribución de los recursos propios entre los distintos componentes del grupo; pero este principio no es nuevo, sino que está incorporado desde hace tiempo a la normativa prudencial.

En todo caso, los grupos plantean el tema de la colaboración entre las diferentes autoridades supervisoras nacionales y sectoriales implicadas, otro viejo tema para el que la receta es la formación de colegios de supervisores.



La tercera medida *ex ante* que se va a exigir a los grandes bancos TBTF es contar con una **capacidad de absorción de pérdidas extra**. Esta exigencia, todavía no cerrada en todos sus detalles, a falta de estudios de factibilidad y de análisis de impacto, debería concretarse en 2015, y cumplirse en 2019. Los planes de reestructuración pueden quedar en una formalidad vacía, y los intentos de clarificar los grupos quizás no tengan demasiado recorrido. Pero las nuevas exigencias de capacidad de absorción de pérdidas implican una profunda alteración de las condiciones de funcionamiento de las entidades bancarias que las sufran, con repercusiones notables en los mercados de capitales, y posiblemente en los flujos de financiación de la economía.

La presentación de la propuesta por el Consejo de Estabilidad<sup>2</sup> muestra la fluidez con la que aún se mueven las ideas en este asunto. El punto de partida, formulado tentativamente en 2011<sup>3</sup> fue la aspiración a sustituir el rescate externo (*bail-out*) con fondos públicos por un rescate interno (*bail-in*) con cargo primero al capital y luego a los pasivos del banco. Pero no a todos o casi todos los pasivos, como sucedería en un liquidación concursal. Hay razones prudenciales, sistémicas y prácticas para excluir a una serie de pasivos de la carga de contribuir al rescate: los depósitos garantizados, cubiertos con la garantía de los fondos de garantía de depósitos, los pasivos o derechos que gozan de prioridad de cobro según la legislación de insolvencias, los inaprensibles pasivos a la vista o a menos de siete días, los bonos con garantía de activos (bonos cubiertos), ciertos pasivos técnicos asociados a derivados o a operaciones de mediación fiduciaria, etc. La directiva RR añade a esa lista, «excepcionalmente», los demás depósitos de particulares y pymes no cubiertos por los fondos de garantía de depósitos. Según la última propuesta del Consejo de Estabilidad y la directiva RR tampoco valen, para cubrir las exigencias mínimas de pasivos «elegibles» prestos para su uso en el rescate interno, los instrumentos con una vida residual inferior al año, que podrían huir al acercarse el temporal. Ni aquellos instrumentos en los que pueda haber riesgo de que los acreedores afectados por la resolución puedan lograr compensaciones en los tribunales, por falta de conocimiento de la condición especial de subordinación del instrumento: hay que asegurar la transparencia con cláusulas contractuales o con disposiciones estatutarias.

Tras esa larga lista de exclusiones y de condiciones, la capacidad extra de absorción de pérdidas, el *bail-in*, se centra finalmente en algo muy concreto: los instrumentos con

---

<sup>2</sup> Financial Stability Board, *Adequacy of loss-absorbing capacity of global systemically important banks in resolution (Consultative Document)*, 10 de noviembre de 2014.

<sup>3</sup> Financial Stability Board, *Key attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, octubre de 2011.



más de un año de vida residual emitidos con sujeción expresa, contractual o estatutaria, a la eventualidad de una pérdida de su valor, o de su conversión forzosa a capital en condiciones preestablecidas, cuando se produzcan determinadas circunstancias asociadas a la insolvencia. Será la propia autoridad de resolución quien asuma la difícil responsabilidad de interpretar que esas circunstancias se han producido y la aún más difícil de decidir el importe de la quita (con los posibles conflictos jurídicos arriba aludidos). Las deudas subordinadas, un instrumento de capital deuda reconocido en la regulación del coeficiente de solvencia, tienen un detonante o *trigger* (la liquidación del banco) distinto en principio del de los instrumentos *bail-in*; precisarían una reformulación o un reconocimiento estatutario.

El Comité de Basilea logró con su Basilea III la depuración de todos, o casi todos, los instrumentos de capital deuda cuya realización en caso de aparecer dificultades financieras resultaba problemática. Pero el Consejo de Estabilidad Financiera, con su versión reduccionista del *bail-in* que lo convierte de hecho en un nuevo coeficiente a cubrir con instrumentos de deuda *ad hoc*, puede estar desandando ese camino si a la hora de la verdad las conversiones o quitas son contestadas jurídicamente.

El Consejo propone que la cuantía de la capacidad total de absorción de pérdidas (TLAC, por *total loss absorbing capacity*) se establezca en el rango del 16 al 20 % de los riesgos ponderados (más los colchones complementarios). No da justificaciones para esos valores tan elevados, incluso si se elige finalmente el inferior; algún regulador distinguido ha recurrido al argumento simplista de que, como en muchas resoluciones bancarias se pierde todo el capital, conviene tener preparada una cifra similar para poder reponerlo y cubrir el coeficiente de solvencia.

El cuadro legal del nuevo coeficiente se completará con la obligación de que un tercio del mismo se cubra con instrumentos de deuda, u otros pasivos sujetos al *bail-in*, distintos del capital regulatorio; el argumento que se da para esta regla («que haya suficientes recursos disponibles en la resolución») es incomprensible, pues el capital es más disponible que las deudas. Se aplicará también con un criterio prudencial conocido: los instrumentos TLAC no deberán ser adquiridos por otros grupos bancarios, para evitar efectos contagio; si lo fuesen, se restarían de los instrumentos de cobertura de del nuevo coeficiente.

Se crearía también un ratio de apalancamiento con los instrumentos TLAC incluidos en su numerador, por el doble del valor que tendrá la de Basilea III cuando se complete su adopción (que el Consejo de Estabilidad ya supone será el 3%).



El coeficiente TLAC sería una obligación pilar 1, a tratar por los supervisores con el mismo rigor que el coeficiente de solvencia, y con más rigor que los colchones de capital: los instrumentos CET 1 contarían primero en el coeficiente de solvencia y en el coeficiente TLAC, y solo lo harían en los colchones complementarios por lo que sobre una vez satisfechos aquellos. Sin embargo su propósito de reabastecer el coeficiente de solvencia en caso de necesidad, y su elevado nivel, que hace imposible una rápida reconstitución de este coeficiente, sugieren unas obligaciones de cumplimiento más flexibles que las del coeficiente de solvencia.

La directiva RR propone, con una formulación técnica diferente (lo que no facilitará la vida de los bancos multinacionales), unas exigencias que coinciden en lo esencial con las del Consejo de Estabilidad salvo en un punto. Su campo de aplicación alcanza a bancos no sistémicos, que no es necesario salvar a toda costa de la liquidación. Por tanto sus exigencias de pasivos elegibles son más flexibles. En el caso de los bancos no sistémicos podrían ser sustancialmente menores.

Es claro que las deudas elegibles para TLAC o su equivalente comunitario, sujetas a eventualidades de conversión o quita, soportarán un riesgo añadido respecto de los pasivos sénior. Serán comparativamente caras, y por tanto el conjunto de los recursos de los G-SIB o de las entidades sistémicamente importantes a las que se imponga el coeficiente, se encarecerá. Pero los comités internacionales dan la bienvenida a ese movimiento, pues viene a compensar la ventaja de su reconocido, y asumido, privilegio TBTF. Aunque no lo hará por igual para todos los bancos obligados, porque el mercado marcará diferencias en las primas de riesgo. Los *standard setters* no entran a considerar la volatilidad de esas primas y de los mercados de los instrumentos elegibles en general. La sospecha de que un banco pueda estar acercándose a situaciones comprometidas, de que la activación de los *trigger* no es ya una mera cautela legal sino una posibilidad a tener en cuenta, puede tener un efecto disruptivo y contagioso. Tampoco les importa que el hándicap que supone la nueva obligación pueda producir algún desplazamiento de fondos hacia los bancos que no han de soportar TLAC. Esa desconcentración sería bienvenida. Otra cosa es que se haya medido bien, y se pueda sostener políticamente, ese hándicap.

La propuesta es cuantitativamente muy ambiciosa. Podemos estar hablando de medio billón de euros en instrumentos elegibles nuevos solo para los bancos comunitarios. Los estudios de factibilidad del Comité de Basilea deberán aclarar si es posible la emisión de un volumen tal de bonos convertibles o de instrumentos de deuda novedosos en los próximos años, teniendo en cuenta que viene a superponerse al enorme esfuerzo de



capitalización realizado en los últimos tres años. Y, en caso de ser posible, si el sector bancario no va a absorber una parte excesiva del capital de riesgo disponible, en detrimento de otros demandantes. En otro orden de cosas, y puesto que una parte importante de los nuevos instrumentos se colocarían en inversores institucionales no bancarios (como fondos de pensiones o fondos de inversión mobiliaria), habrá que preocuparse por los otros efectos sistémicos que tendría la activación de los detonantes o *triggers* de estas deudas TLAC en una futura crisis bancaria de un megagrupo.





**PARTE III**  
**ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE LA REFORMA Y SUS**  
**CONSECUENCIAS**

*A tenor de lo expuesto, esta reforma suscita cuestiones diversas sobre su alcance, contenido y consecuencias. Valgan algunas de ellas como muestra.*





## 7. ¿SOLUCIÓN O CONFLICTO?

Paulina Beato

En los trabajos recogidos en este Papel se defiende que la estabilidad financiera debe estar en el centro de la regulación pública y que es ahí donde ha de residir su justificación y ejercicio último. Lo cierto es, sin embargo, que el objetivo de estabilidad se olvida con frecuencia, o cede ante otros imperativos del mundo real. En unos casos se sacrifica la estabilidad por la liquidez de los mercados, como cuando se permite las denominadas operaciones desnudas de ventas en corto sobre las acciones de los bancos. En otros se sacrifica la estabilidad por el crecimiento del crédito, como cuando se permite a los bancos tener un coeficiente de capital bajo e ineficaz. En fin, hay otros muchos ejemplos en que la regulación se desliza en intervenciones que nada tienen que ver con la protección de los inversores ni con la construcción de su confianza o con la estabilidad financiera, o que incluso llegan a atentar contra esta misma.

Los agentes económicos desconocen estas cesiones y creen, con razón, que la regulación financiera y su supervisión están diseñadas para prevenir los desajustes financieros y la extensión de sus impactos. Esta creencia, más o menos justificada, les lleva a relajar sus exigencias sobre el comportamiento y a ceder en su propio enjuiciamiento de las decisiones de las instituciones financieras, especialmente tras largos periodos de estabilidad que dejan de poner a prueba el aserto.

En todo ello se producen, además, unas ciertas asimetrías de conocimiento e información, entre las entidades financieras y el resto de los agentes, con perjuicios graves para estos últimos. La mala regulación corre así el peligro no solo de malograr su ejercicio, sino incluso de dislocar el funcionamiento de los mercados y agravar sus fallas. Es probable que haya algo de esto en los excesos y despropósitos de la regulación actual y que corramos el peligro de no enmendarlos con la reforma en curso.



La crisis financiera mundial y la recesión posterior revelaron a este respecto múltiples problemas de la regulación bancaria, tanto en su fundamentación como en las simplificaciones de su aplicación práctica. Sin ánimo de abundar en lo ya expuesto en otros capítulos de este trabajo, algunos de los problemas más críticos que fueron descubiertos incluyen los siguientes.

- En primer lugar, por una variedad de razones, los bancos mostraban cumplir las normas de capital Basilea y a la vez acumulaban cantidades excesivas de endeudamiento efectivo, que les hacía muy vulnerables.
- En segundo lugar, los riesgos del negocio, que se pensaba adecuadamente tratados en las normativas de capital, se materializaron en pérdidas catastróficas para muchas instituciones.
- El riesgo de liquidez surgió bruscamente durante la crisis en toda su dimensión, sin que hubiera estado debidamente contemplado en sí mismo, ni se hubiera calibrado suficientemente los efectos del contagio financiero a través de mercados escasamente profundos ni se hubiera ponderado la realidad de los compromisos dentro y fuera de los balances.
- Los cambios inesperados en las correlaciones de las diferentes fuentes y tipos de riesgos, que todo ello trajo consigo, mostraron hasta qué punto los cálculos de las pérdidas esperadas eran demasiado optimistas en relación con la capacidad efectiva de diversificación en este mundo real.
- El marco de regulación bancaria ni impidió la aparición de instituciones demasiado grandes para quebrar, ni proporcionó orientación suficiente para su resolución ordenada cuando entraron en dificultades financieras.

Como ya ha sido subrayado, la oleada de disposiciones ha sido masiva. Miles de páginas de nuevas regulaciones financieras han sido escritas desde el comienzo de la crisis, y siguen surgiendo a diario sin que el proceso parezca tener fin. En el ámbito internacional, como ya ha sido expuesto, los últimos años han traído un gran número de revisiones y adiciones a las normas de capital de Basilea, que ahora se denominan colectivamente como Basilea II.5 y Basilea III, mostrando con ello hasta dónde puede llegar la banalización de los términos en este mundo de la regulación financiera. Estas miles de páginas se multiplican a continuación en las jurisdicciones nacionales y se adoban con otras iniciativas.



Las nuevas reglas no han sustituido en general a las antiguas y, por tanto, el conjunto de las regulaciones no solo ha aumentado –particularmente las bancarias– sino que también se ha hecho difícil su lectura y comprensión. Además, la longitud de los periodos de transición y lo gradual de las entradas en vigor complican el juicio y la comparación en este cúmulo de superposiciones

No deja de haber un ensobrecimiento estúpido en la idea de que se pueda poner fin a las crisis mediante la prolijidad y el cambio permanente, al que propenden algunos organismos internacionales –cada norma modifica comportamientos y modelos de negocio, que exigen a su vez cambios adicionales de regulación, y así sucesivamente–.

Y si bien se ha avanzado bastante en el sistema de resolución de bancos en crisis, hay buenos motivos para pensar que este solo será efectivo para mitigar el problema en las primeras fases de las crisis, pero que servirá de poco si el contagio se extiende.

Por otra parte, incluso siendo verdad que se camina en la dirección correcta de más y mejor capital, también es cierto que el enfoque por riesgos y los supuestos subyacentes en la normativa de solvencia se mantiene con los mismos esquemas y modelos falsados por la crisis.

Hay pues muchas razones para cuestionar la validez del enfoque regulatorio de los últimos años y para promover un giro hacia la simplificación y robustez de las normas. Esto último sería deseable por varias razones. Primero, contribuiría a clarificar sus objetivos y a dotarlas de más eficacia. Segundo, facilitaría la actuación de los supervisores y reforzaría la eficiencia de los mercados. Tercero, evitaría confusiones innecesarias del papel de unos y otros. Cuarto, ayudaría a promover su extensión proporcionada a sectores no suficientemente regulados (como es el caso de la denominada banca en la sombra y en especial de los intermediarios crediticios no bancarios).

En definitiva, se trataría de fortalecer la eficiencia de la regulación financiera, aumentar el poder efectivo de los supervisores y facilitar el funcionamiento de los mercados –en su vigilancia y control de los riesgos– sin sublimar ni dislocar su papel.

Consideremos a este respecto dos temas: la complejidad de las normas de capital y el desarrollo espurio de alternativas de financiación no bancarias.

**Las regulaciones de capital se han vuelto demasiadas complejas y se superponen desmedidamente.** Así parece difícil que puedan ser comprensibles, efectivas y eficientes. Tres ejemplos ilustran al menos esta afirmación:



- Basilea III formula una nueva definición de capital a efectos regulatorios para facilitar la absorción de pérdidas en caso de insolvencia. Esta definición pone el énfasis sobre capital y reservas tangibles, minimiza el papel de los instrumentos híbrido y acota su aceptación. Sin embargo, en el caso de las entidades que son demasiado grandes para dejarlas quebrar, viene el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) y abre el camino a nuevas definiciones, las cuales hacen un cierto viaje al pasado y, en parte, reconducen las propias de Basilea III.
- Basilea II y III establecen métodos de cálculo de las necesidades de capital distintos y los deja en buena medida a elección de las entidades, con lo que se hace imposible la comparación de resultados y ardua su propia comprobación o validación por los supervisores
- Basilea III formula esquemas de exigencia por los supervisores escalonados y diferentes. Estos esquemas se adornan con florituras a las que ha de atender el supervisor de manera algo equivoca y con superposición de objetivos. Así, se crean, por ejemplo, dos colchones de capital adicionales sobre los coeficientes mínimos de capital. Uno de ellos es un colchón de conservación de capital, que teóricamente ayudará a modular las actuaciones supervisoras en prevención de la insolvencia. El otro es un colchón anti cíclico que teóricamente contribuiría a moderar el crecimiento periódico del crédito y añade una nueva carga sobre el supervisor. Las sumas, restas y multiplicaciones se amplían después, interminablemente, por el Consejo de Estabilidad (FSB) y en ello estamos.

Cada uno de estos mecanismos de cómputo y exigencia viene con instrucciones detalladas sobre cómo ponerlos en práctica; en otros caso se exige que las autoridades nacionales den estas instrucciones. Algunas de estas reglas no carecen de ambigüedad, por lo que los bancos toman decisiones de acuerdo con las normas que más les favorezcan, y las modulan según el momento. A la postre, la complejidad de las reglas estimula el arbitraje regulatorio y fomenta la laboriosidad de consultores y analistas.

Caben destacar otras dos implicaciones de la complejidad creciente: una es la pérdida de capacidad efectiva de supervisión, la otra es la dificultad del mercado para controlar a las instituciones financieras

El aumento de la complejidad de la regulación y la adición de varios mecanismos superpuestos hacen que las regulaciones bancarias sean más difíciles de entender y de hacer cumplir, y por lo tanto más fácil de eludir o manipular. La complejidad transfiere una



parte significativa del control del cumplimiento de la normativa a los propios bancos. Son estos los que han educar a sus inspectores sobre los detalles de sus programas de cumplimiento antes de que estos últimos puedan llevar a cabo sus funciones.

Recordemos los modelos internos –IRB– usados para determinar el capital regulatorio. Estos alientan a los bancos a crear plantillas de medición del riesgo de créditos muy complejas, cuya justificación y funcionamiento se debe explicar a los supervisores bancarios, que pueden entenderlas sólo parcialmente y han de dilapidar esfuerzos en ello. Lo mismo ocurre con los propios consejeros y directivos, o incluso con los departamentos de concesión de crédito (en un proceso nada bayesiano y que hace caso omiso de la granularidad debida). No está claro que todo ello conduzca a la mejor decisión de riesgo, pero sí es seguro que conducirán al menor consumo de capital.

Otra consecuencia de la complejidad de las normas de capital bancario es que, en lugar de facilitar la difícil disciplina del mercado, la destruye. Los inversores privados sufren de información asimétrica frente a los bancos más que los propios supervisores bancarios. Por ejemplo, el sistema de consumos de capital ponderados por riesgos es opaco a los inversores y otros usuarios no expertos. No tienen acceso a los datos en que se basan los cálculos, y tampoco conocen los modelos utilizados para realizar los cálculos de los requisitos de capital. Es casi imposible, por ejemplo, para un cliente del banco, accionista, o potencial inversor, calcular el capital requerido de un banco en virtud de las normas de Basilea II o II.5. Un objetivo deseable en una buena norma de capital es que pudiera ser entendida por los agentes de mercado, pues ello es condición necesaria para que la regulación no destruya la disciplina del mercado,

En suma, las regulaciones bancarias deberían de restituir el poder a los supervisores frente a los bancos y facilitar a los mercados información legible y comparable para que puedan ejercer un control efectivo como acreedores y accionistas. Unas regulaciones enfocadas a estos fines servirían además para que los bancos dejaran de hacer esfuerzos en reducir sus cargas de capital regulador y se concentraran en una gestión efectiva de sus riesgos.

Un cambio de paradigma regulador enfocado a estos fines tendría que descansar en tres pilares

- Un definición más estricta de capital regulador
- Una simplificación e incluso eliminación de los coeficientes de ponderación de los riesgos para determinar la cuantía del capital regulatorio
- Unos requerimientos de capital probablemente mayores



Un primer pilar para comenzar la simplificación es la definición de capital. Ello significaría, en particular, la eliminación de elementos híbridos para calcular el capital regulador. Es decir la eliminación de la deuda subordinada, la convertible, las preferentes y todas aquellos pasivos, que no son el capital que efectiva e inmediatamente absorbe las pérdidas. Una lección de la crisis es que muchos de los instrumentos que contaban como capital a efectos de cumplimiento de las regulaciones no absorbieron las pérdidas cuando fue necesario o lo hicieron de manera muy conflictiva.

La deuda subordinada es un ejemplo de tal instrumento. A pesar de que tenía la intención de absorber las pérdidas después del agotamiento de los fondos propios de un banco, a la deuda subordinada no se le permitió servir efectivamente a este propósito en muchas jurisdicciones. En lugar de ello, los reguladores nacionales inyectaron capital a sus bancos, obviando la necesidad de imponer pérdidas sobre la deuda subordinada. En otras palabras, los reguladores rescataron en estos casos a los tenedores de deuda subordinada.

En respuesta a esta experiencia, una de las principales propuestas de Basilea III es la modificación de los contratos de deuda subordinada con la esperanza de que esta deuda se pueda convertir con facilidad en capital. Sin embargo, la complejidad inherente al contrato de deuda convertible contingente hace esta pretensión de los reguladores escasamente creíble a pesar de la insistencia de las disposiciones recientes sobre resolución ordenada, y probablemente acabe por resultar discriminatoria entre países. Además, la experiencia con otros instrumentos tales como acciones preferentes también demuestra que estas sirven poco para absorber pérdidas o lo hacen turbiamente. Cuando lo hacen, generan enormes conflictos. El hecho de que hoy se coloquen fundamentalmente en instituciones de inversión colectiva no resta dimensión al conflicto ni a la deriva sistémica que ello implica en caso de crisis bancaria generalizada.

Otra fuente importante de la complejidad regulatoria son los sistemas de ponderación de riesgo. Estas ponderaciones están en el centro del cálculo del capital regulador establecido por Basilea. Sin embargo, las reglas para la ponderación de riesgos son difíciles de supervisar, no las entienden los inversores e introducen enormes distorsiones incluso en la propia asunción de riesgos por las entidades bancarias, y en su distribución espuria a través de los mercados y de instituciones alternativas a la banca.

La idea que subyace tras las fórmulas utilizadas para calcular los requerimientos adecuados de capital ponderados por riesgos es alentar a los bancos a realizar inversiones más seguras. Sin embargo, en la práctica, se han convertido en un sistema para reducir





las necesidades de capital de los bancos. De hecho, las ponderaciones bajaban tanto los ratios de capital, que los reguladores de Basilea III han tenido que proponer un coeficiente mínimo de capital sobre el activo total, sin ponderar por riesgos, que ponga suelo a aquel otro con activos ponderados.

Las ponderaciones de riesgo para el cálculo del requerimiento de capital, además de reducir de forma solapada las necesidades de capital, traen complicaciones adicionales. Primera, la clasificación de ciertos activos como seguros puede crear un riesgo sistémico grave cuando alguna clase de esos activos se haya clasificado incorrectamente como «seguro» y devienen en altamente arriesgados. Pensemos lo que ocurrió con las titulizaciones respaldadas por las denominadas hipotecas basura, que los reguladores habían clasificado como seguras y, por tanto, con unas exigencias de capital mínimas; o pensemos en las deudas públicas de países que carecen de un banco central y moneda propia. Segunda, en el sistema actual de ponderación del riesgo, la eliminación de las ponderaciones que favorecen la inversión bancaria en valores negociables aumentarían aparentemente los incentivos de los bancos para financiar los préstamos tradicionales a las empresas, sin que la negociabilidad sea un atributo determinante del riesgo específico, en un caso o en el otro. Tercera, la libertad que se ha dado a los bancos para que, a través de modelos internos, definan sus propios requerimientos de capital, hace la supervisión difícil y poco transparente y que todo se haga proclive por tanto a la ocultación.

Los bancos necesitan más capital. Así lo subraya, entre otros, el Premio Nobel de Economía, Roger B. Myerson.

La regulación de requerimientos de capital de Basilea III descansa en dos exigencias básicas: una, coeficiente de capital en función del riesgo de los activos del banco, y otra, un límite total al endeudamiento en forma de coeficiente de capital sobre el activo total sin ponderar de riesgos. La regulación establece que el porcentaje de requerimientos de capital ponderado sea del 8%, estos requerimientos serán del 10,5% en 2019, sumando escalones. La segunda regla, el límite de endeudamiento propuesto actualmente a examen por el Comité de Basilea, exige que el ratio entre recursos propios y activos sea igual o superior a 3%. Es decir, se supone que un banco podría sobrevivir a los distintos eventos de riesgo con un 3% de capital medido sobre el total de sus activos; o puesto de otro modo, se supone que, en el conjunto de los pasivos de un banco, el capital de primera calidad que sirve para absorber riesgos no necesitaría ser superior a dicha cifra. No obstante, aun con cifra tan exigua, la banca europea ha conseguido además renegociar que en el cálculo del 3% se descuenten las operaciones de cobertura. Nadie que conozca la gestación y desarrollo de la crisis de 2007, diría que estas operaciones están exentas de riesgos.



Los requerimientos de la regulación de Basilea III están sin duda lejos de lo que un mercado libre –sin banca central ni supervisores– exigía en la banca a finales del siglo XIX y principios del siglo XX y de lo que ocurre en cualquier empresa no financiera -que carece del soporte de ambos- en el siglo XXI. Entonces, los bancos tenían típicamente un volumen de fondos propios equivalente al 25 por ciento de sus activos totales. También la mayoría de las empresas industriales tienen unos ratios de capital superiores al 30 %. Cabe resaltar el paso dado por los dos grandes bancos suizos, que van a disponer de 19% de capital sobre los activos ponderados por riesgos como resultado de las disposiciones prudenciales dictadas al respecto en dicho país.

Pareciera que la regulación bancaria sobre el capital de los bancos reduce, en lugar de aumentar, los requerimientos de los mercados. Este resultado no será extraño cuando se tome en consideración un régimen administrativo de resolución ordenada, el cual reduce notablemente las fricciones e incertidumbres de un sistema concursal ordinario, facilitando así la acción colectiva –o sustituyéndola ventajosamente– con la reducción subsiguiente de costes para los obligacionistas y acreedores y, en suma, de sus exigencias de capital como colchón de absorción de pérdidas. Y será menos extraño aún en la medida que haya una supervisión eficaz, alineada pronta y preventivamente con ese sistema de resolución ordenada, que cuente con el calibrado preciso de las exigencias de capital correspondientes a sus actuaciones correctoras.

Este régimen sería, o será, muy distinto de la resultante de unos subsidios implícitos que las entidades reciban por la creencia, más o menos probada por los mercados, de que los bancos regulados continuarán pagando sus deudas aunque pierdan todo su capital y disminuya el valor de sus activos.

El primero puede ser socialmente eficiente, y el segundo no lo es, como rotundamente han probado la sucesión de crisis bancarias de los últimos cincuenta años y muy especialmente esta postrera. En este sentido puede haber una confusión grande en relación con las exigencias de capital en uno u otro régimen, con efectos sociales claramente distintos cuando se computan las externalidades de uno u otro.

La cuestión, pues, es promover un cambio radical de enfoque de la regulación bancaria que exija más y mejor capital a los bancos y abandone paulatinamente las regulaciones intervencionistas ocultas bajo las ponderaciones espuriamente referidas a riesgos. Estas serían superfluas e ineficientes con un buen colchón de capital convenientemente calibrado y un régimen de resolución ordenada, apropiadamente alineados con la supervisión prudencial –incisiva– correspondiente.



Caminar en la dirección de requerir más capital bancario exigiría, sin duda, revisar las normas fiscales que desincentivan el empleo de financiación propia, al hacerla mucho más cara que la financiación ajena. Resulta paradójico e incomprensible que se apliquen regulaciones para limitar la deuda de los bancos y, a la vez, se les dé un trato fiscal más favorable que al capital.

Una regulación basada en los tres pilares mencionados, unidos a un régimen riguroso de resolución ordenada, devolvería el poder a los supervisores y permitiría que, a su vez, los mercados controlaran siquiera un poco a los bancos. La interacción entre una regulación simple, pero potente, y unos mercados con información más robusta, conforman una combinación adecuada en la lucha contra la inestabilidad del sistema financiero global, con el coadyuvante necesario e indispensable de una supervisión eficaz.

**Los denominados bancos en la sombra generan riesgo sistémico y requieren una regulación proporcionada.** Tan pronto como se acentúan las exigencias sobre los bancos, o estas exigencias se alteran mediante ponderaciones artificiosas de los activos según los hipotéticos riesgos, o en fin, esto se hace sin la granularidad debida, ello acaba por distorsionar las estructuras del sistema financiero y sus propios flujos. Estos desplazamientos artificiosos de riesgos de unas instituciones a otras, producidos por la falta de neutralidad de las regulaciones, no resultan inocuos para la estabilidad del sistema.

La crisis financiera mundial puso de manifiesto que la falta de una regulación adecuada para la denominada *banca en la sombra*, o para otras instituciones paralelas, puede poner en riesgo la estabilidad financiera. En las economías avanzadas, algunas entidades con funciones crediticias o bancarias relativamente encubiertas, como son los fondos de inversión monetarios americanos y algunos vehículos con propósito especial –titulización, aparcamiento financiero u cualquier otro motivo de elusión de normas prudenciales– llegaron a cobijar en sus balances una cantidad enorme de activos ilíquidos y se endeudaron fuertemente con compromisos a corto plazo, de modo que se hicieron muy vulnerables a las retiradas de fondos de los inversores. Esto dio lugar a ventas forzadas de activos en los momentos de tensión, con las caídas consiguientes de los precios, que habrían de intensificar y extender la crisis.

Pues bien, ocho años después, esta carencia de regulación adecuada sigue vigente a pesar de la importancia recobrada de estas instituciones. Según el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB):

- Su actividad –medida en sentido amplio– representa una cuarta parte del total de la intermediación financiera en todo el mundo.



- Los Estados Unidos, la zona euro y el Reino Unido tienen los sistemas financieros con mayor número de entidades no reguladas de esta naturaleza.
- En el Reino Unido, los activos de estos llamados bancos en la sombra son, como porcentaje del PIB, más del doble que en cualquier otra área.
- En Estados Unidos los activos de estas entidades son superiores a los correspondientes del sistema bancario convencional.
- Los activos de estas entidades están creciendo rápidamente en las economías de mercados emergentes.

La última edición del informe sobre la estabilidad financiera mundial elaborado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en octubre de 2014 analiza también la expansión de estas instituciones financieras alternativas a la banca durante los últimos años. Según el informe, las entidades financieras paralelas o alternativas a la banca mueven entre 15 billones y 25 billones de dólares en Estados Unidos, entre 13,5 billones y 22,5 billones en la zona del euro, y entre 2,5 billones y 6 billones de dólares en Japón, y alrededor de 7 billones en los mercados emergentes, donde está creciendo más rápido que el sistema bancario tradicional.

No es de extrañar el enorme crecimiento de las actividades de estas instituciones, pues como señala el informe del FMI, la *banca en la sombra* y otras instituciones asimiladas crecen más cuando más estrictas y complejas son las regulaciones bancarias. El informe del FMI señala también que la actividad de estas instituciones paralelas o alternativas está empujada por las tasas bajas de interés real, los diferenciales reducidos de los rendimientos de los activos de mayor riesgo y, en fin, por el crecimiento de la demanda de «activos seguros». Todos estos factores siguen empujando el crecimiento de este conjunto de instituciones con escaso freno regulatorio y acaban por forzar la negociación de activos escasamente líquidos en los mercados de valores y alientan espuriamente su inclusión en las carteras de instituciones de inversión colectiva que liquidan su valoración diariamente (sin cortafuego alguno que limite su disposición en casos de extrema tensión).

Las propuestas del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) exigen una mayor regulación y una supervisión más estricta de estos *bancos en la sombra* y de las conexiones que entran a través de los distintos mercados. Pero todavía se ha hecho poco. A veces se argumenta como una disculpa para estas carencias la dificultad de una regulación eficaz para esta diversidad de instituciones y los beneficios que estas ofrecen al sistema financiero global y al crecimiento económico. En efecto, estos denominados bancos en la sombra, que agrupan un conjunto muy diverso y difuso de instituciones financieras, complemen-



tan al sistema bancario tradicional mediante la ampliación del acceso al crédito a determinados segmentos poco bancarizados, el apoyo a la liquidez de los mercados, la transformación de vencimientos o la distribución de riesgos. Por ejemplo, la titulización moviliza activos ilíquidos, y las técnicas de financiación estructurada permiten adaptar mejor el binomio riesgo y rendimiento a las necesidades de los inversores finales.

El reconocimiento de la diversidad de estos vagamente denominados *bancos en la sombra* y de los beneficios que promueven no significa, sin embargo, que no deban ser regulados y supervisados, pues sus impactos beneficiosos sobre el crecimiento y el bienestar se pueden anular de inmediato con los efectos negativos de una crisis económica global.

Los responsables políticos deben encontrar, por tanto, un equilibrio adecuado entre contener las vulnerabilidades sistémicas y la preservación de los beneficios de este conjunto de instituciones financieras paralelas o alternativas a los bancos. Pero deben ir un poco más aprisa. Si no es así, quizás algunos de sus segmentos se hagan inmanejables. Los ejemplos siguientes subrayan el escaso avance de la regulación en este terreno y ello a pesar de que la banca sombra es uno de las áreas prioritarias de atención del Consejo de Estabilidad Financiera.

En primer lugar, la regulación de Basilea sobre las vinculaciones de los *bancos en la sombra* con las entidades bancarias no está finalizada todavía. El Consejo de Basilea de Supervisores Bancarios tenía que finalizar un marco de acuerdo a finales de 2013. El Consejo espera revisar el tratamiento de capital de las líneas de respaldo a los fondos de inversión y titulización y concluirá la orientación sobre el perímetro de consolidación a efectos de regulación prudencial en 2014. Con todo, es preciso reconocer que se ha avanzado en este terreno en cuanto a su conceptualización y adecuada consolidación contable.

En segundo lugar, tampoco existen todavía normas sobre los márgenes mínimos de garantía que se han de aplicar a las transacciones de valores financiadas con crédito. El FSB parece que ha completado una propuesta de directrices en 2014, pero todavía no ha sido aplicada.

En tercer lugar, no existen todavía protocolos para los intercambios de información sobre las entidades y actividades relacionadas con este magma espeso de entidades denominadas bancos en la sombra. El acuerdo es que el FSB desarrolle un procedimiento detallado para el intercambio de información y el Consejo estaría en posición de iniciar un proceso de revisión de la aplicación nacional del marco para el año 2015.



Lo preocupante no es con todo el retraso en estos casos más identificados desde el inicio de la crisis, sino el hecho de que la semilla siga ahí. Así, mientras que el enfoque regulador de los bancos sea el criticado en el capítulo inmediatamente anterior –por estar basado en artificios complejos y superpuestos– la respuesta de los reguladores seguirá siendo la de parchear sucesivamente. Ello resulta especialmente peligroso en un periodo de tipos de interés reales muy bajos al que habrá de seguir una normalización más o menos inmediata de la actuación de los bancos centrales.

La cuestión lo es tanto más cuando este maremágnum incluye a entidades con problemáticas prudenciales tan diversas como son: los intermediarios de crédito no bancarios; los vehículos con propósito especial, que han de consolidar contablemente con sus grupos bancarios o requerir el tratamiento de operaciones vinculadas y los consumos de capital correspondientes; y, en fin, algunos fondos de inversión que trastornan su función ofreciendo redenciones a la par o que invierten en mercados muy ilíquidos manteniendo una ventana abierta de liquidación diaria.

Todos estos problemas son conocidos en sus características y admiten un pronto tratamiento, como lo admite una regulación más sólida de los negocios de seguros en sus variadas vertientes financieras. Diferente sin embargo es el caso residual de la liquidez general de los mercados, que ha de resolverse por la consideración más amplia de los bancos centrales como garantes últimos de esta. No cabe duda de que una regulación adecuada y proporcionada de todos aquellos facilitaría mejor la actuación de estos últimos.

**Una reflexión final.** En este capítulo se ha tratado de mostrar que, por los muchos indicios disponibles, la regulación financiera que actualmente se proyecta sobre el mundo real no parece la mejor solución a los problemas latentes de estabilidad financiera; especialmente porque, como hemos subrayado, genera graves conflictos en las instituciones encargadas de velar por dicha estabilidad: los supervisores y los propios mercados, restándoles eficiencia.

Es cierto, sin duda, que no cabe encontrar en el mundo real un equilibrio perfecto entre fines y medios. Sin embargo, también es cierto que, por debajo de ese óptimo, es posible y deseable hallar un equilibrio más racional que el que ahora se nos ofrece por los grandes organismos nacionales e internacionales, haciéndolo mediante una regulación más sencilla y completa y menos complicada y pretenciosa.



## 8. CONCENTRACIÓN, COMPETENCIA Y ESTABILIDAD

Joaquín Maudos

La crisis financiera se está saldando con una mayor concentración del sistema bancario. Primero como consecuencia de la reestructuración de entidades en apuros, y ahora, en una segunda oleada, como exigencia de una mayor racionalización derivada de los costes de regulación y de la búsqueda subsiguiente de más eficiencia operativa. Ello suscita preocupaciones e interrogantes varios.

El primero de ellos, formulado desde la perspectiva estricta de la estabilidad financiera, se refiere a en qué medida no estamos creando un cierto círculo vicioso con esta mayor concentración. Ello ocurre si ampliamos el número de entidades demasiado grandes para quebrar y demasiado grandes para salvar. Lo cual acaba pesando en exceso sobre los sistemas de resolución nacionales y obliga a más regulación. Esto impulsa, a su vez, el arbitraje entre regulaciones de distintos calibres y reinicia un proceso que podría conducir de nuevo a la complacencia, la desregulación y a nuevas crisis. Encontrar el equilibrio adecuado se convierte en un auténtico reto para los reguladores.

El segundo se refiere a los eventuales conflictos entre dos grandes objetivos de política: competencia y estabilidad financiera. Estos conflictos son en ocasiones falsos, y en otras es posible remediarlos, si bien las soluciones no dejan de ser complejas ni estar exentas de riesgos.

En los albores de la crisis financiera existía al respecto una cierta preocupación sobre el efecto que un exceso de rivalidad competitiva podía tener en la inestabilidad del sistema crediticio. Sin embargo, ni el razonamiento teórico ni la evidencia empírica han resultado concluyentes. Así, si bien un grado excesivo de competencia reduce los márgenes y el valor de los bancos, y en consecuencia, les incita a asumir más riesgos ele-



vando con ello las probabilidades de quiebras, también es cierto que un nivel reducido de competencia desincentiva la gestión eficiente y debilita a la larga la presencia de entidades en el mercado. En este sentido, todo parece indicar que un nivel intermedio de competencia favorece la estabilidad financiera más de cuanto lo hacen cualquiera de las soluciones extremas; consejo práctico que habla sin tapujos de lo escasamente concluyente del análisis teórico cuando se consideran dos objetivos de política en eventual conflicto.

Con todo, conviene subrayar que la concentración del mercado no es un buen indicador de competencia. De hecho, estudios recientes demuestran que es muy reducida la correlación entre los índices de concentración del mercado y otras medidas de competencia, e incluso los hay que dan resultados contradictorios. Esto es tanto más cierto cuando nos referimos al sistema bancario, en la medida en que, por una parte, las rivalidades competitivas se pueden ampliar con el desarrollo de los mercados de valores y, por otra parte, en cuanto que la accesibilidad al mercado de otros competidores se puede elevar borrando fronteras geográficas –caso de la Unión Bancaria europea– o con la aparición de especialistas con escasas barreras de entrada, sean estos especialistas bancarios, o no bancarios que, aún adecuadamente regulados, acaban por ejercer una competencia eficaz.

Dicho ello, los conflictos entre competencia y estabilidad acaban por dirimirse en distintas frecuencias temporales. La primera, en cuanto que objetivo de política, alcanza toda su virtualidad en horizontes más dilatados -medio y largo plazo- y la segunda lo hace en la inmediatez de las crisis, buscando una solución pronta para evitar efectos devastadores en las generaciones que las sufren en su presente.

En periodos de crisis, las políticas de competencia se doblegan, por tanto, ante la necesidad de resolverlas minimizando la utilización de fondos públicos, lo cual exige reestructurar el sector fomentando fusiones y absorciones que proporcionan mayor seguridad aunque devengan en mayor concentración. Son, por tanto, episodios en los que inevitablemente se reduce el número de competidores.

Al final, especialmente tras las crisis, las soluciones a esos eventuales conflictos de políticas resultan ciertamente alambicadas. Por lo pronto, acaban en mayor regulación: para evitar que se reproduzcan las crisis, para abordar la problemática del «demasiado grande para quebrar», para evitar el desarrollo espurio de entidades al socaire de la regulación, para fomentar fuentes alternativas de financiación que resulten sostenibles, y así, hasta que llegue «una nueva normalidad» y se inicie un ciclo de complacencia.





Sea como fuere, en lugares como la Unión Europea, y España dentro de ella, nace hoy la oportunidad o el estímulo para un mayor despliegue de los mercados de valores y de los intermediarios no bancarios, cuyo éxito duradero y contribución al bienestar dependerá, sin embargo, del desarrollo de instituciones e infraestructuras sólidas y eficientes en los primeros, y de regulaciones apropiadas en los segundos, que los haga sanamente competitivos. Es aquí donde probablemente se sitúa hoy la cuestión de la búsqueda de un cierto equilibrio entre competencia y estabilidad.

En el terreno de las políticas de competencia merece un comentario la definición del ámbito geográfico de mercado relevante en la nueva Unión Bancaria. Como ya se ha señalado, en este entorno que emerge, conforme se recupere el terreno perdido en materia de integración y se avance hacia un mercado único financiero europeo, es de esperar que se genere mayor competencia. Este mercado único transnacional, donde habrá más rivalidad competitiva, será el relevante para los grandes bancos con negocios transfronterizos. Sin embargo, no está claro que lo sea para los bancos de menor tamaño, para los que el mercado relevante seguirá siendo nacional o incluso regional.

La cuestión del ámbito geográfico relevante para valorar la concurrencia bancaria tiene su aquél cuando las autoridades de competencia lo han de tener en cuenta a la hora de elaborar los dictámenes que acompañan los procesos de fusión, y no es de extrañar que las decisiones que lo acompañan sean cuando menos discutibles en un entorno tan cambiante. Así, resulta cuanto menos llamativo que se aprueben procesos de fusión en casos en los que se ostenta una cuota de mercado claramente excesiva, o en que el aumento de la concentración del mercado regional supera determinados umbrales críticos<sup>4</sup>, justificando el dictamen favorable por el hecho de que existen otros operadores de tamaño significativo en el mismo mercado regional. Valga ello como un ejemplo de lo lável de algunos conceptos y de la discrecionalidad de su aplicación reguladora.

---

<sup>4</sup> En el caso de EE.UU. se aplica la llamada regla de los 1800/200, por la cual, se exige un análisis más riguroso e información adicional de una fusión si el índice de concentración de Herfindahl aumenta por encima de 1800 o crece más de 200 puntos. Desde 2010, el mercado se considera concentrado si está entre 1500 y 2500 y muy concentrado si se eleva por encima de 2500.





## 9. DESARROLLO FINANCIERO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

Joaquín Maudos

Surge por otro lado la inquietud de que la reparación del sistema financiero y las mayores exigencias de capital puedan restringir el crédito y amenazar el crecimiento. Sin embargo, quienes la manifiestan pueden estar olvidando la experiencia de estos últimos lustros y equivocarse al usar conceptos, dejando a salvo lo que se expone en el capítulo siguiente respecto a los efectos de las oscilaciones e incertidumbres creadas por los cambios de regulación y sus excesos.

En los últimos lustros el crecimiento había descansado en el endeudamiento hasta la hipertrofia. Ello no solo ha devenido en una asignación ineficiente de recursos y en la erosión del crecimiento económico potencial, sino que ha acabado en desarreglo completo del sistema financiero y en una inestabilidad de este capaz de consumir sus eventuales contribuciones al bienestar general. La reparación es pues necesaria para restablecer el buen funcionamiento del sistema y de la economía misma. Sin ello no hay crecimiento posible sobre pautas duraderas. Así, cuanto más pronta y cierta sea la reparación del sistema más inmediata podrá ser la recuperación económica.

La recuperación se hace hoy ciertamente necesaria para la propia solidez del sistema financiero, pero esta problemática se sitúa ampliamente en otros ámbitos de la política económica –fiscal, monetaria e incluso macroprudencial. En este sentido, la regulación financiera no puede ser una simple herramienta de coyuntura, sino que fundamentalmente debe de serlo de la estabilidad como marco de decisiones y base robusta de un crecimiento económico sostenido. Con este propósito es fundamental su adecuada justificación y calibrado.

Como se subrayó en capítulos precedentes, la regulación de los sistemas financieros debe estar al servicio del bienestar general. Este depende sin duda del crecimiento eco-



nómico acumulativo, y con ello también de su dispersión y varianza. A este respecto, a tenor de lo expuesto en los párrafos anteriores, no conviene confundir el desarrollo financiero de una economía con su grado de endeudamiento. No existe una relación lineal entre crédito y crecimiento económico, o entre innovación financiera y este último. Es más, puede existir un umbral a partir del cual el beneficio marginal del desarrollo financiero, y del propio crédito, es decreciente e incluso negativo. En este sentido apunta la tesis del «too much finance» que explica recientemente que los beneficios del desarrollo financiero pueden llegar a desvanecerse.

Hay con todo un extenso cuerpo de análisis sobre el llamado *nexo entre crecimiento y finanzas*. La evidencia parece concluyente al demostrar que el desarrollo financiero es una fuente importante del crecimiento económico en la medida que promueva sanamente una asignación más eficiente de recursos y fomente la competencia necesaria en la provisión de fondos en beneficio de ahorradores e inversores.

En las aproximaciones empíricas ha sido hasta ahora práctica habitual identificar el desarrollo de las finanzas con el tamaño de los sistemas financieros; sin embargo, esta aproximación no está exenta de limitaciones, como se ha demostrado en la reciente crisis. El aumento del tamaño de los sistemas financieros, sin una adecuada regulación y supervisión, es fuente de burbujas especulativas que actúan como auténticos tsunamis cuando explotan. Lo que realmente es importante para el crecimiento económico y el bienestar general no es pues tanto el tamaño de los sistemas financieros, sino la eficiencia o calidad de la intermediación financiera y su solidez.

La crisis también nos ha enseñado que algunos países tienen sistemas financieros demasiado grandes (y a veces bancos demasiados grandes) en comparación con el tamaño de la economía real a la que deber servir. Por tanto, como ya ha sido apuntado, puede existir un umbral a partir del cual ese tamaño es perjudicial, sobre todo por la inestabilidad que puede aparejar y por su dimensión sistémica. Ello obliga, especialmente en estos casos, a unas exigencias mayores y más rigurosas de capital en tanto en cuanto las quiebras de los bancos resulten insoportables para los contribuyentes y alienten un vínculo perverso entre los riesgos bancarios y los riesgos de impago de los gobiernos. Solución distinta, pero aparejada con la anterior, es la renuncia a la regulación y supervisión financiera en favor de un área más amplia, como ocurre con la Unión Bancaria Europea. Capaz, por ello, de beneficiar el crecimiento y la estabilidad en los países más pequeños y con haciendas más débiles.

Un aspecto importante a tener en cuenta en esta discusión relativa al efecto del desarrollo financiero sobre el crecimiento económico, es la composición y el peso relativo



de las distintas vías por las que se financia una economía. Por tanto, ante un mismo aumento de la profundidad o tamaño de un sistema financiero, las consecuencias sobre el crecimiento y la estabilidad pueden ser bien distintas en función de su composición. Asimismo, en el caso concreto de la financiación bancaria, el destino del crédito y su calidad es fundamental, ya que un aumento del dirigido a actividades menos productivas -como las inmobiliarias- en detrimento de otro tipo de actividades más productivas, pueden acabar pasando factura sobre el crecimiento, además de los costes asociados a la pérdida de valor del patrimonio neto y la riqueza de un país cuando las burbujas explotan.

La evidencia también muestra que el impacto de la profundidad financiera sobre el crecimiento económico varía entre países y tipos de economía y que la heterogeneidad en el impacto depende más del tamaño del sector bancario que de la actividad de los mercados de capitales. Además, las diferencias regulatorias y supervisoras tienen mucho que decir a la hora de explicar las diferencias entre países.

Conviene subrayar, por otra parte, cuan contraproducente puede ser el uso de las regulaciones de capital como instrumento de distribución del crédito, más allá de su estricta finalidad prudencial. A veces, la complejidad de estas regulaciones puede esconder propósitos que exceden el campo de la vigilancia en la sana gestión del riesgo de las entidades bancarias, con efectos raramente positivos.

Estabilidad financiera y crecimiento económico no son intercambiables a la larga, y escasamente lo parecen en el corto plazo, en especial cuando hay pérdidas de confianza y la incertidumbre se adueña de las decisiones.





## 10. REGULACIÓN DE SOLVENCIA Y RENTABILIDAD BANCARIA

Santiago Carbó

En los capítulos anteriores se han desarrollado algunos de los aspectos más comunes de un sistema financiero en transformación en un entorno de crisis o post-crisis, como son la reestructuración, la competencia o la vuelta del crédito. A nadie se le escapa, como hecho y realidad empírica común de estos entornos, que el aumento de la presión regulatoria es un fenómeno extendido y sin duda necesario. Sin embargo, resulta muy complicado afinar sobre qué grado y tipo de regulación son los adecuados para responder a los fallos de funcionamiento que condujeron a una crisis financiera como la vivida en estos años.

El riesgo es la sal y el azúcar del sistema financiero y buscar el punto para la receta regulatoria no es sencillo. Resulta habitual que se produzcan grandes oscilaciones en la balanza regulatoria y, sin embargo, es mucho más complicado llegar a equilibrios que permitan que el sector financiero pueda desarrollar su contribución a la economía real sin excesivas restricciones y de una manera sostenida. Un ejemplo en este punto, sería la culpabilidad en buena parte de los males de la crisis, que suele atribuirse en Estados Unidos a la ley Gramm-Leach-Bliley por permitir a los bancos traspasar las fronteras de la especialización excesiva que imponía su precursora, la ley Glass-Steagal. Como respuesta, la actual ley Dodd-Frank arroja sobre las entidades financieras una variedad amplísima de requisitos informativos y de cargas regulatorias para la actividad minorista y, sin embargo, mantiene la libertad excesiva que se da en la operativa con derivados. Precisamente, un negocio donde se pueden identificar en mucha mayor medida los males que derivaron en terribles episodios de inestabilidad financiera.

El comportamiento pendular de la regulación es también algo paradójico. Incluso, contradictorio. Así, por ejemplo, las sonadas cumbres del G-20 entre 2008 y 2010 señalaban al



paradigma de «demasiado grandes para caer» como culpable de la inevitabilidad de los rescates bancarios. Sin embargo, como se ha señalado en las secciones anteriores, se está tratando de pasar la página de la crisis con entidades financieras aún más grandes y con la ilusión regulatoria de que el riesgo sistémico es tan sólo una cuestión de dimensión bancaria y puede controlarse con una mayor vigilancia de las entidades «sistémicas».

Por encima de todas las regulaciones específicas, la de solvencia es probablemente la más destacada. Cuando la crisis estalló, la industria financiera sostenía un enconado debate con los reguladores en torno a la culminación de la normativa de solvencia del llamado acuerdo de Basilea II. Aspectos como la prociclicidad del crédito y de los requerimientos de capital o los ámbitos de aplicación de los nuevos requisitos eran ampliamente discutidos. Pero con la emergencia y dimensión de la crisis Basilea II se quedó en un breve intento al que pronto dio paso Basilea III.

Una de las cuestiones que surge de forma habitual en pleno proceso de implementación de Basilea III -hasta 2019- es su impacto sobre la recuperación económica y, en particular, sobre el crédito. Distintos estudios de impacto ofrecen resultados dispares (en magnitud) sobre el efecto de esta nueva normativa en el crédito pero sí existe un consenso en afirmar que sería negativo. Las fuentes oficiales señalan que la reducción del crédito sería sólo a corto plazo y un «mal menor» en la transición hacia un sector bancario más seguro. Sin embargo, es en este punto precisamente donde se entremezclan diferentes ingredientes que están conduciendo a la industria bancaria a una transformación sin precedentes, a un nuevo paradigma:

- La regulación de Basilea III se diseña bajo el supuesto de que el sector bancario post-crisis podría repetir los errores del pre-crisis.
- Sin embargo, ya antes de la crisis el sector estaba en transformación, con rentabilidades a la baja y una estructura sobredimensionada en muchos países, tan sólo disimulada por las entidades que diversificaron internacionalmente hacia países de rápido crecimiento o por sistemas financieros cuya rentabilidad cabalgó aupada en burbujas de activos y excesos de apalancamiento.
- Basilea III, por lo tanto, se puede aplicar sobre una industria que está mucho más en transformación de lo que parece.
- Europa se convierte en un caso especialmente preocupante porque buena parte de los estados miembros del Euro cuentan con sistemas bancarios recapitalizados pero no





reestructurados, y la oferta sigue excediendo preocupantemente a la demanda. En un contexto de presión regulatoria es, de hecho, complicado, poder impulsar el crédito y el papel tradicional de las entidades financieras en la economía si la estructura es disfuncional.

- Además, como se analizará a continuación, las «crisis de rentabilidad» de las entidades financieras las hace encaminarse ineludiblemente hacia un nuevo modelo de negocio, con costes marginales mucho más reducidos y con estructuras comerciales que hasta ahora no se han considerado con la suficiente y necesaria seriedad.

Así, puede ser peligroso considerar que la regulación es la que va a cambiar el paradigma bancario cuando, en realidad, hay un cambio de paradigma ya en marcha que surge de una crisis de rentabilidad más allá de la crisis financiera. Los intermediarios financieros son «especiales» en la medida en que su actividad pueda tener beneficios actuales y potenciales significativos sobre la economía. Si la legislación prima evitar el riesgo e inhibe en demasía el nexo finanzas-crecimiento, la propia economía se vería seriamente condicionada.

Por otra parte, aun sin completar la arquitectura de la nueva regulación, con muchos elementos superpuestos y sin depurar de oleadas anteriores, los reguladores amenazan con nuevos cambios de enfoque, en lo que parece una «revolución permanente» con resultados tan inciertos para la estabilidad como estérilmente costosos.

En definitiva, se está configurando un entorno de negocio en el que no está claro que exista un espacio adecuado para que las entidades financieras desarrollen sus funciones y se produzcan los efectos multiplicativos del crédito sobre la inversión. De hecho, la rentabilidad de los bancos está cayendo desde niveles probablemente demasiado elevados en los años anteriores a la crisis, hasta otros que sitúan al rentabilidad sobre el capital en umbrales del 6-8%, más típicos de «utilities» y otras empresas similares, que de instituciones que deben diversificar riesgo y apoyar proyectos empresariales.

Ello conduce a dos cuestiones: **¿Es la rentabilidad la mejor referencia de la funcionalidad del sistema financiero?** **¿Existe una salida a la crisis de rentabilidad de los intermediarios financieros?**

Una primera respuesta sería que tal vez la rentabilidad, *per se*, está dejando de ser la referencia adecuada. Sin embargo, por tentador que pueda ser tratar de buscar otras medidas de rendimiento y funcionalidad, un sistema en el que ha aumentado la presión de la disciplina de mercado, necesita un referente en la rentabilidad.



En todo caso, el problema último de la funcionalidad de la rentabilidad es también un problema de *reporting* y de contabilidad. Si hay un concepto sujeto a discrecionalidad en la industria bancaria es, precisamente, la rentabilidad. Mediante cambios en las provisiones o anticipación y retraso de partidas de ingreso y gasto las entidades financieras pueden –en algunos casos como parte de una estrategia razonada– realizar prácticas como alisamiento de beneficios o anticipación de resultados. Lo que probablemente está sucediendo es que la rentabilidad reportada necesita ser complementada con otros elementos de análisis que expliquen la viabilidad y prosperidad a largo plazo de cada intermediario. Un ejemplo de la relativa validez informativa de la rentabilidad es que gran parte de los analistas habían considerado que las entidades financieras españolas iban a la zaga de sus competidoras europeas en materia de solvencia y eso iba a limitar su rentabilidad en los próximos años. Sin embargo, tras las pruebas de esfuerzo y análisis de calidad de los activos desarrollados por el Banco Central Europeo en noviembre de 2014, se ha evidenciado que la solvencia «estresada» de los bancos españoles es más parecida a la reportada que en otros sistemas financieros europeos. Esto implica que la distancia de rentabilidad entre unos y otros se reduce de forma significativa cuando se considera la resistencia y solidez del balance con criterios más sofisticados. Por todo ello, la regulación se está convirtiendo, también, en un importante generador de información financiera para relativizar la relevancia de la rentabilidad reportada.

Como se señalaba anteriormente, es posible que parte de los cambios que se están viviendo en los servicios financieros simplemente hayan sido acelerados por la crisis. La inestabilidad ha dejado al descubierto las vulnerabilidades y, unido a la presión regulatoria, los intermediarios parecen buscar algo más práctico que un paradigma, algo tan simple como nuevas fuentes generadoras de ingresos en un panorama de exceso de oferta. Los bancos no son entes ajenos al cambio tecnológico y empresarial que se vive en todo el mundo y que precisa de nuevas formas de gestión, de generación de ingresos y de gestión de los costes. Este cambio requiere una nueva forma de interacción con los clientes, como parte de paradigma en el que la venta de servicios se establece como un sistema de colaboración entre oferente y demandante. De hecho, un primer paso adelante es que algunos bancos ya han demostrado que el aumento del tamaño medio de las instituciones no es sólo una respuesta al exceso de oferta, ni una forma de seguir explotando los supuestos beneficios del «demasiado grande para caer» sino una forma de transformar el negocio con nuevas capacidades que, entre otras cosas, deben incluir una nueva consideración de los costes y de su gestión, compatible con los cambios tecnológicos.



## 11. EL RECONOCIMIENTO SOCIAL DE LA SUPERVISIÓN BANCARIA

José Gómez de Miguel

**La crisis financiera de 2008 ha vuelto a poner en cuestión el papel de los bancos en la sociedad.** Esto, que ocurre en la generalidad de los países, adquiere una dimensión específica en España.

Los mismos contribuyentes que han visto como su país se endeudaba para salvar a las entidades bancarias en crisis y, en general, al propio sistema financiero, se encuentran ahora con que, aparentemente al menos, su contribución no aporta a la sociedad los beneficios que, por ejemplo, en forma de crédito a la recuperación de la economía, o de soporte a las familias también afectadas por la crisis, serían de esperar.

De hecho, una parte importante de la sociedad no percibe a la comunidad bancaria como un elemento que cumple una función en beneficio del interés general además de en el suyo propio. Las actuaciones judiciales y administrativas que persiguen eventuales abusos en la operativa con los mercados y en las relaciones con los clientes han aportado pruebas adicionales de prácticas impropias de una industria íntegra y respetuosa con la diligencia predicable de un buen gestor.

Tal vez sea por eso, y por la tardanza con que se penaliza a los responsables de las entidades mal gestionadas, o incluso por la propia impunidad de la mala gestión, por lo que a la ciudadanía le cuesta entender que se haya apoyado el salvamento de unas entidades mal gestionadas, y en muchos casos llegue a pensar que no se ha salvado a los bancos, o al buen funcionamiento del sistema de pagos, sino a unos banqueros a los que considera básicamente conectados al poder.



**Al mismo tiempo, buena parte de la sociedad piensa que la labor de las autoridades ha sido cuando menos muy mejorable;** y no sólo en lo que a la gestión de la propia crisis se refiere, sino también, y muy especialmente, en la lectura y tratamiento de los elementos que coadyuvaron a su gestación, sean estos una burbuja inmobiliaria, la distribución inapropiada de los riesgos fruto del modelo «originar para distribuir», la complejidad de los operadores financieros o los incentivos perversos de sus gestores.

En relación con las propias causas de la crisis, las autoridades han sido acusadas de contar con una regulación que no ha sabido prevenir y dar cobertura apropiada a los riesgos financieros que se estaban gestando en el sistema. También se considera que han sido incapaces de supervisar adecuadamente a unas entidades que, en muchos casos, se estaban adentrando en nuevos riesgos sin la preparación profesional adecuada, o que estaban exacerbando los tradicionales sin cobertura suficiente para las pérdidas previsibles, fueran esperadas o inesperadas.

Se puede pensar que, sea como sea, y como fruto de los ciclos económicos y los errores empresariales, ambos inevitables, siempre habrá crisis bancarias y que, por supuesto, la regulación y la supervisión bancaria tienen unos límites que no pueden impedir que aquellas produzcan. Esos límites se muestran con claridad en la parte de este trabajo dedicado al examen de la problemática actual de la política bancaria. Además, buena parte de la nueva regulación se dirige a la creación instrumentos de resolución de las crisis y de minimización de sus efectos, lo que es prueba de que se tiene la seguridad de que ocurrirán.

En definitiva, es posible que muchos expertos crean que la regulación y la supervisión bancarias poco pueden hacer para modificar esas percepciones de la sociedad. No obstante, y como se insiste en muchas partes de este trabajo, ambas son políticas públicas dirigidas a la defensa general de la estabilidad financiera y a la minimización efectiva del coste social de las crisis; y ambas son necesarias para promover el crecimiento económico, la eficaz asignación de recursos financieros y el bienestar de los ciudadanos.

Por eso, y como quiera que es evidente que ambas funciones están claramente al servicio del interés general, el que la sociedad no lo perciba así y albergue serias dudas sobre a quién sirven o sobre los beneficios que aportan, debería ser un motivo de reflexión y preocupación en la clase política y en los propios supervisores. En última instancia, la falta de aceptación y consenso social sobre una política pública acaban por ser elementos que debilitan su eficacia. En España sobran los ejemplos de ello.



Y es que la forma en que el desempeño de esas funciones se lleve a cabo no es neutral para su reconocimiento social ni, en último término, para su propia eficacia.

**En los últimos años la regulación financiera surgida como reacción a la crisis financiera ha seguido un proceso caracterizado por los siguientes vectores:**

- Su elaboración se ha hecho desde instancias internacionales alejadas de la sociedad civil o la ciudadanía: el Consejo de Estabilidad Financiera, el Comité de Basilea, u otros. En estos foros, las decisiones y los compromisos se asumen por los gobiernos de turno, y sus expertos, y, desde luego, por los supervisores bancarios. Los argumentos al respecto son varios: primero, la globalización de la actividad financiera, producida entre otras cosas por la ineficiencia de las restricciones a los flujos de capital; segundo, la extensión internacional de las crisis; y tercero, en fin, la necesidad de asegurar un terreno de juego igualado desde el punto de vista competitivo.
- La extensión creciente a distintos ámbitos del negocio, de forma que la regulación alcanza no sólo a la cobertura de todos los riesgos financieros en que incurren los bancos, sino prácticamente a todas las esferas restantes de la actividad empresarial de estos últimos: desde las relaciones con la clientela a la organización de la empresa o las retribuciones de directivos.
- Una particularización cada vez más intensa de la regulación y supervisión de las entidades bancarias, especialmente si se compara con otras estructuras habituales de intervención de los poderes públicos sobre la actividad económica. Ello conforma un sometimiento especial a los poderes administrativos, ya sea a la supremacía soberana de los bancos centrales, ya a la presencia intrusiva de los supervisores, o ya a los poderes exorbitantes de las autoridades de resolución. Esta subordinación no se predica en ningún otro sector de actividad (salvo el asegurador) con esa o similar intensidad.
- Una complejidad cada vez más elevada. De hecho, desde un primer Acuerdo de Basilea cuya lectura se llevaba a cabo en algunas, pocas, horas, y que era en buena medida comprensible para las personas con una mínima formación económica, se ha llegado a una normativa de control de la actividad bancaria sólo abaricable por especialistas que dediquen muchas jornadas a su lectura y a su efectiva aplicación. Esta normativa precisará, además, de interpretaciones cada vez más difíciles.

Estas características de la regulación tienen su correspondencia en una supervisión que, para poder verificar de manera eficaz el cumplimiento de todas las normas y reglas de



conducta exigibles, necesita estar indefectiblemente más presente en la vida diaria de los supervisados.

De esta forma, y pese a que su elaboración está cada vez más distanciada de la ciudadanía, **la regulación y supervisión posterior a la crisis conlleva una implicación creciente de las autoridades públicas en todos los aspectos de la empresa bancaria, y adopta tanto formas indirectas como directas:**

Una forma indirecta de implicación se ejerce mediante la influencia que toda regulación tiene en los comportamientos de las entidades. En este sentido, toda propuesta regulatoria lleva consigo un análisis de impacto en el que, junto a las ventajas para la estabilidad financiera general y para la solvencia individual, se contemplan los efectos en otras variables económicas y las posibles reacciones de las entidades y los mercados financieros. A partir de este análisis reaccionan los reguladores, acentuando su propia implicación.

Así, por ejemplo, la acusación de que el refuerzo del rigor prudencial con las titulizaciones ha causado la práctica desaparición de este mercado, aunque sea falsa, motivará una nueva regulación de esas operaciones. Por lo tanto, cuanto más amplia y detallada sea la regulación, mayor será la responsabilidad que las autoridades públicas asuman sobre las eventuales políticas financieras adoptadas por las entidades. Además, las necesidades crecientes de interpretación auténtica de normas tan complejas (en su aplicación a la realidad individual) será fuente de nuevas implicaciones, en este caso más concretas, de las autoridades.

Una forma directa es a través del seguimiento de la situación financiera de las propias entidades, de los requerimientos de información que se les exige, de la evaluación de las pruebas de esfuerzo, de las revisiones de calidad de los activos y, muy especialmente mediante los procedimientos aumentados de autorización, ya se trate de operaciones societarias, o de cuestiones de otra naturaleza, como los referidos a la propia estructura del grupo bancario.

En particular, los testamentos vitales y los planes de reestructuración para caso de dificultades del grupo que lo propone constituyen una intervención nueva y muy importante de las autoridades públicas en decisiones empresariales estratégicas, y con ello, la asunción por aquellas de más responsabilidades, y más decisivas, sobre los efectos de una posible crisis de la entidad en cuestión.



También hay otra forma directa de implicación, que procede de la atribución a las autoridades de mayores y más amplias facultades en todas las áreas de la actividad bancaria, pero muy especialmente en el ámbito de la resolución de las propias entidades y usualmente en perjuicio de los procedimientos judiciales. La posibilidad de convertir los instrumentos de deuda en instrumentos de capital, de suspender los efectos de ciertos contratos, o de acordar quitas en los derechos de los acreedores, sometidos a la muy vaga limitación de no empeorar su crédito efectivo respecto al caso de liquidación ordinaria, pertenecen a ese tipo de involucramiento de las autoridades públicas.

No se va a entrar a discutir ahora la justificación de estas medidas. Las últimas que hemos mencionado, las más nuevas para muchos países, se justifican por razones incuestionables de interés general como son preservar la continuidad de los sistemas de pagos, la fluidez del crédito y la liquidez de los mercados. Sin embargo, sí conviene destacar que todas ellas tienen por su propia naturaleza, o por la forma en que se están diseñando, las consecuencias siguientes:

- Una responsabilidad mayor y más decisiva de las autoridades públicas y, en especial de las de supervisión, en los resultados de la actividad bancaria y, con ella, a una mayor responsabilidad, tanto en la existencia de posibles crisis como en sus consecuencias para la actividad económica. Cada vez será más difícil acusar de mala gestión a los responsables de un banco, o lo que es más, de una gestión no aprobada por las autoridades, o al menos no conocida y no objetada por ellas.
- Que esa mayor implicación de las autoridades públicas no va unida a una actitud similar de la sociedad, de la que, conceptualmente, esas autoridades son agentes o instrumentos. Al contrario, por la forma en que se desempeñan las funciones de regulación y supervisión, es decir, por los elementos que hemos visto que las caracterizan cada vez más, es muy posible que la ciudadanía se considere, legítimamente, cada vez más alejada de esa implicación. En particular, la exclusión en primera instancia de uno de los poderes de la ciudadanía, como es el poder judicial, del control de las crisis bancarias, podría ser un ejemplo relevante de esta realidad.

En definitiva, parece que la falta de reconocimiento y aceptación social de la regulación y supervisión bancaria tiene un fundamento razonable, o mejor, está justificada, en buena medida, por la forma en que se ejercen esas funciones públicas.

**En el caso de España, como en muchos de los países de la Unión Europea que no lideran su política financiera, todas estas características se han acentuado de manera exponencial por las razones siguientes:**



- La regulación básica es elaborada conjuntamente por las instituciones centrales de la Unión -Comisión, Consejo y Parlamento Europeos- que asumen los compromisos contraídos por algunos de sus miembros en los foros internacionales citados. A la especialización burocrática de esos foros se une aquí la distancia política de los ciudadanos con aquellas instituciones.
- La complejidad de la normativa de desarrollo dictada por las Autoridades Europeas -bancaria o de valores- supone ya miles de páginas: un volumen absolutamente inasumible; y además, de todas ellas nacen reglas complementarias, iniciativas, guías, papeles de trabajo, etc., sobre materias innumerables. Lo cual acentúa dicha complejidad y hace necesaria la nunca fácil interpretación de sus contenidos.

En este caso particular de España, la supervisión prudencial ha estado tradicionalmente muy implicada en el día a día de las entidades y parece que va a continuar estándolo en el marco del Mecanismo Único de Supervisión. Así es difícil pensar en la culpabilidad esencial de una entidad o grupo que entra en crisis si ha contado durante los últimos años con la presencia constante en sus oficinas de cuarenta empleados del supervisor o lo es asimismo pensar en la falta de responsabilidad del supervisor en los resultados de una valoración de activos y contabilidad que no genera pérdidas en las cuentas de resultados de entidades que luego resultan insolventes.

También en el caso de España, es clamorosa la ausencia de penalizaciones administrativas en forma de inhabilitaciones para actuar de nuevo como banqueros, aplicadas a los gestores de las entidades bancarias que han resultado claramente insolventes durante esta crisis, como consecuencia, o al menos en gran parte, de una gestión imprudente; y lo es asimismo la falta de sanciones relevantes por incumplimiento de las regulaciones de conducta, en especial en asuntos relacionados con la clientela tales como la comercialización de preferentes u otros abusos contractuales. Ambas ausencias han convertido al poder judicial en garante cuasi exclusivo de los derechos de los ciudadanos y de la protección frente a la impunidad, coincidiendo, además, con una situación similar frente a la corrupción política.

**¿Cómo se puede corregir esa falta de reconocimiento o de acogimiento social de la regulación y la supervisión?** ¿Qué regulación consideraría buena parte de la ciudadanía como propia? No es fácil responder a esas preguntas, cuya respuesta debe ser fruto de una reflexión política que descubra y analice, en primera instancia, las preocupaciones de los ciudadanos y que, a partir de ahí, trate de cohesionar la atención a las mismas con la búsqueda de la estabilidad financiera y la eficiencia del sistema.





No obstante, hay algunas líneas de actuación que cabría imaginar a partir de los elementos que hemos comentado hasta aquí:

En primer lugar, no es evidente que toda la regulación bancaria tenga que adoptar una complejidad y un detalle como el que ha llegado a alcanzar. Muchos de los análisis de la crisis reciente (y de otras anteriores) centran buena parte de su diagnóstico en las fuentes más tradicionales de los riesgos bancarios: el excesivo apalancamiento y la concentración del riesgo en un sector o área de negocio.

Ambos son temas comprensibles para la mayoría de los ciudadanos y tratables con medidas poco sofisticadas y al alcance aun de los representantes políticos. Incluso las normas dirigidas a ponderar los requerimientos de capital en función de una evaluación básica del riesgo, son fáciles de explicar y de entender, si son simples y acotadas. Todas ellas, además, aun cuando no tengan otras pretensiones que las de ser prudentes cortafuegos, cumplen bien con su función de asegurar un terreno de juego equilibrado y homogéneo y, además, pueden ser bastante estables si se combinan con las medidas de simplificación empresarial que siguen.

Es evidente que estas medidas no sustituyen a una afinada evaluación de los riesgos en que ha de estar implicada cada entidad, como ya se advirtió cuando se revisó Basilea I. Pero también son obvios los límites y las posibles deficiencias de las regulaciones complejas, aunque presuman fatuamente de estar adaptadas a la práctica más reciente y refinada: recuérdese como ejemplo al respecto la revisión de los requerimientos por riesgo de mercado y de las operaciones de titulización, y su imprecisa complicación.

En segundo lugar, es notorio que una de las preocupaciones tradicionales de los depositantes (y de los contribuyentes en último término) es la seguridad de los ahorros. Quizás por ello fuera razonable que las entidades a las que se autorice su manejo sean sencillas y fáciles de supervisar, ya sea porque tengan actividades limitadas, o porque no puedan llevar a cabo operaciones complejas o que impliquen riesgos elevados, o en fin, más simple, porque deban mantener estructuras transparentes, simples y adecuadamente segregadas.

Es cierto que limitaciones de esta naturaleza reducirían las fuentes de rentabilidad y obligarían a repercutir los costes de transformación entre los usuarios de dichas operaciones sencillas de créditos o depósitos, pero la reducción de los costes por unidad producidos por estos cambios en la estructura y en los costes regulatorios y de supervisión, unidos a la mayor estabilidad, podrían compensar aquella desventaja. En última instancia, quedaría al alcance de los usuarios elegir entre unas u otras formas organizativas.



Esa línea de actuación también parece acorde con dos ideas que podrían favorecer un reconocimiento social de la regulación y de la propia industria: por un lado, la ciudadanía tendría una idea clara de a qué se dedican las entidades en cuya regulación y supervisión están sus representantes tan implicados; por otro lado, con medidas de este tipo, parece probable que el peso de la industria bancaria (y de su poder en la sociedad) disminuyera; se abordaría así una de las críticas más importantes que se han hecho al sobredimensionado sector financiero que entró en crisis en 2008.

Medidas de esta naturaleza también permitirían a la supervisión prudencial una mayor eficiencia, en la medida que podría dedicarse con más vocación y dedicación al control prudencial de cada situación específica de las entidades. Un buen ejemplo sería abandonar la dedicación actual al seguimiento y control de los modelos de riesgo de crédito o valores, para centrarse más en el examen de sus resultados, con las consecuencias que se quiera dar a quienes produzcan más aciertos a largo plazo.

Una tercera línea de actuación partiría de la convicción de que buena parte del reconocimiento social de la regulación bancaria ha de estar vinculada a la confianza que genere en el comportamiento honesto de las empresas y los empresarios a los que el común de los ciudadanos confía sus ahorros y a los que les piden financiación para abordar proyectos profesionales o personales de trascendencia. Dedicar, pues, una parte muy importante de la atención de los poderes públicos a asegurar la integridad de los mercados en que operan dichas empresas y a equilibrar la asimetría informativa y contractual de las relaciones con los clientes, contribuiría sin duda al reconocimiento social de la regulación y supervisión bancaria.

La indicación anterior también implica medidas sancionadoras ejemplares. Si se observan las sanciones previstas en la normativa de ordenación y disciplina para infracciones en esta relación de confianza, veremos que están claramente preteridas por las que tienen por objeto penalizar conductas de riesgo. No tiene por qué ser así, si no se mide tan sólo la influencia de las conductas en la situación patrimonial inmediata de la entidad, sino también sus efectos en el largo plazo y en el conjunto del sistema. Además, las sanciones no tienen por qué dirigirse tan solo a las entidades para reparar los abusos, sino también, y muy especialmente, a los gestores que han favorecido o practicado esos comportamientos poco íntegros.

Para ello es imprescindible contar con autoridades independientes. Los jueces, o cierto tipo de jueces, podrían jugar un papel importante a la hora de abordar esa tarea sin complejos. Y es que estos complejos podrían proceder de una implicación anterior en la pro-



pia regulación, o en la supervisión prudencial de las entidades. Desde esta perspectiva, la separación de tareas que es propia del modelo de «picos gemelos» no tendría por qué seguir aplazada en muchos países.

El foco en las reglas de conducta debería ampliarse a un asunto que la ciudadanía tampoco comprende. Las elevadísimas remuneraciones y ventajas que se practican en el mundo financiero, en muchísimos casos muy por encima de las que reciben profesionales con formación, habilidades y experiencia similares en su terreno. Y es que no puede dejarse de pensar que parte de esas remuneraciones corresponden a una apropiación, si no indebida, sí interesada, de aquellos que tienen la capacidad de producir dinero o la facilidad de repercutir su carga en terceros (sea a través de costes de transformación o de la generación de operaciones financieras sin valor añadido real).

La práctica de la austeridad en todos los ámbitos del sistema financiero, especialmente allí donde parece (y sólo parece) que se producen grandes rendimientos, aportaría también su cota de reconocimiento social a la regulación.

**En resumen**, tal vez la solución para lograr un mayor grado de reconocimiento o aceptación social de la regulación bancaria pase por: una normativa prudencial más sencilla y comprensible, menos ambiciosa e intervencionista sobre las diferentes operaciones financieras; una industria bancaria menos susceptible de crisis sistémicas y más sencilla de entender y de controlar; y en fin, por una dedicación mayor de la regulación y la supervisión a fomentar la confianza en el sector financiero y en su servicio a los ciudadanos, penalizando duramente las conductas que debiliten, por poco íntegras, esa tarea.

Además, si estos u otros criterios fruto de la reflexión política de la sociedad se aplicasen, y lo hicieran con rigor, quedaría más claro que, en caso de otra crisis que resulte del exceso de apalancamiento o de la concentración en operaciones de riesgo o de la falta de control de los gestores, ya no resultaría tan sencillo enturbiar la responsabilidad de aquellos que, entre estos gestores, hubieran tomado las decisiones equivocadas, aliviándola con críticas bastardas a los reguladores y supervisores.





## 12. LA REGULACIÓN EN LOS MERCADOS DE VALORES Y SU ESPECIFICIDAD

Ignacio Santillán y Ramiro Martínez-Pardo

En los apartados anteriores de este trabajo se han analizado en profundidad los fundamentos y principios básicos de la regulación financiera. Una regulación que se ha multiplicado y hecho más compleja como consecuencia de las tendencias regulatorias –surcidas tras la prolongada crisis– que se materializaron en la agenda regulatoria propuesta por el G-20, el Consejo de Estabilidad Financiera y los diferentes organismos internacionales.

Así, en la Parte I de este trabajo se ha destacado el papel preponderante que la estabilidad financiera y la confianza de los inversores deben tener como referentes centrales de la ordenación del sistema financiero. Es una conclusión derivada del papel que desempeñan las entidades financieras, supliendo las imperfecciones de los mercados en su función de canalización de recursos a la actividad productiva y contribuyendo, de este modo, al mejor funcionamiento de la economía y al bienestar general.

En dicha Parte I se subraya asimismo la diversidad de las entidades financieras, su diferente cometido y, con ello, el distinto fundamento y alcance de su regulación. No obstante, quizás convenga recordar todo ello, porque el resto de los trabajos, e incluso la Parte I mencionada, giran especialmente en torno a la problemática de las entidades de crédito y los bancos en particular.

Los bancos son receptores del ahorro de sus depositantes comprometiéndose a satisfacer una remuneración desvinculada del rendimiento de los activos en los que invierten, principalmente en préstamos y créditos, carentes de mercados organizados y de la liquidez que éstos proporcionan. Es una actividad en la que el banco transforma plazos y



riesgos mediante la interposición de su balance, y adquieren importancia destacada su solvencia y liquidez para hacer frente a los compromisos asumidos frente a los depositantes. Además, son agentes principales del sistema de pagos. Realizan, por tanto, un doble papel susceptible de generar un importante riesgo sistémico que puede amenazar la estabilidad financiera.

Pero junto a las entidades de crédito hay otro tipo de instituciones financieras que no desarrollan una función crediticia, y cuya actividad, de naturaleza diversa, está plenamente vinculada a los mercados de valores. Dejando a salvo modelos mixtos en que las entidades actúan no solo prestando servicios por cuenta de terceros, sino que lo hacen también por cuenta propia –tomando posiciones, dando contrapartida o creando mercado–, nos referimos aquí a entidades que, en su versión más pura, prestan servicios de inversión tales como la mediación en la compraventa de valores, el asesoramiento financiero, la gestión de carteras de particulares o de instituciones de inversión colectiva, o que participan en el mercado primario mediante el diseño y colocación de nuevas emisiones.

Nos referimos a las empresas de servicios de inversión cuya actividad puede desarrollarse en ámbitos de contratación y liquidación organizados, en cuyo caso, cuentan con unas infraestructuras de mercado adecuadas y eficientes, que permiten trabajar con seguridad, rapidez y costes ajustados; un factor clave que la regulación debe favorecer. Con todo, conviene subrayar que estas actividades también pueden en parte desplegarse fuera de estos mercados, de forma bilateral, con especial atención a los riesgos de contrapartida.

En ambos casos, la provisión de los servicios se realiza sin la interposición del balance del intermediario, sin ofrecer su solvencia a la clientela, sin transformar riesgos y plazos de los activos y sin asegurar liquidez a los clientes, ya que ésta la proporciona el mercado. Los inversores asumen directamente los riesgos de insolvencia o falta de liquidez de los emisores o demandantes de crédito y el intermediario únicamente actúa como comisionista al margen de la relación principal entre aquellos. El riesgo del cliente se deriva de la probabilidad de que se produzcan fallos o errores en la gestión de sus intereses por los intermediarios o de un incorrecto análisis de la calidad del activo debido a la fluctuación desfavorable de los precios, la insolvencia del emisor/prestatario, o a la falta de liquidez en los mismos.

En este caso, la calidad del servicio, la honestidad, la lealtad con el cliente, la competencia, la necesaria dotación de medios y sistemas de control para proveer los servicios



ofertados y evitar riesgos operativos, y en definitiva, el buen gobierno de la sociedad intermediaria devienen factores clave de la regulación. Es un ámbito donde la conducta determina la mayor o menor calidad del servicio prestado. Frente a la regulación prudencial, enfocada en la solvencia y liquidez de los intermediarios bancarios para preservar la estabilidad financiera y evitar crisis sistémicas, la ordenación de conductas y de las actividades en el ámbito de la prestación de servicios de inversión es el factor de mayor relevancia al regular la actividad de los intermediarios en valores. La exigencia de capital solo es necesaria en la medida que sirva para hacer posible una buena organización que facilite una adecuada prestación de servicios y un buen control de la actividad, así como para responder de eventuales fallos, actuaciones indebidas y otros riesgos de agencia que asumen los clientes. Esta exigencia de capital será también precisa en la medida en que haya riesgos de contrapartida, especialmente cuando las actividades de servicios de inversión se despliegan fuera de los mercados organizados y de los sistemas de compensación y liquidación correspondientes. Y desde luego lo es, cuando, como ya ha sido señalado, sus servicios son mixtos y no se limitan a la pura mediación, asumiendo por tanto riesgos en balance y fuera de él, ya sean de posición o bien de fallo de la contrapartida.

En los apartados siguientes se hacen algunas reflexiones sobre aspectos que, de una u otra forma, han sido ya citados en otros capítulos de este trabajo, abordándolos, ahora, desde una perspectiva más centrada en la regulación de conductas que debe imperar en la ordenación del mercado de valores. En particular, se hacen algunas consideraciones (i) sobre el papel que debe asumir la regulación en este ámbito y cuál ha sido la respuesta regulatoria a las fallos evidenciados por la crisis, (ii) sobre la función relevante del supervisor en la elaboración de la regulación y en la aplicación efectiva de la misma, y (iii) sobre la falta de proporcionalidad en la aplicación de las normas prudenciales pensadas para entidades de crédito a las empresas de servicios de inversión.

**El papel de la regulación.** La regulación pública es un elemento primordial para la consecución de los objetivos deseados por el interés general. Una regulación correcta, proporcionada, sencilla y de fácil comprensión, cuya contribución a la mejora del entorno –neta de los costes que acarrea– haya sido suficientemente ponderada antes de su implantación, es, sin duda, una herramienta de primera magnitud para impulsar la innovación, la competitividad y la eficiencia del sistema, el crecimiento y la financiación empresarial, y, en definitiva, para alcanzar determinados fines de ordenación y de promoción del mercado.

Así, por ejemplo, la menor capacidad del sistema bancario tradicional para financiar el crecimiento de la economía global ha puesto de relieve la importancia de buscar alterna-



tivas de financiación<sup>5</sup> basadas en el mercado, tanto para las pequeñas y medianas empresas –responsables de un porcentaje muy relevante del empleo en diferentes regiones europeas– como para financiar, por medio de esquemas novedosos de financiación que atraigan capital privado, infraestructuras con un plazo de retorno prolongado. Son alternativas que deben contar con los necesarios soportes regulatorios para su impulso y desarrollo.

Por otro lado, resulta cada vez más relevante la coordinación de la regulación financiera con la de otros ámbitos normativos capaces de influir de una manera decisiva en su utilidad y efectividad. Las normas de orden fiscal o la regulación de los procedimientos de insolvencia, son ejemplos claros en los que la regulación financiera debe encontrar apoyos para resultar eficaz.

Pero la realidad nos enseña que, al menos en Europa, la gran mayoría de las políticas globales implementadas en los últimos años, obedecen a una tendencia regulatoria de carácter innegablemente reactiva frente a la crisis, con el foco puesto en la resolución de las debilidades y carencias detectadas.

En pocos casos las medidas adoptadas han provenido de un diseño reposado del modelo de mercado deseado y de los fines buscados. Han sido consecuencia, más bien, junto a la reacción ante la crisis, de otros impulsos regulatorios producto (i) de la revisión de normativa previamente existente –es el caso de ciertas medidas de ordenación de los mercados y de protección de los inversores o (ii) de la necesidad de fomentar nuevas formas de financiación que alivien la carencia de crédito bancario tras la crisis.

Cualquiera que sea la corriente que haya impulsado la regulación –reacción a la crisis, revisión de normas preexistentes o fomento del mercado– no resulta sencillo hacer su valoración en el momento presente, ya que, en la gran mayoría de los casos, son normas en pleno proceso de aprobación e implantación, y en algunos casos, tan solo en un momento inicial de diseño.

Lo que sí parece claro es que el impulso regulador frente a la crisis ha generado una sobre-reacción regulatoria, que ha cambiado radicalmente las reglas de juego. Así, aunque es probable que una valoración pausada requiera todavía un lapso mayor de tiem-

---

<sup>5</sup> El potencial de la regulación para hacer que determinados esquemas de financiación basados en mercado sean eficientes, rentables y operativamente posibles, se ha manifestado claramente por diversas instancias. Así, IOSCO en su documento *Market-based long-term financing solutions for SMES and infrastructure* de septiembre de 2014, o en el ámbito de la industria, Paul Richards, en *Capital Markets Union: a Discussion Paper*, en ICMA First Quaterly Report 2015).





po, resulta no obstante innegable que el elevado número de medidas, directivas y reglamentos promulgados en la Unión Europea en los últimos años –aún no implantados en su totalidad– ha tenido y tendrá un profundo impacto en la organización, funcionamiento y actividad de los mercados y sus operadores y producirá un elevado coste para éstos. Una reforma relevante que requiere una revisión atenta de los resultados y evolución de su implantación y de los efectos imprevistos o colaterales que pudieran producirse, para, en su caso, introducir medidas correctoras si su aportación a la mejora del funcionamiento del mercado no fuera la esperada. Un ejercicio que corresponde realizar a los reguladores.

**Respuesta reguladora a la crisis.** La crisis ha puesto de manifiesto, entre otras cosas, la interconexión ente los distintos sectores del sistema financiero. Ello ha supuesto que una misma reacción regulatoria frente a la manifestación de una deficiencia en el sistema haya requerido la modificación de la regulación en diferentes ámbitos inevitablemente interconectados<sup>6</sup>. El resultado ha sido un conjunto normativo global que conlleva una modificación de los estándares y requisitos para operar en los mercados, de un calado e importancia sin precedentes.

Entre las principales iniciativas normativas globales derivadas de las debilidades puestas de manifiesto por la crisis, merecen ser destacadas por su impacto en los mercados de valores las atinentes a:

- (i) la mejora y modernización de las infraestructuras del mercado –donde verdaderamente se concentran operaciones y conexiones de importancia sistémica–, derivadas de la necesidad de mitigar los riesgos globales del sistema,
- (ii) el incremento de la protección de los inversores, para reforzar la confianza dañada por la crisis.
- (iii) la negociación de derivados OTC, exigiendo su compensación en cámaras de contrapartida central, diseñadas como instrumentos de gestión profesional de riesgos, así como su registro en repositorios centrales, consecuencia de la imperante preocupación por el desconocimiento y la pobre gestión de los riesgos derivados de estas operaciones.
- (iv) la banca en la sombra, para conocer y controlar los riesgos que determinados operadores u operativas no supervisadas ni reguladas introducen en el mercado, y

---

<sup>6</sup> Una buena muestra de ello es la agenda regulatoria impulsada por el G-20 tras la crisis, comprensiva de un amplio número de medidas transversales que afectaban a diferentes sectores.



- (v) las agencias de calificación crediticia, para reducir la dependencia que, desde una perspectiva prudencial, existe respecto de estas entidades para la clasificación y ponderación del riesgo de crédito; ordenar la transparencia de sus métodos, y mejorar su gobierno corporativo y la gestión de sus numerosos conflictos de interés.

La valoración de las debilidades identificadas y de las medidas regulatorias de respuesta en el ámbito de los mercados de valores, merece una calificación general positiva. No obstante, la aplicación práctica de algunas de estas medidas está resultando en algunos ámbitos compleja, y consecuentemente lenta, y existen dudas acerca su eficiencia.

Estos son los casos, por ejemplo, de la obligación de compensar en cámaras organizadas las operaciones con derivados OTC, que encarecerá estas operaciones de un modo potencialmente relevante, pudiendo reducir su papel en la reasignación de riesgos entre agentes del mercado, al haber de interiorizar éstos los eventuales riesgos sistémicos de su operativa y sus costes para terceros; o de la determinación de qué operaciones deben compensarse obligatoriamente en una cámara de contrapartida central, todavía pendiente de determinación, aún cuando se hayan logrado avances significativos; o de la exigencia de mayores cantidades de colateral en determinadas operaciones que puede tener efectos perversos sobre la liquidez de los activos<sup>7</sup>; o de la acumulación de riesgos en un volumen potencialmente elevado en las cámaras de contrapartida central, de importancia sistémica -por su importe o por las interconexiones que entrañan y cuya naturaleza es hasta ahora probablemente desconocida para sus gestores y para los supervisores<sup>8</sup>.

**La importancia de que la regulación promueva una supervisión adecuada en los mercados de valores.** Es difícil exagerar la importancia de la supervisión en los mercados de valores. Y ello por dos tipos de razones.

- Por un lado, al tratarse de una supervisión de actividad, la forma en que la regulación se aplique efectivamente, afectará de forma muy relevante a las capacidades efectivas de actuación de los diferentes operadores del mercado.

---

<sup>7</sup> Así lo señala Godfried de Vidts en *Reforming Collateral Markets* en ICMA Quarterly Report for first quarter of 2015.

<sup>8</sup> Conscientes de esto, los supervisores y reguladores, han centrado su atención en los requisitos que deben cumplir este tipo de infraestructuras, la identificación de las que son sistémicas y los métodos de resolución de las mismas. Valga a este respecto mencionar el documento conjunto del BIS e IOSCO sobre los Principios de las Infraestructuras de Mercados Financieros, y su metodología de evaluación, de abril de 2012, o el documento sobre Recuperación de Infraestructuras de mercados financieros, de octubre de 2014.



- Por otro lado, la incapacidad de los supervisores o la deficiente estructura de la supervisión aplicada, pueden obviar riesgos, con efectos muy negativos sobre los mercados. De hecho, numerosos analistas han señalado que muchos de los problemas aparecidos durante la crisis han sido debidos a fallos en la supervisión más que a la ausencia de reglas o a su poca calidad.

En el ámbito europeo, el Grupo de Expertos dirigidos por Jacques de Larosiére elaboró un informe en febrero de 2009 donde ponía de manifiesto determinadas facetas de esta cuestión y proponía medidas de mejora, tanto en las capacidades y medios de los supervisores, como en la estructura europea de la supervisión.

En lo que respecta a la estructura de la supervisión financiera en Europa, las recomendaciones del citado Informe fueron asumidas por la Comisión y por el Consejo Europeos, lo que supuso la creación del Sistema Europeo de Supervisores Financieros. Y en lo referente a los mercados de valores, se creó, como consecuencia de este proceso, la autoridad europea de mercados de valores (ESMA), por medio del Reglamento 1095/2010.

Por lo que se refiere a las capacidades del supervisor y a los principios que deben regir su función, dos aspectos son resaltables, en nuestra opinión, a día de hoy:

- El primero se basa en la idea de que una buena regulación requiere una igualmente buena supervisión que, tal como el Informe subraya, cuente con medios suficientes, previsibles y rigurosos, con personal formado, adecuadamente remunerado y con un intercambio apropiado con el mercado, de forma que opere como instrumento de implantación de una fuerte cultura de cumplimiento.
- El otro aspecto relevante es la necesaria alineación de la supervisión con la finalidad de la regulación. Ello implica, en nuestra opinión, que la regulación impulse a los supervisores a ejercer su crítica función de supervisión, sin lesionar innecesariamente el desarrollo de los mercados y sus operadores. La regulación debería promover, e incluso exigir, que las funciones del supervisor estén alineadas con los objetivos perseguidos y con los intereses del mercado en tanto que ello resulta positivo para el crecimiento económico; y que desarrollen una labor de fomento del mercado, favoreciendo su desarrollo e innovación, de forma adicional a las que son sus funciones clásicas de supervisión, inspección y sanción<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> El Considerando 13 del Reglamento 1095/2010 de creación de ESMA apunta, en cierto modo, en esta dirección.



**El supervisor como regulador.** La participación activa de los supervisores en el proceso de elaboración de la regulación se entiende que puede generar conflictos de interés importantes. Se trata de una práctica de gran importancia y cada vez más característica dentro del esquema regulatorio de los mercados de valores, que debe ser objeto de atención.

Tres son las vías por las que los supervisores actúan, de facto, como reguladores:

- La elaboración de guías de criterios, que es, sin duda, un elemento útil en el funcionamiento diario de los operadores del mercado, en tanto que proporcionan pautas de comportamiento o puertos seguros, de especial interés y necesidad en este ámbito.

Aún cuando estas guías no sean normas, en la práctica operan como tales. La diferenciación existente en el ámbito jurídico entre normas válidas -elaboradas conforme a los procedimientos legalmente establecidos al efecto- pero eficaces o ineficaces (dependiendo de su efectivo nivel de aplicación), se ve aquí subvertida por la existencia de normas «no válidas» pero eficaces. En la práctica, en ocasiones, son los propios supervisores, por esta vía, quienes de verdad determinan el contenido mismo de la regulación.

- Los supervisores tienen, además de la capacidad de elaborar guías, la de dictar auténticas normas de ordenación y disciplina para desarrollar aspectos de detalle referidos a la aplicación de la regulación de nivel superior. El elevado nivel técnico que tienen este tipo de regulaciones no siempre permite identificar qué aspectos responden a una mera transposición y desarrollo, y cuáles incluyen auténticas opciones de regulación.
- Una tercera vía la encontramos en la Unión Europea en el esquema de participación de ESMA en la elaboración de normas de segundo nivel; consecuencia del proceso Lamfalussy y de su adaptación al Reglamento 1095/2010, que implica que sea aquella, en términos prácticos, quien redacte las normas que, posteriormente, serán validadas por la Comisión Europea<sup>10</sup>. El elevado nivel técnico de este tipo de regulación, puede provocar que las decisiones del supervisor incorporen opciones normativas y se conviertan, por esta vía, en regulación en vigor.

---

<sup>10</sup> Viene siendo una práctica habitual incorporar el contenido de las guías- interpretaciones no obligatorias emitidas por ESMA- a las regulaciones de segundo nivel, ya como auténticas normas.



Ello no significa que el esquema aplicado no nos merezca aprobación. La delegación en los supervisores de la fijación de determinados aspectos de detalle de las normas, es una opción inteligente y práctica, sin duda. Son organismos técnicos, y con una posición teóricamente neutral en el mercado, donde su finalidad última es el cumplimiento de las normas. Sin embargo, tal como señala el Informe de la Comisión Europea sobre las Autoridades de Supervisión, de 20 de agosto de 2014, dirigido al Parlamento Europeo y al Consejo, no es procedente una mayor implicación de estas autoridades en los procesos de elaboración de regulación de nivel uno que corresponde a las instituciones comunitarias. Al mismo tiempo, el Informe reconoce que son cada vez mayores las funciones reguladoras que se les asignan.

Se da la circunstancia entonces de que, por un lado, los supervisores no deben participar en la regulación de primer nivel, donde se fijan supuestamente las líneas de política regulatoria, pero se les concede una amplísima capacidad de actuación en el nivel dos –en el que se fijan auténticas opciones de regulación– por la vía de la elección entre diferentes alternativas de aplicación o exigencias técnicas.

La conclusión es inmediata. Los supervisores, mediante su participación colectiva en ESMA, constituyen una fuente muy significativa de la regulación de los mercados de valores en Europa. Precisamente, en un momento en que los cambios en la regulación están siendo más profundos y por tanto, van más allá de las cuestiones técnicas o de detalle.

Creemos que esta situación entraña riesgos. Un exceso de reserva de la regulación al supervisor puede llevar a incorporar, de forma inadvertida, entre las finalidades de la regulación, la «tranquilidad del supervisor», junto a otras finalidades como la estabilidad financiera, la protección de los inversores o la promoción de mercados eficientes. Y ello puede llevar a regulaciones mucho más pormenorizadas que dejen al supervisor poco margen de decisión –y correlativamente una menor responsabilidad aparente– y pasen a significar mayores complicaciones y costes para los operadores de los mercados. Cuanto mayor sea el nivel de detalle menor será la vigencia de la norma porque la propia evolución de los mercados las dejará obsoletas.

Regulaciones muy detalladas, prolijas, exigentes, y en parte limitativas en diversos ámbitos, podrían responder a este tipo de consideraciones. Creemos que este punto del proceso Lamfalussy, modificado y reforzado en este aspecto por la creación y funciones de ESMA, debe ser objeto de atención.



Por último, otro de los riesgos reales es el arbitraje supervisor, algo absolutamente inaceptable, pues supone una modulación, no amparada por la regulación, de la aplicación y eficiencia de ésta. A nivel europeo, se dan casos, en los cuales, en Estados normalmente pequeños y en ocasiones sin tradición financiera, se localizan entidades, productos o mercados, basándose posiblemente en una menor exigencia supervisora. De esta forma, la supervisión deviene un elemento de competencia entre Estados y entre los operadores situados en ellos y una vía de perjuicio para los objetivos de la regulación.

**La deficiente aplicación de la proporcionalidad en la regulación.** La preocupación fundamental en materia de regulación prudencial ha sido tradicionalmente la adecuación de la solvencia, liquidez, medios y organización interna de las entidades a sus ámbitos de actividad y a los riesgos asumidos. Ello requiere la adaptación de los requisitos regulatorios pertinentes al tamaño, alcance operativo y perfil de riesgo que cada entidad realmente presenta, permitiendo conjugar el desarrollo de su actividad con unos niveles adecuados de seguridad.

En esta línea, la reacción regulatoria a la crisis en materia prudencial ha incidido en aspectos relativos tanto al reforzamiento de capital, como al gobierno corporativo y organización interna, ámbitos en los que se pusieron de manifiesto significativas deficiencias. Esta reacción ha conducido a la elaboración de un esquema completo de solvencia más amplio y complejo –Basilea III y Directiva y Reglamento a nivel comunitario–, a nuevas obligaciones de reporte e información, y a unas medidas de gobierno corporativo y organización interna más exigentes.

Esta regulación, por su propia naturaleza reactiva ante una situación de crisis de proporciones globales, se ha centrado básicamente, en cómo las entidades financieras y singularmente, las entidades sistémicas, han de implementar todas estas nuevas exigencias prudenciales. Sin embargo, creemos que este proceso –probablemente por esa necesidad perentoria de elaboración de la norma– no se ha centrado adecuadamente en el modo en que todos estos requisitos deberían aplicarse de modo proporcional a los distintos tipos y tamaños de entidades.

Se ha perjudicado, de esta manera, el principio de proporcionalidad en los requisitos prudenciales a aplicar, principio repetidamente mencionado en las normas pero escasamente desarrollado o concretado, en numerosas ocasiones.

Así, por ejemplo, no se conoce informe, análisis, estudio o examen que se centre en cómo los principios que orientan esta nueva regulación prudencial, deben adaptarse a



aquellas entidades que operan en los mercados de valores, las cuales asumen esquemas operativos y de riesgo sustancialmente diferentes de los de las entidades de crédito. Y en aquellos supuestos en que los esquemas operativos y de riesgos confluyen, que probablemente los hay, habría que valorar la importancia que éstos tienen en cada tipo de entidad a la hora de aplicar el principio de proporcionalidad, teniendo en cuenta, además, que las entidades centradas en la operativa en valores suelen tener un tamaño más reducido que el de las entidades de crédito, y sus potenciales problemas de solvencia no tienen, habitualmente, consecuencias sistémicas.

Por tanto, nos encontramos, en la práctica, con exigencias de recursos propios más centradas en riesgos de crédito, mercado y liquidez que en el riesgo operativo, medular en las entidades que operan en los mercados de valores. Asimismo, determinados requisitos organizativos y de control interno se expanden a entidades en las que su aplicación acrítica puede implicar unos costes regulatorios injustificados, e incluso impedir el desarrollo de determinadas actividades. Y todo ello, sin un previo análisis de adecuación y proporcionalidad, y de los costes y beneficios que para cada tipo de entidades y para el sistema en su conjunto la norma comporta.

Esta situación conduce a la existencia de una regulación amplia, de general aplicación y, por tanto, poco adaptada a la diferente tipología de las entidades sujetas. Una regulación no proporcionada cuya aplicación efectiva puede favorecer, de hecho, distintos grados de exigencias en los diferentes Estados, y favorecer en ocasiones, un campo propicio al arbitraje regulatorio.

Creemos que el análisis y evaluación de las entidades operadoras del mercado de valores –las empresas de servicios de inversión– a nivel europeo y de sus específicas necesidades regulatorias, es una tarea pendiente, previa a la necesaria incorporación en los procesos regulatorios del principio de proporcionalidad como una realidad y no, como en la actualidad, como un principio más teórico que práctico.





**PARTE IV**  
**RESUMEN DE CIERRE**





## RESUMEN DE CIERRE

Las distintas contribuciones a este Papel convienen en la importancia cardinal de una regulación y supervisión pública de los mercados y los intermediarios financieros orientada a la contención de los riesgos sistémicos y a la construcción de la confianza de los depositantes e inversores. Consideran, además, que estas regulaciones han de ser sólidamente calibradas y proporcionadas a los riesgos que tratan de prevenir y controlar, y desde luego, a la diversa naturaleza y dimensión de las entidades financieras. Reclaman por ello la atención sobre los desajustes y la prolijidad en que pueda estar cayendo la actual reforma de la regulación financiera internacional y subrayan los peligros de un movimiento pendular. En este sentido, aun desde perspectivas distintas, manifiestan su inquietud por la superposición confusa de enfoques, la mezcolanza de intereses y la complejidad por la complejidad que parecen presidir la actual corriente, realizadas por la demora de sus avances y lo gradual de sus decisiones. Formulan esta preocupación en beneficio de una mayor eficacia y rotundidad de las regulaciones y una mejor eficiencia de la supervisión pública y el buen funcionamiento de los mercados.

A este respecto subrayan cómo las aportaciones del sistema financiero al bienestar general, y el propio reconocimiento social de sus instituciones, han quedado notablemente mermadas en los últimos años por la recurrencia e intensidad creciente de las crisis sistémicas y por los elevados costes externos que ello ha impuesto al conjunto de la economía y los contribuyentes. A esto se viene a sumar el hecho de que dichas crisis vengan indefectiblemente acompañadas de acciones fraudulentas que rebajan la confianza y trastornan gravemente el funcionamiento mismo del sistema. La estabilidad financiera como bien público y la corrección de las conductas inapropiadas han de emerger, por tanto, como ejes dominantes de la regulación y supervisión de las entidades y los mercados financieros.



Entre los factores que condujeron a esta crisis última se hallan las debilidades y carencias institucionales de la regulación pública precedente, inspirada en buena parte por la fe en la contención racional de los gestores, el funcionamiento eficiente de los mercados y su pronto retorno a un equilibrio óptimo. Con este presupuesto se decía, ¿por qué no dejar que las entidades controlen internamente sus riesgos individuales y su solvencia, y sean disciplinadas en última instancia por los mercados, eso sí, con el seguro tácito de que no se les dejará quebrar y contarán con el rescate provisto por los contribuyentes? La consecuencia de esta visión complaciente fue un sistema sobredimensionado y perverso, compuesto de subsidios implícitos e irresponsabilidad inmediata de los gestores, lo cual estimulaba la toma desmesurada de riesgos, impulsaba arbitrajes en busca del mayor apalancamiento, favorecía desarrollos artificiosos, desmantelaba a la postre la solvencia de las entidades y, en fin, subordinaba la propia supervisión pública.

La reparación de las fallas que causaron y agravaron la crisis postrema no podía ser otra que un cambio de acento en la regulación, de modo que subraye su énfasis en: entidades de crédito con más y mejor capital y liquidez, límites estrictos a su endeudamiento, vigilancia cabal de conductas, infraestructuras de mercados de valores y derivados más seguras y eficientes, esquemas de resolución ordenada mediante absorción privada de las pérdidas y apoyos públicos tasados, y, sobre todo, instituciones de supervisión y resolución apoderadas con mandatos, principios de actuación, sistemas de rendición de cuentas y recursos debidamente suficientes. Ello significa reglas robustas y sencillas, organizaciones de mercado sólidas e instituciones fuertes. No implica, por el contrario, reglamentos prolijos que invadan innecesariamente esferas de gobierno y acaben por desarticular las instituciones al vaciarlas de decisión y responsabilidad última, sean estas de gestión o de supervisión<sup>11</sup>.

Sin embargo, esta reforma en curso se ha ido operando de manera reactiva mediante una superposición de enfoques que deviene actualmente en falta de equilibrio y en complejidad.

Cuando las normas dejan de ser proporcionadas, y por consiguiente no resultan neutrales en términos de rentabilidad del capital ajustado por los riesgos efectivos y por las externalidades de los distintos negocios, esas normas acaban por distorsionar el funcionamiento del sistema financiero y atentan finalmente contra la propia estabilidad que se pretende defender. Todo ello con costes directos e indirectos que terminan por recaer sobre los ciudadanos y contribuyentes –ya sea expresa o veladamente–.

---

<sup>11</sup> Los capítulos 11 y 12 subrayan a este respecto los costes y peligros de una supervisión reglamentista e invasiva, y los efectos bumerán que ello comporta sobre el propio organismo supervisor.



La dispersión de las exigencias de capital a los bancos según se utilicen modelos internos o estandarizados; la débil fundamentación estadística de algunas de estas exigencias y su falta de robustez en situaciones extremas; la mezcla que hay entre exigencias fundadas, por un lado, en riesgos que se ponderan y, por otro lado, en una cierta tendencia al dirigismo del crédito; la falta de calibración, mediante la granularidad debida cuando se trata de replicar o conducir pretenciosamente una buena gestión de riesgos; la definición de nuevo escurridiza de los recursos propios con que se cumplen estas exigencias, según se sea un tipo de entidad bancaria u otra, y, en fin, las posibilidades diversas de arbitraje y «optimización de capital» que todo ello abre, son factores, entre otros mencionados en el capítulo 6, que apuntan a esa falta de neutralidad de la regulación financiera tras la reforma.

Cuando, además, se mimetizan estas regulaciones prudenciales y se extienden desproporcionadamente a entidades cuya actividad carece de estas dimensiones o cuya naturaleza de negocio se aleja de la actividad crediticia –como subraya el capítulo 12– el dislate y la distorsión reguladora se agrava en múltiples direcciones.

No es chocante por ello que en algunas de las contribuciones a este Papel, y en su posterior debate, haya quienes puedan aseverar que las actuales exigencias de capital son aún escasas, y quienes por el contrario expresen que empiezan a resultar excesivas. La discusión se reduce algo cuando en lugar de un consumo total ponderado, se desciende a cada una de las agrupaciones más o menos arbitrarias de los riesgos –financieros y operativos– que hace la normativa, o cuando se contempla el consumo total efectivo sin ponderación alguna. Aquí la discusión cede en ocasiones y en otras surge el estupor.

Es cierto que tanto el Consejo de Estabilidad Financiera como el Comité de Basilea están mostrando su preocupación por esa dispersión de las exigencias de capital a las entidades bancarias, y que proponen establecer un suelo a los consumos efectivamente resultantes para las distintas agrupaciones de riesgos e incluso para el coeficiente total; en este último caso mediante la estipulación de una ratio de apalancamiento o coeficiente de capital sobre el activo total sin ponderación alguna. El problema puede estar, sin embargo, en la permanencia del propio sistema de ponderaciones, como se subraya al respecto en el capítulo 7.

Estas agrupaciones y ponderaciones por riesgos, si carecen de granularidad elevada y resultan en alguna medida arbitrarias, distorsionarán el funcionamiento del sistema financiero. Por una parte modificarán algunos hábitat naturales: valores públicos negociables con elevado riesgo individual y con ponderación cero se desplazarán a los balan-



ces bancarios, y créditos privados con elevada calidad, titulizados y una alta ponderación a efectos de consumo de capital bancario, irán a las carteras de los fondos de pensiones o de inversión mobiliaria, enmascarando la solvencia real en unos casos y la rentabilidad ajustada de riesgos de liquidez en otros. Por otra parte, estimularán artificialmente instituciones alternativas o paralelas a la banca y desplazarán riesgos hacia estas zonas de sombra carentes de la debida regulación y supervisión pública (en este caso, por falta de ella).

A este respecto, las distintas contribuciones a este Papel, y en especial los capítulos 6 y 7, subrayan el rol desencadenante que la llamada *banca en la sombra* desempeñó en esta crisis, y el que jugó en su amplificación a través de los mercados de valores por la carencia de colchones adecuados de capital y liquidez, o de cortafuegos que previniesen ciertas huidas en cadena de acreedores, inversores y partícipes. Nadie duda aquí de la importancia de la diversidad del sistema financiero, pero se subraya la relevancia de una regulación pública ajustada a los riesgos inherentes de cada actividad y a los costes que su mal desempeño pueda ocasionar a terceros y al conjunto de la economía. Por otro lado, como se señala en el capítulo 9, no hay una relación lineal entre desarrollo financiero y crecimiento económico, y parece existir un umbral a partir del cual el beneficio marginal del desarrollo financiero puede desvanecerse o ser negativo, algo que ocurre especialmente cuando la levedad de la regulación impide que los gestores interioricen en su comportamiento las externalidades de sus actuaciones.

Las regulaciones requeridas en este caso son bastante sencillas si están bien enfocadas. Por ello preocupa la lentitud con que están procediendo en este caso los organismos que establecen los estándares de supervisión y el peso que tienen en ellos algunas jurisdicciones nacionales particularmente interesadas. Algo que trae a la memoria los efectos perniciosos que tuvieron estos lustros atrás los discursos a favor de la competencia entre jurisdicciones nacionales y las aclamaciones de la claqué cuando se cantaba a la innovación financiera. Lo que realmente es importante para el crecimiento económico y el bienestar no es tanto el tamaño y la estructura del sistema financiero, sino la eficiencia y calidad de la intermediación financiera y la solidez y profundidad de instituciones y mercados, así como desde luego, la eficacia de las infraestructuras operativas, legales, y de información y verificación, que les dan soporte.

Entre las grandes «revelaciones» de esta crisis están sin duda la importancia de la liquidez y la profundidad y transparencia de los mercados de valores y derivados. En el Papel se subraya a este respecto la relevancia de dichas infraestructuras y de las políticas públicas orientadas a fortalecerlas, así como el papel creciente de los bancos centrales



en lo que es una versión ampliada de su carácter de prestamista de última instancia. Se suscita, en este sentido, preocupación por el desplazamiento artificial del sistema hacia dichos mercados, o hacia algunas recreaciones, que puedan estar induciendo hoy de consuno dos fuerzas en juego, por una parte, las distorsiones de regulación antes mencionadas y, por otra parte, el deleite por el actual suministro de liquidez de los bancos centrales, con los riesgos aparejados de inestabilidad sucesiva.

A este respecto preocupa que se esté incubando alguna nueva crisis con epicentro en los mercados de valores y con fuerte impacto en las instituciones de inversión colectiva. Inquieta, en relación con ello, la conjunción de cuatro factores: primero, tipos de interés nulos o negativos en un buen número de países o áreas monetarias; segundo, distorsiones de las regulaciones de capital que empujan artificialmente a ciertos activos y riesgos fuera de los balances bancarios o que crean una generación de instrumentos convertibles muy sensibles; tercero, cargas onerosas a las actividades de negociación o creación de liquidez en los mercados de valores llevadas a cabo por los bancos u otras entidades con uso de su balance; y en fin, cuarto, una fe desmesurada en los bancos centrales y en su capacidad de suave retorno a la normalidad de unos tipos de interés alineados con economías que alcancen una franca recuperación en el futuro. Ello impone una cierta reconsideración de algunas regulaciones restrictivas de la actividad o una mayor prevención mediante cortafuegos en los mercados o una actitud más vigilante de los supervisores, o en fin, una combinación de ellas.

Volviendo sobre la redundancia de métodos y esquemas, y sobre la complejidad de las regulaciones y la prolijidad de sus desarrollos, que se subrayan como atributos de la reforma actual en los capítulos 5, 6 y 12, no cabe duda de que, amén de las dislocaciones del sistema que estos entrañan y de lo estéril de sus elevados costes de cumplimiento, todo ello resta eficiencia a la propia supervisión pública, distrae indebidamente recursos y dificulta la necesaria comparación en su examen por los operadores de los mercados. En consecuencia, y aun desde perspectivas distintas, se aboga por una mayor simplificación y robustez de la normativa vigente en aras de una supervisión más eficiente y eficaz; en ello se insiste tanto en dichos capítulos como en los capítulos 7 y 11. En ningún momento, sin embargo, se confunde en este Papel la necesidad de una supervisión más incisiva y rigurosa, con la intrusión indebida en esferas de gobierno y gestión que han de ser propias.

Aun cuando hay algunas diferencias de apreciación respecto a la pertinencia de las limitaciones a la actividad, ya sea como herramienta prudencial o ya sea como instrumento de política de competencia, no las hay en las distintas contribuciones a este Papel por



lo que concierne a las entidades más complejas y con mayor peso en el sistema, en cuanto a la conveniencia de unas mayores exigencias de capital por sus externalidades y riesgos inherentes, y en cuanto a la sujeción de estas entidades a sistemas reforzados de resolución ordenada. No obstante, despiertan dudas la cuantía y estructura de dichas exigencias y la vuelta a instrumentos de deuda convertible que tanto trastorno han producido en la crisis reciente y pueden producir en el buen funcionamiento futuro de los mercados y en las instituciones de inversión colectiva.

En definitiva, se estima que si bien hay ventajas competitivas derivadas de las economías de escala y gama de negocios que discurren en beneficio de los clientes y los propios accionistas, también es cierto que los grandes conglomerados anidan más conflictos de interés y conllevan fuertes riesgos sistémicos, tanto por las dificultades de supervisión como por las de resolución ordenada.

Así, lo que es bueno para los accionistas y clientes de estas entidades no tiene por qué serlo para la sociedad y su bienestar general. Lo cual justifica estas mayores exigencias como modo de interiorizar riesgos en su gestión. En tal modo que la decisión autónoma de sus administradores respecto a tamaño y aglomeración óptima de actividades, lo sea computando los costes a terceros que esto puede comportar. Con ello se ha de tratar de reducir la probabilidad de quiebra de estas grandes corporaciones hasta niveles equivalentes o por debajo de aquellas otras entidades que no tienen dicho carácter sistémico, minorando así su eventual amenaza a la estabilidad financiera y el bolsillo del contribuyente.

La crisis reciente se ha saldado con un mayor grado de concentración en el sistema financiero. La preocupación más importante que ello despierta es la mencionada coacción que puede ejercer el carácter sistémico de las grandes entidades en caso de resultar en dificultades, y los peligros subsiguientes que ellas entrañan para la estabilidad financiera. No cabe duda de que el eventual dilema entre estabilidad y competencia competitiva se salda siempre a favor de la primera; ello inquieta. Sin embargo, como se subraya en el capítulo 8, los estudios recientes muestran que es muy reducida la correlación entre los índices de concentración del mercado y otras mediciones de la competencia. Ello es especialmente cierto en la medida que acaben borrándose fronteras geográficas –caso de la Unión Bancaria– y aumente sana y eficientemente la competencia mediante alternativas de financiación e inversión.

La discusión del Papel subraya, en fin, la dificultad de perseguir objetivos múltiples y la jerarquía que ha de revestir la estabilidad financiera entre ellos.





**A modo de coda.** El aumento de la presión regulatoria ha sido sin duda necesario. Sin embargo es probable que estemos muy lejos del equilibrio y la robustez más deseables. En este sentido, la falta de articulación adecuada de la reforma está llevando a un énfasis excesivo en las exigencias de capital, y a su propia distorsión.

Cierto es que este énfasis debiera ser tanto mayor cuanto más débiles e inciertos fueran los fondos de resolución ordenada y lo fuesen los esquemas nacionales de actuación correspondientes; es más, el énfasis en la exigencia de capital habría de ser aún mayor en la medida que la supervisión prudencial despertase escasa confianza. Por ello, parecería a veces como si los reguladores no creyeran en la eficacia preventiva de la supervisión, ni en la pronta actuación de los mecanismos de resolución, ni en las capacidades financieras de los fondos que les dan soporte. Tampoco la industria bancaria parece creer en las ventajas que reporta una cierta mutualización de los costes en la resolución de crisis sobrevenidas. Esto ocurre también en otros ámbitos del negocio financiero, que tratan de huir y no reconocer los riesgos colectivos que entrañan y la conveniencia de ciertas garantías sectoriales.

Es probable, pues, que a fuerza de desconfianza en las propias instituciones corramos el peligro de acabar en un mundo prolijamente regulado, con esquemas superpuestos o impropriamente miméticos, y en el que, para más inri, las exigencias de capital y obligaciones convertibles –con las adiciones recientes planeadas por el Consejo de Estabilidad Financiera<sup>12</sup>– no sean significativamente inferiores a las que se requiriesen en un mercado libre, en el cual no existieran bancos centrales, ni supervisores, ni mecanismos de resolución ordenada con fondos dotados al efecto, ni organizaciones de mercados centralizadas. No cabe duda de que, en el caso de ser así, ello restaría funcionalidad al sistema bancario<sup>13</sup>, aunque, como señale el capítulo 10, los retos actuales del sistema vayan en conjunto bastante más allá del entorno regulador.

Bueno sería, por ello, recobrar la confianza en los supervisores, dotarles de más recursos y conocimiento, fortalecer los fondos de resolución y garantía –como corresponde

---

<sup>12</sup> Los ya famosos TLAC, o deudas subordinadas convertibles con capacidad absoluta de absorción de pérdidas.

<sup>13</sup> Y al sistema financiero en general, en cuanto que la carencia de fondos de seguros o garantías mutuas sectoriales suficientes, y la falta de confianza en la contención y buen gobierno de las entidades, conduzcan a requerir extensamente recursos propios con que afrontar no solo los riesgos financieros sino también los operativos y reputacionales y las responsabilidades fiduciarias de los intermediarios de una u otra naturaleza, sean crediticios o no.



ría al fondo único en el caso de la Unión Bancaria– y simplificar a un tiempo la regulación internacional para dotarla de mayor eficacia y eficiencia. Esto último pasaría por un espulgue y clarificación rotunda de la actual corriente de reforma, de modo que dejara de confundir esferas que son distintas: gobierno corporativo y supervisión pública, y que ambas se robustecieran mediante la oportuna responsabilidad legal y rendición de cuentas y mediante la vigilancia supervisora y pronto ejercicio de la justicia correspondientes. Los modelos internos debieran de volver a su ámbito de control y gobierno; las disposiciones relativas a requisitos de capital hacerse más simples y claras y menos retorcidas y onerosas; la regulación hacerse más proporcionada a la dimensión y naturaleza de los negocios; la supervisión más fuerte, incisiva y enérgica, y la justicia más inmediata y eficiente frente a las conductas desleales y los delitos financieros.

Como lema final: instituciones más robustas, sencillas y vigilantes para construir la estabilidad financiera y la confianza.



## 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.):
- 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 Ibez-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 entorno 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).
- 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.
- Nº30 Situación actual y perspectivas de las Instituciones de Inversión Colectiva.
- Nº 31 Observatorio de la Economía Internacional (2009).
- Nº 32 Observatorio de Gobierno Corporativo (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 pilares 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.
- Nº 43 Las Economías emergentes y el reequilibrio global: retos y oportunidades para España.
- Nº 44 La crisis en Europa: ¿un problema de deuda soberana o una crisis del Euro?
- Nº 45 Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación.
- Nº 46 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2012).
- Nº 47 Desapalancamiento y crecimiento en España.
- Nº 48 El sector Asegurador ante las transformaciones del Estado del Bienestar.
- Nº 49 “La arquitectura Institucional de la refundación del euro”.
- Nº 50 España: crecer en la nueva economía global.
- Nº 51 Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos (2013).
- Nº 52 Nuevos desafíos del sector financiero: recuperando la confianza y mejorando la cultura financiera.
- Nº 53 La Regulación Financiera: ¿Solución o problema?



**ENTIDADES PATRONO DE  
LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS**

BANCO SANTANDER, S.A.  
TELEFONICA, S.A.  
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA  
CITI  
BANCO SABADELL  
BANKIA  
CLIFFORD CHANCE  
FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT  
FUNDACIÓN REPSOL  
INDITEX  
KPMG  
LA CAIXA  
ZURICH ESPAÑA  
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES  
URIA & MENENDEZ  
ACS  
DELOITTE  
ENDESA, S.A.  
EY  
FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA  
FUNDACIÓN PRICEWATERHOUSE COOPERS  
INDRA SISTEMAS, S.A.  
MAPFRE  
MIRABAUD  
BAKER & MCKENZIE  
J&A GARRIGUES, S.L.  
CECA  
ABERTIS

**ENTIDAD FUNDADORA**

INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS FINANCIEROS