



# Perspectivas de los mercados de valores: supervisión y regulación

Libro conmemorativo del XX aniversario de la CNMV





# Perspectivas de los mercados de valores: supervisión y regulación

Libro conmemorativo del XX aniversario de la CNMV

Comisión Nacional del Mercado de Valores  
Serrano, 47  
28001 Madrid

Passeig de Gràcia, 19  
08007 Barcelona

© Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

La CNMV difunde sus informes y publicaciones a través de la red Internet en la dirección [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)

ISBN: 978-84-87870-86-6

Depósito Legal:

Imprime: Gráficas Arias Montano, S.A.

# Índice

<b>1</b>	<b>Introducción y Conferencia inaugural</b>	
	Julio Segura	<b>7</b>
<b>2</b>	<b>El sistema financiero español: situación actual y perspectivas a medio plazo</b>	
	Gonzalo Gil	<b>15</b>
<b>3</b>	<b>Los mercados de valores: perspectiva global</b>	<b>135</b>
<b>3.1</b>	Jane Diplock	<b>137</b>
<b>3.2</b>	Kathleen Cassey	<b>145</b>
<b>3.3</b>	Joaquín Almunia	<b>151</b>
<b>4</b>	<b>Situación y perspectivas del proceso de integración de los mercados de valores en Europa</b>	<b>157</b>
<b>4.1</b>	Carlos Arenillas	<b>159</b>
<b>4.2</b>	José Massa	<b>163</b>
<b>4.3</b>	Alberto Giovannini	<b>173</b>
<b>4.4</b>	Eddy Wymeersch	<b>179</b>
<b>5</b>	<b>Retos de la supervisión financiera en España</b>	
	Pedro Solbes	<b>193</b>



# 1 Introducción y Conferencia inaugural

**Julio Segura**

**Presidente de la CNMV**

Este libro conmemora el vigésimo aniversario de la CNMV. Este hecho constituye una buena ocasión para pasar revista a la evolución de los mercados de valores españoles en este largo periodo y, también, para reflexionar sobre los retos aún pendientes en términos de integración financiera y adecuación de las estructuras de regulación y supervisión.

Con este propósito, se decidió encomendar la realización de un análisis de cuál ha sido el camino recorrido por los mercados financieros españoles en este horizonte histórico a alguien cuya autoridad en la materia fuera incuestionable y también se decidió celebrar una Conferencia Internacional, con la participación de presidentes de comisiones de valores y de expertos de mercado, coincidiendo con la celebración de las reuniones anuales de los comités Técnico y Ejecutivo de IOSCO en Madrid. En este libro se recogen dicho trabajo y las colaboraciones presentadas a la Conferencia.

## 1 Veinte años de historia

En los veinte años transcurridos el sector financiero español ha registrado profundas transformaciones y un fuerte desarrollo y en la actualidad se puede caracterizar por sus elevados niveles de competencia y solvencia, lo que hace que se encuentre plenamente integrado en los flujos internacionales de capital como lo demuestran los porcentajes de compraventa y los saldos mantenidos por los inversores extranjeros.

Pero, vayamos por orden. Primero los inicios de la institución y luego sus retos de futuro.

Como punto de partida, bastan sólo dos datos para hacerse idea de la notable evolución de los mercados de valores españoles en estos veinte años. En 1990 el volumen anual de operaciones representaba algo menos del 10% del PIB y hoy alcanza el 150%. Por lo que respecta a la capitalización, el camino recorrido entre ambos años ha ido desde poco más del 20% al 73% actual.

¿Qué factores permitieron esta expansión? ¿Cómo empezaron las cosas?

Hace ahora veinte años, en 1988, se inició la reforma del mercado de valores español, cuya piedra angular fue la aprobación de la LMV.

Su objetivo fue doble: por una parte, hacer frente a los problemas que generaba la dispersa y obsoleta regulación española y adaptarla a las necesidades de un mercado moderno en un mundo con libertad casi total de movimientos de capital; por otra parte, fortalecer el mercado ante la perspectiva de la consolidación de un mercado europeo de capitales en 1992, proceso en el que España deseaba jugar un papel acorde con su nivel de desarrollo.

Una pieza esencial de la reforma fue la creación de la CNMV como agencia pública con estatuto legal independiente, encargada de la vigilancia y supervisión de los mercados de valores. En el desarrollo de esta función, la CNMV debía asegurar la transparencia de los mercados, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores, garantizando la disponibilidad de toda la información necesaria para ello.

Tareas que la recién creada CNMV inició en un piso alquilado de un viejo edificio del centro de Madrid con quince profesionales.

En estos veinte años los esfuerzos de muchas personas han logrado consolidar la sólida institución que disfrutamos hoy: seis presidentes, ocho vicepresidentes, 28 consejeros y, sobre todo, muchos profesionales altamente cualificados dieron lo mejor de sí para lograr una organización eficiente con elevada reputación tanto en los mercados nacionales como en las organizaciones internacionales.

En este periodo la CNMV ha evolucionado para adaptarse a los grandes cambios experimentados por los mercados de valores españoles y a los lábiles escenarios macroeconómicos. En la década de 1980, tras la superación de la intensa crisis iniciada en 1979, con la plena adhesión de España a la Unión Europea en 1986, la economía española se benefició de un conjunto de factores que facilitaron el desarrollo de los mercados nacionales y sentaron las bases del sólido sistema financiero que disfrutamos en la actualidad. Entre otros, cabría mencionar los cinco siguientes:

1. El proceso de liberalización financiera que potenció los movimientos de capital.
2. La reorganización de los distintos tipos de instituciones de crédito, eliminando barreras a la competencia.
3. Una política fiscal favorecedora del desarrollo de ciertas instituciones tales como las de inversión colectiva.
4. Un escenario de estabilidad macroeconómica desconocido hasta el momento.
5. La implementación de los avances tecnológicos en paralelo a los desarrollados por otros países.

La entrada en vigor de la LMV en 1988 supuso la puesta en marcha de una serie de medidas cuyo objetivo era hacer los mercados españoles más competitivos y favorecer su adaptación al nuevo marco económico. Entre ellas cabe citar, en el área de las infraestructuras de mercado, la reforma, en el mismo año 1988, de la intermediación, sustituyendo a los antiguos agentes (fedatarios públicos) por instituciones financieras sujetas a la supervisión de la CNMV; la implementación en 1990 de un sistema de interconexión, o mercado continuo, que unificó las operaciones de los cuatro mercados españoles; y la sustitución en 1992 de los certificados en soporte físico de los

títulos por anotaciones electrónicas, lo que facilitó en gran medida la negociación de títulos.

En el área de la innovación financiera, dos de los hitos más destacables fueron la gran expansión, desde inicios de la década de 1990, de las instituciones de inversión colectiva, tanto en número como en tipo de instituciones y volumen de activos administrados, y la primera regulación en 1992 sobre titulización, que fijó las normas para el desarrollo de un mercado que es, hoy día, uno de los más importantes de Europa y el segundo, tras Gran Bretaña, por volumen total de emisiones.

Si durante la mayor parte de la década iniciada en 1990 los principales esfuerzos del sector financiero se dirigieron a facilitar una transición suave al euro, a comienzos del siglo XXI la atención se orientó hacia la mejora del mercado financiero único, considerando que una mayor integración de los mercados financieros era imprescindible para el éxito del euro y de la Unión Económica y Monetaria Europea. En este contexto, como es sabido, el Plan de Acción de Servicios Financieros (FSAP) ha sido el jalón fundamental del periodo.

La CNMV ha dedicado una parte relevante de sus esfuerzos a asesorar al Gobierno español sobre la transposición de las directivas derivadas del FSAP y a preparar las medidas necesarias para su aplicación. Simultáneamente, y con especial intensidad estos últimos años, la CNMV ha participado activamente a través de CESR en la tarea de promover una aplicación consistente de la nueva regulación en Europa y de lograr avances en la convergencia de prácticas supervisoras.

Vivimos en un mundo en que los mercados están cada vez más interconectados y donde operan grandes conglomerados, la mayor parte de cuyas operaciones son transfronterizas, lo que señala a la cooperación internacional entre supervisores como un aspecto esencial para asegurar la eficacia de la supervisión. Por ello la CNMV considera fundamental su participación activa en los organismos internacionales de supervisión de los mercados financieros y ha trabajado junto al Gobierno para reforzar el papel de España en esta área, ofreciendo facilidades a los organismos internacionales para que localizaran sus sedes en España y prestando todo el apoyo necesario para su trabajo. Así, en 1999 la sede del Instituto Latinoamericano del Mercados de Valores (IIMV), en 2000 la de IOSCO y en 2005 la del Public Interest Oversight Board (PIOB) se han instalado en Madrid.

## 2 Los retos futuros

Los veinte primeros años de vida de la CNMV cierran una etapa, pero como he avanzado, hemos querido también reflexionar sobre retos futuros.

Como acabo de señalar, los mercados están cada vez más interconectados, como demuestra la reciente crisis financiera internacional. Una crisis que inicialmente se localizó en un segmento modesto del mercado hipotecario estadounidense (el *subprime*) y que ha alcanzado rápidamente a los mercados financieros de todos los países y a entidades no directamente expuestas a dichos riesgos.

Como es bien sabido, la crisis vino tras un dilatado periodo de condiciones financieras y macroeconómicas notablemente expansivas. Por una parte, tipos de interés reales históricamente bajos y una situación muy holgada de liquidez que favoreció que los ahorradores e inversores aceptaran niveles de riesgo y de apalancamiento elevados.

Por otra parte, un proceso de intensa innovación financiera que cabe ejemplificar con el enorme crecimiento de los productos estructurados complejos generosamente calificados por las agencias de *rating*. Productos frecuentemente con garantía hipotecaria, que no consumían recursos de capital y que tenían una composición compleja que los hacía poco transparentes. Además, las elevadas tasas de crecimiento de la renta y el empleo, unidas al fuerte aumento del precio de los activos y las generosas facilidades crediticias, reforzaban este proceso, permitiendo mantener las tasas de morosidad en niveles muy bajos.

En este marco económico y financiero, el resultado fue una disminución de la exigencia de los bancos en su política crediticia, tanto en lo relativo a los préstamos hipotecarios (el origen de las *subprime*) como en la financiación de operaciones societarias a empresas de *private equity*. Existe una fuerte evidencia empírica de que la reducción de estándares de exigencia en la concesión de créditos termina reflejándose en las cuentas de resultados y, en su caso, en la solvencia, con un desfase de cuatro a cinco años, cuando la acumulación de riesgos es lo suficientemente elevada y las condiciones económicas y financieras se tensan; y así ha vuelto a suceder.

¿Existe algún elemento diferencial en la crisis financiera actual? Posiblemente, la intensidad y rapidez con que se han manifestado dos fenómenos. El primero, el efecto contagio, por el que sociedades no directamente expuestas al riesgo de las *subprime* se han visto fuertemente afectadas. El segundo, el mal funcionamiento del sistema de fijación de precios, que ha conducido a la práctica desaparición de transacciones en ciertos activos y, muy en particular, a la sequía de los mercados de renta fija privada, lo que es demostrativo de una situación con un fuerte componente de crisis de confianza.

Esto, en buena medida, ha demostrado lo erróneo de la hipótesis optimista de que cualquier producto financiero complejo tiene, en cualesquiera circunstancias económicas, un mercado profundo y continuo, es decir, tiene garantizadas las condiciones de liquidez. La construcción de cestas de productos cada vez más complejos para lograr más fácilmente compradores que lo que implicaría casar ofertas y demandas individuales de cada componente de la cesta, conduce a una valoración cada vez más difícil de los productos sólo asequible, en su caso, a inversores institucionales que compran para mantener (*buy-to-hold*), reduciendo la liquidez de dichos productos.

En consecuencia, los supervisores de mercados nos encontramos en una situación en la que el proceso de innovación financiera ha mejorado tanto las posibilidades de gestión de los riesgos de las empresas como las posibilidades de diversificación de las carteras de los ahorradores últimos, pero en la que también es mucho más opaca la distribución final de los riesgos y la valoración de los productos financieros.

En el contexto de la crisis, se ha generado un intenso debate internacional, tanto académico como de *policy*, en el que se han analizado las enseñanzas que pueden sacarse de esta experiencia y propuesto medidas para que las debilidades mostradas no se repitan en el futuro.

No voy a entrar en el tema en detalle, porque el artículo y las colaboraciones que contiene este libro hablan de ello con conocimiento de causa y gran competencia técnica, pero sí querría, simplemente, mencionar los cinco puntos que considero más relevantes del debate actual y cuya solución constituye el reto principal que en estos momentos encaran los supervisores y los participantes en los mercados.

1. **La mejora de la transparencia.** Una situación como la actual, con un claro componente de crisis de confianza, siempre apunta un déficit de transparencia. Y la transparencia no sólo es un objetivo de los supervisores de mercados en sí misma, sino que constituye el mejor instrumento para mejorar la confianza de los inversores y su protección. Transparencia que debería mejorarse en tres aspectos:
  - En primer lugar, la existencia de información financiera insuficiente o defectuosa sobre las compañías, que genera dudas sobre su situación real, tema relacionado con otro que comentaré enseguida: los principios contables utilizados para la elaboración de la información financiera periódica. Es difícil recuperar la confianza si se tienen dudas sobre hasta qué punto la información facilitada por las empresas recoge en su totalidad los efectos de la crisis sobre sus resultados y su situación patrimonial.
  - En segundo lugar, la existencia de información insuficiente o defectuosa sobre productos tales como los estructurados, que han crecido exponencialmente en complejidad e importancia en los últimos años, mientras que la información que se proporciona sobre ellos a los inversores no ha sido lo transparente y completa que hubiera sido deseable. Es difícil recuperar la confianza si los inversores no tienen un conocimiento preciso del tipo y cuantía de los riesgos que realmente asumen cuando adquieren un activo.
  - Por último, la existencia de información insuficiente o defectuosa sobre cómo, cuándo y a qué precios se realizan transacciones en algunos mercados, principalmente los de renta fija privada. Es difícil recuperar la confianza si existen fuertes incertidumbres sobre lo que valen los activos poseídos, máxime tratándose de activos cuya liquidez es escasa.
2. **Las agencias de calificación (*rating*).** Su actuación en 2007 ha levantado dudas sobre hasta qué punto han llegado a ser parte de los fallos de mercado que hicieron detonar la crisis, dudas que ya se habían manifestado en la crisis de principios de siglo. Los bruscos, con frecuencia tardíos y no siempre justificados cambios de las calificaciones de ciertos productos, han sido, sin lugar a dudas, un catalizador de la crisis y cabe pensar que, en algunos casos, pudieran reflejar la existencia de problemas de conflictos de interés. En este contexto, los reguladores están, en estos momentos, analizando la respuesta más eficaz. En particular, en Europa, la Comisión Europea ha puesto a consulta un documento que aboga por la adopción de un conjunto de requerimientos sustantivos a las agencias de *rating* para la autorización y el ejercicio de su actividad.
3. **La importancia de la armonización internacional de principios contables.** Caminamos hacia un mundo con dos sistemas de información financiera. Muchos países han adoptado las normas IFRS, pero las GAAP estadounidenses continúan siendo la referencia para gran parte de los mercados de capital. No obstante, la FASB y el IASB han diseñado un programa de trabajo para lograr la convergencia de ambos conjuntos de principios contables, circunstancia necesaria para lograr una información financiera homogénea y comparable en todo el mundo.
4. **La necesidad de mejorar el intercambio de información y coordinación entre supervisores.** La interdependencia de las economías nacionales y los mercados financieros y, en particular, la creciente actividad internacional en los mercados de valores, donde han aumentado notablemente las transacciones transfronteri-

zas, ha convertido la cooperación internacional entre distintos tipos de supervisores y entre supervisores nacionales en algo vital.

En efecto, una situación como la actual ha conducido a replantearse en cierta medida el propio concepto de estabilidad financiera y la implicación de las distintas autoridades en su vigilancia. Cada vez con mayor frecuencia las crisis no tienen su origen en problemas de solvencia de una entidad concreta, sino que se generan en los mercados y terminan dando lugar a que afloren problemas de solvencia. Y si bien es cierto que sólo los gobiernos y los bancos centrales disponen de instrumentos para hacer frente a problemas de insolvencia, tanto en la prevención como en la monitorización de las crisis los supervisores de valores tienen un papel relevante que jugar.

Por otra parte, la supervisión de los mercados, donde grandes conglomerados financieros operan mayoritariamente de forma transfronteriza, exige una creciente coordinación entre los supervisores de distintos países. Las organizaciones internacionales de supervisores de mercados, como IOSCO y CESR, han hecho un gran esfuerzo para fortalecer la cooperación y han logrado avances muy significativos en la convergencia de prácticas supervisoras, lo que constituye un elemento fundamental para minimizar el arbitraje supervisor. Pero, en mi opinión, queda aún un importante recorrido para conseguir asegurar un mayor nivel de coordinación, particularmente en el campo de la convergencia de prácticas supervisoras y la capacidad de *enforcement* de las recomendaciones y acuerdos de las propias organizaciones internacionales.

5. **La arquitectura de la supervisión financiera nacional.** Por último, deseo hacer unas breves reflexiones sobre este tema, dado que el Gobierno español ha anunciado recientemente su intención de implantar un modelo funcional (*twin peaks*) de supervisión financiera, lo que constituye el mayor reto de adaptación a corto plazo para la CNMV.

En el mundo coexiste un abanico de modelos de supervisión financiera que cabe agrupar en tres clases:

- El tradicional modelo sectorial en el que una agencia pública distinta se ocupa de la supervisión de cada uno de los tres subsectores financieros: bancos, seguros y mercados de valores.
- El modelo de supervisor único en el que una institución —que no es el Banco Central— tiene la responsabilidad de supervisar a todas las instituciones financieras, tanto su solvencia como su conducta.
- El modelo *twin peaks* en que se distribuye la supervisión según objetivos, distinguiéndose dos agencias. Una, normalmente el Banco Central, que se ocupa de los problemas de solvencia y supervisión microprudencial. La otra, una Autoridad de Mercados Financieros, que se ocupa del cumplimiento de las normas de conducta de todos los participantes en los mercados.

Puesto que el modelo sectorial ha quedado obsoleto por la evolución del sistema financiero mundial, las dos opciones a discutir en el contexto de la reforma española son el supervisor único y el modelo *twin peaks*. El modelo español actual es esencialmente sectorial, con tres supervisores: el Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, perteneciente al Ministerio de Economía

y Hacienda. Sin embargo, como acabo de comentar, el Gobierno tiene el plan de implantar un modelo *twin peaks* que, en mi opinión, es el que mejor se adapta a la situación española tanto desde el punto de vista de la simplicidad del diseño institucional como desde el del mantenimiento en una única institución de las responsabilidades de supervisión microprudencial y de estabilidad agregada, que cuenta en España con una larga tradición e importantes sinergias.

Esto implica un reto fundamental a corto y medio plazo para la CNMV que, con la reforma mencionada, tendrá que absorber nuevas responsabilidades de gran calado: la protección de los clientes de bancos, compañías de seguros y partícipes de los fondos de pensiones y la supervisión de la conducta de todo el sector de seguros. Tengo la esperanza de que quien me suceda pueda celebrar el XXV aniversario de la CNMV demostrando que la institución ha sido capaz de hacer frente a las responsabilidades y retos que he comentado.

No quiero extenderme más porque el resto de colaboraciones que contiene este libro profundizan en los temas comentados. En primer lugar, Gonzalo Gil, actual consejero del Banco Pastor, aborda en un extenso y documentado artículo la transformación experimentada por los mercados financieros españoles. La enorme experiencia en cuestiones financieras de Gonzalo Gil, avalada por sus cuarenta años en el Banco de España, entidad en la que ocupó numerosos cargos en áreas diferentes (estudios, operaciones, mercados, sistemas de pagos) y del que fue Subgobernador entre 2001 y 2006, son un aval de la calidad del trabajo.

Las siguientes secciones reproducen las intervenciones realizadas en el contexto de la Conferencia Internacional organizada por la CNMV en septiembre para celebrar su aniversario, en la que participó una amplia representación de supervisores de valores de numerosos países miembros de IOSCO. La sección tercera recoge las conferencias impartidas con el objetivo de situar los mercados de valores en una perspectiva global. En esta sección, Jane Diplock nos proporciona su visión de las perspectivas supervisoras y reguladoras de los mercados financieros en el mundo, visión esclarecedora dada su doble condición de Presidente de la Securities Commission de New Zealand —una comisión muy innovadora— y de Presidente del Comité Ejecutivo de IOSCO. Kathleen Cassey, Consejera ejecutiva de la Securities Exchange Commission norteamericana ofrece sus reflexiones sobre la aportación a la integración de los mercados de la existencia de lenguajes contables aceptados, como las NIIF, o de lenguajes de comunicación de datos. Cierra la sección Joaquín Almunia, quien nos da su visión sobre el futuro de la regulación y supervisión financieras desde la perspectiva europea, de la que es no sólo excelente conocedor, sino artífice en su condición de Comisario Europeo de Asuntos Económicos y Monetarios responsable por tanto de la coordinación y supervisión de la política económica de la Unión Europea.

La sección cuarta del libro aborda el proceso de integración de los mercados financieros y contiene las intervenciones habidas en la Mesa Redonda que se ocupó del tema. En primer lugar, la intervención de Carlos Arenillas, ex vicepresidente de la CNMV, en la presentación de la Mesa Redonda, sobre el papel de las diversas instituciones internacionales en la integración financiera. José Massa, presidente del Iberclear, ofrece diversas medidas de integración y revisa las iniciativas europeas para avanzar en ese proceso. Alberto Giovannini, presidente de Unifortune Asset Management, da su visión sobre el proceso de integración, que considera más guiado por los legisladores que por el mercado. No se debe olvidar que el profesor Giovannini ha sido el principal asesor del grupo de la Comisión Europea sobre compensación y liquidación

(CESAME) e impulsor de un estudio sobre las barreras a la integración en esta materia; desde entonces aquellas se conocen como “barreras Giovannini”. Cierra esta sección Eddy Wymeersch, presidente de CERS y de la Comisión bancaria, financiera y de seguros de Bélgica., quien en su artículo propone diferentes programas que podrían servir de inspiración para mejorar la colaboración entre los supervisores de los distintos países.

La última sección del libro recoge la intervención de clausura de la citada Conferencia realizada por Pedro Solbes, vicepresidente del Gobierno y ministro de Economía y Hacienda, quien ofrece sus reflexiones sobre la evolución del marco institucional de los mercados de valores, en las que esboza la reforma que se ha planteado sobre la supervisión financiera en España.

Deseo dar las gracias a todos los autores de este libro por su generosa colaboración y a todos los que han contribuido a que la celebración del vigésimo aniversario haya sido un éxito, en especial a la consejera Soledad Abad, encargada de coordinar la Conferencia Internacional. También quiero dar las gracias a todo el personal de la CNMV, cuya entrega y dedicación han contribuido a que esta institución se haya establecido con una sólida base y cuente con una buena reputación en los mercados y entre los demás supervisores, y a todos los miembros del Consejo actual y de los consejos anteriores.

Espero que los lectores de este libro lo consideren de interés y se unan con ello a la celebración del vigésimo aniversario de la CNMV.

## **2 El sistema financiero español: situación actual y perspectivas a medio plazo**

**Gonzalo Gil**

**Consejero del Banco Pastor y ex-Subgobernador del Banco de España**



## Agradecimientos:

Numerosas personas han respondido amablemente a mis peticiones proporcionándome información, discutiendo puntos confusos, aportándome sugerencias y, finalmente, revisando algunas partes del trabajo. Además, N. García y F. Restoy han hecho una lectura completa y minuciosa del texto íntegro; sus atinadas observaciones han contribuido a mejorarlo. Si, pese a todo ello, se han deslizado errores, la responsabilidad es obviamente sólo mía, lo mismo respecto a las opiniones formuladas. Por lo tanto, debo agradecer su ayuda a: J. Aríztegui, J.M. Gómez, N. García, M. Martín, S. Núñez, J. Pérez, J. Priego, F. Restoy, J.M. Roldán, J. Saurina, J. Segura y F. Vargas.



# Índice

<b>I</b>	<b>Introducción y resumen</b>	<b>21</b>
<b>II</b>	<b>Estructura y evolución del sistema</b>	<b>31</b>
1	Antecedentes	31
2	Estructura de mercado	34
3	Estructura institucional de la regulación/supervisión	35
4	Gobierno y rendición de cuentas	37
5	Coordinación de sectores	38
6	Evolución reciente de las entidades del sistema financiero	40
6.1	Sistema bancario	40
6.2	Mercado de valores	45
7	La visión ajena: FSAP	46
<b>III</b>	<b>Mirando al futuro</b>	<b>51</b>
<b>8.</b>	<b>Enseñanzas, respuestas y cambios derivados de la crisis</b>	<b>52</b>
8.1	Lecciones aprendidas (?)	52
8.2	Repercusiones en el ámbito de las instituciones reguladoras/supervisoras	56
8.2.1	Primeras reacciones ante la crisis: las operaciones de los bancos centrales	56
8.2.2	Propuesta de reforma en Estados Unidos	59
8.2.3	Situación en el Reino Unido	62
8.2.4	Cooperación de supervisores	64
8.2.5	El modelo supervisor español: una propuesta	67
8.2.6	Algunas reflexiones	72
8.3	Basilea II	77
8.3.1	Medidas de reforma	80
8.3.2	Transparencia, valoración y agencias de <i>rating</i>	82
<b>9.</b>	<b>Cambios derivados de la Agenda Europea</b>	<b>86</b>
9.1	Directiva de Mercados e Instituciones Financieras (MiFID)	86
9.2	Directiva sobre Seguros: Solvencia II	92
9.3	Zona Única de Pagos en Euros (SEPA)	93
9.4	Infraestructuras de Sistemas de Mercado de Valores y de Sistemas de Pago (TARGET 2/TARGET 2 SECURITES)	97
<b>10.</b>	<b>Evolución económica y financiera: escenarios de cambio</b>	<b>101</b>
10.1	Sistema bancario	101
10.2	Sector de seguros	107
10.3	Mercados de valores	109

<b>IV</b>	<b>Anexos</b>	<b>111</b>
<b>V</b>	<b>Bibliografía</b>	<b>117</b>
<b>VI</b>	<b>Addenda</b>	<b>123</b>
<b>A</b>	<b>Desarrollo</b>	<b>123</b>
<b>B</b>	<b>El problema</b>	<b>125</b>
<b>C</b>	<b>Las soluciones</b>	<b>127</b>
<b>D</b>	<b>El plan español</b>	<b>128</b>
<b>E</b>	<b>Algunas incertidumbres</b>	<b>129</b>
	1 El tratamiento de la crisis	129
	2 La supervisión y regulación	131
	3 Las cuentas públicas	132

## I Introducción y resumen

En su origen, el propósito de este estudio era claro y estaba perfectamente acotado, pero, a medida que las tensiones de los mercados —iniciadas con la crisis *subprime* en Estados Unidos y rápidamente transmitidas a los sistemas financieros de otros países— adquirirían mayor gravedad y sus efectos eran amplificados por el empeoramiento de la situación macroeconómica general, con un protagonismo muy destacado de la caída del mercado inmobiliario y un rápido proceso de elevación de los precios de la energía, el panorama general cambió y se hizo más complicado en todos los sentidos, incluida la preparación del trabajo.

En el caso de España, el elemento dinamizador, clave de nuestra economía, ha sido durante muchos años el mercado inmobiliario —promotores, construcción y adquisición de viviendas por las familias—, que, impulsado por unas condiciones favorables en los tipos de interés reales, ha experimentado un acelerado desarrollo, acompañado de un fuerte incremento del endeudamiento. El cambio de ciclo que, con lentitud, empezó a manifestarse a partir de 2005/2006, se ha acelerado acentuando la caída del sector inmobiliario e incidiendo con fuerza en un empeoramiento de la situación macroeconómica.

Por otro lado, aunque nuestro sistema financiero es sólido y en ninguna de sus operaciones estaban implicados los productos, mecanismos y modelos de negocio que provocaron la crisis en Estados Unidos, también resultó afectado, pues la crisis se extendió rápidamente dado el elevado nivel de conexión entre los mercados financieros globales.

Este cúmulo de circunstancias ha alterado la situación de nuestro mercado financiero y, puesto que el propósito de este trabajo era, y sigue siendo, un análisis de su situación y funcionamiento en un entorno global, ha sido necesario modificar su enfoque inicial, lo cual hará, o eso cabe esperar, que el ejercicio sea más interesante.

El trabajo consta de dos partes. La primera de ellas, “Estructura y evolución del sistema”, analizará brevemente cuáles han sido los elementos que han configurado nuestro sistema financiero hasta estos momentos. Existen tres hechos de nuestra historia reciente, los pactos de la Moncloa, la crisis bancaria de finales de los setenta y la adhesión a la Comunidad Económica Europea, que han constituido las bases sobre las que se ha asentado un proceso que, en los últimos veinticinco años, ha permitido la transformación completa del sistema financiero. Un sistema que, inmediatamente antes de producirse los acontecimientos ya mencionados, había obtenido en el ejercicio de evaluación del Fondo Monetario/Banco Mundial una valoración muy positiva en todos los aspectos de su estructura y funcionamiento, así como en el adecuado cumplimiento de todos los estándares internacionales.

Los tres procesos son de naturaleza muy diferente. Dos de ellos están vinculados directamente con acontecimientos cruciales para nuestro país: el primero abarca desde las primeras elecciones democráticas hasta la firma de los pactos de la Mon-

cloa, que dieron lugar a un importante proceso de reforma que tímidamente había empezado años antes; el segundo, vinculado con todos los procesos de desarrollo de la Unión Europea, nos ha llevado hasta la situación actual, algunos de cuyos rasgos se tratarán más adelante. El tercero, resultado de la conjunción de un proceso rápido de liberalización que produjo una ruptura en el bloqueo institucional existente y una situación de crisis económica, dio lugar al episodio más grave de crisis bancaria que ha atravesado nuestro país. Más de cincuenta bancos se vieron afectados en un momento en el que no se disponía de instrumentos adecuados para hacer frente a una crisis de este tipo. Las enseñanzas de estos acontecimientos desembocaron algo más tarde en la aprobación de la Ley de Disciplina e Intervención de la Entidades de Crédito, que es la base, hasta nuestros días, de las potestades supervisoras del Banco de España.

La segunda parte, “Mirando al futuro”, tiene un hilo conductor que es el de los cambios potenciales que pueden producirse en nuestro sistema financiero, en un futuro inmediato, como consecuencia de tres conjuntos de factores que serán objeto de análisis separados. Supongo que no será necesario aclarar que no se trata de hacer un ejercicio de invención, sino simplemente de análisis e interpretación de los procesos de transformación, ya en marcha en unos casos, y los posibles resultados de las propuestas, todavía en estado de desarrollo en otros. Tres serán las áreas de atención, completamente distintas en su naturaleza, contenido y efectos. Su desarrollo, no simultáneo pero sí en un lapso temporal bastante limitado, producirá cambios muy importantes en la estructura y funcionamiento del sistema. La simple enumeración de su encabezamiento pone de manifiesto su contenido: “Enseñanzas, respuestas y cambios derivados de la crisis *subprime*”, “Cambios derivados del desarrollo de la Agenda Europea” y “Evolución económica y financiera [española]: escenarios de cambio”. En esta presentación se harán algunos comentarios lo suficientemente breves y espero que interesantes, de modo que susciten el interés para pasar al cuerpo del documento y descubrir lo que no se cuenta aquí.

### **Enseñanzas, respuestas y cambios derivados de la crisis**

Parece de aceptación general el hecho de que la crisis *subprime* fue, en sus inicios, producto de una serie de fallos que, con mayor o menor grado de responsabilidad, pueden ser atribuidos a todos los agentes participantes en los mercados: desde las entidades y sus operadores, hasta las autoridades responsables de la supervisión y regulación, pasando por las agencias de *rating*. Es bien cierto, y conviene decirlo, que aunque todos los sistemas han resultado contagiados finalmente, ni las actuaciones previas a la crisis ni las reacciones posteriores a ella son equiparables; ni los supervisores y reguladores ni las entidades han actuado igual en todos los sistemas financieros.

¿Es nueva esta crisis? Desde luego, puede decirse que la crisis reciente es distinta en los detalles concretos de su desarrollo y en ese sentido es nueva; no lo es, en cambio, si atendemos a las características genéricas de los procesos que se estaban desarrollando en su periodo de gestación, pues en ellos se encuentran rasgos de otros procesos de crisis anteriores que están bien documentados.

¿Crisis sorpresa? No se trata de una crisis que haya surgido sin indicios previos de que algo se estaba saliendo del carril. En los años anteriores a su estallido, durante su gestación, se habían producido señales de alarma no atendidas. Años antes de que se produjera, se habían puesto de relieve los problemas y sus riesgos, pero los

procesos de euforia son difíciles de romper en las fases de su desarrollo, como bien sabemos todos con nuestra experiencia en los mercados. Tenía razón Corrigan cuando decía que mientras la experiencia y la historia nos permiten identificar cierto denominador común asociado a los *shocks* financieros, los disparadores específicos y los canales de transmisión que producen el contagio son casi siempre imposibles de anticipar con un mínimo grado de precisión. Pero no deja de ser necesario intentarlo. Así se ha hecho en este caso y se ha producido un importante número de ejercicios de análisis de la crisis, que ha desembocado en un abrumador número de medidas de todo tipo para incrementar la resistencia del sistema y estar un poco mejor preparados para la próxima.

La crisis de los mercados ha puesto de manifiesto la necesidad de tener un sistema de control de la liquidez efectivo. La prácticamente total desaparición de la liquidez en todos los mercados ha sido una auténtica sorpresa para los supervisores y las entidades. Es, pues, bastante obvio concluir que no existía un sistema de tratamiento de este tipo de riesgo.

En circunstancias normales, es decir, en un entorno exento de tensiones más allá de las del negocio bancario habitual, existe una confianza en la existencia de financiación disponible, con lo que el riesgo de liquidez se infravalora. La aparición de los productos estructurados, diseñados para su mantenimiento a largo plazo y no para la obtención de financiación inmediata, y desarrollados con un elevado grado de opacidad, planteó problemas de valoración y esto afectó a su liquidez. El rápido traslado de los inversores a los mercados paralelos en busca de la liquidez desaparecida incrementó la tensión en estos últimos al liquidarse las posiciones abiertas, lo que generó una fuerte tensión de demanda. Los indicadores de referencia de estos mercados perdieron capacidad interpretativa y todo ello aumentó su opacidad. Con los contagios, la liquidez de mercado desapareció y cualquier transacción se hizo imposible. En el proceso se produjo un rápido contagio a la liquidez de financiación de entidades individuales: el riesgo de mercado, si se prolonga en el tiempo, pasa a transformarse en riesgo de financiación, que puede dar lugar a un problema de solvencia en la medida en que las entidades, para hacer frente a sus pasivos, se vean obligadas a vender activos precipitadamente y sufrir una pérdida de capital.

En esta situación, sólo la actuación de los bancos centrales suministrando liquidez es capaz de lograr que el proceso vuelva a sus cauces y los mercados se mantengan en funcionamiento, no sin dificultades, como estamos viendo. Como se menciona en el trabajo, aquellos han actuado rápidamente mediante inyecciones de liquidez. Todas sus reacciones, muy relacionadas con la estructura de suministro de liquidez anterior a la crisis, contribuirán a perfeccionar los instrumentos que constituyen la primera línea de actuación de los bancos centrales. Por lo pronto, ya se han puesto de manifiesto las ventajas de la participación de un grupo importante de contrapartidas —especialmente en casos de crisis—, la importancia de la abundancia de colaterales de adecuada calidad y la conveniencia de actuar en una gama amplia de plazos de concesión de liquidez.

Además de los efectos inmediatos comentados en el punto anterior, la crisis ha tenido efectos a más largo plazo y ha puesto de manifiesto algunos problemas de mayor calado, sobre todo en los sistemas financieros de los Estados Unidos y del Reino Unido, que con frecuencia se usan como ejemplo de buen funcionamiento. Los aparentes fallos de coordinación en el tripartito (Tesoro, FSA y Banco de Inglaterra) y las dificultades experimentadas por el Banco de Inglaterra y la Autoridad de

Servicios Financieros (FSA), por un lado, y las operaciones de rescate e intervención de la Reserva Federal, por el otro, permiten plantear una serie de reflexiones no sólo sobre el funcionamiento práctico de sus sistemas en esta crisis, sino también sobre aspectos más generales de estrategia.

Las actuaciones de la Reserva Federal —el rescate de *Bearn Stern*, las nuevas facilidades de liquidez para los bancos de inversión y *primary dealers*, el intercambio de bonos del tesoro por activos menos líquidos, etc.— han sido ciertamente útiles para amortiguar los efectos de la crisis, pero suscitan una serie de cuestiones sobre la validez de la ortodoxia tradicional en la que, más o menos, hemos vivido hasta ahora. La situación es completamente nueva, ya que lo que se está planteando en realidad es la ampliación del perímetro sistémico, pues, debido a los procesos de concentración e interrelación de los mercados, se ha creado una trama en la que el tamaño de una entidad ya no importa como antes: ahora instituciones de menor tamaño pueden transformarse en sistémicas y esta es una de las cuestiones que ha abierto la presente crisis. Lo que se plantea ahora no hace referencia ya, o no sólo, a los aspectos operativos, sino también, de manera fundamental, a un escalón previo, cual es la decisión de intervenir. La ampliación del papel de prestamista en última instancia está replanteando, en un plano general, la vigencia de conceptos como *moral hazard*, “ambigüedad constructiva”, etc., que, aunque siguen firmemente anclados en el ideario, resultan cada vez más erosionados por la evolución de los sistemas financieros.

Por otro lado, el Tesoro de Estados Unidos ha anunciado un plan de reforma que trata de cambiar sus estructuras de supervisión y regulación actuales, fuertemente fragmentadas y con problemas de coordinación, como se ha puesto de manifiesto recientemente.

La repercusión más inmediata de la crisis de mercados, al margen de los Estados Unidos, se produjo en el sistema financiero británico y se materializó tempranamente en los problemas de una entidad bancaria, el Northern Rock. Sus características —posición dominante en el mercado hipotecario, financiación en los mercados de crédito a corto plazo— la hacían enormemente sensible a estas perturbaciones, como se demostró rápidamente al producirse un cese del negocio de titulizaciones y un cierre en los mercados de financiación. Las vicisitudes por las que atravesó el banco, explicadas en el trabajo, desembocaron en una nacionalización o, como dijo el Canciller, posiblemente no queriendo despertar fantasmas del pasado, en un “paso temporal al sector público”.

Desde la implantación de la estructura institucional de supervisión —el cambio de un modelo de supervisores separados a otro más consolidado que se produjo en los primeros años de este siglo—, este es quizás el episodio más importante de crisis con el que se han enfrentado la Autoridad de Servicios Financieros (FSA) y el Banco de Inglaterra. Al margen de los fallos de la FSA, responsable de la supervisión de todas las entidades del sistema —que los hubo, muy importantes y reconocidos por la institución misma—, y de las dudas planteadas por la actuación del Banco de Inglaterra al inicio del proceso, han vuelto a suscitarse cuestiones relativas a la coordinación en el tripartito y en torno a la decisión, tomada en su día por las autoridades, de relocalizar las facultades supervisoras del Banco de Inglaterra separándolas de esta institución y traspasándolas a la FSA. Aunque este es, desde luego, un asunto muy discutible y existen ejemplos de modelos diversos, hay que reconocer que los acontecimientos descritos dan pie para defender el papel del banco central en la supervisión de las entidades apoyándose en razones prácticas. Basado en estas, este estudio

defiende la posición mencionada más arriba sobre la importancia del banco Central no sólo en los periodos de crisis, sino en los largos periodos de funcionamiento normal en los que se fraguan los elementos de fortaleza y de debilidad de los sistemas. Sólo el continuo contacto día a día con la operativa del sistema permite conocer sus mecanismos internos de funcionamiento, anticipar posibles problemas y, quizás, atenuar sus efectos cuando aparezcan. Podría argüirse que todo lo anterior se puede aprender, y es cierto, pero lo que no es tan fácil es transmitirlo, y aprenderlo cuesta mucho tiempo. Esto se argumenta en el cuerpo del trabajo con más detalle.

Respecto a la posible reforma del modelo de supervisión español, bien conocido, cabe decir que, hasta ahora, el actual ha funcionado de manera correcta y ha hecho frente a los escasos episodios puntuales de crisis importantes de manera razonable. Existen además diferentes razones para no considerar conveniente modificar el modelo en la dirección de un supervisor integrado del tipo del que estableció en su día la Autoridad de Servicios Financieros del Reino Unido. Por ello, el objetivo de la discusión en nuestro caso debe dirigirse hacia el perfeccionamiento y la mayor coherencia de la actual estructura de supervisión financiera. El trabajo defiende esta mejora, que debe ir en la dirección de consolidar un modelo *twin peaks* lo más ajustado posible ya que, con frecuencia, los sistemas intermedios acumulan defectos en los dos extremos. Esto implicaría cambios menos drásticos dada nuestra estructura actual y sobre los que teóricamente existe un cierto consenso, que se analizan con detalle en el texto.

Entre las propuestas de reforma que ha planteado el Financial Stability Forum (FSF) se encuentra la de reforzar el funcionamiento de las autoridades de regulación y supervisión para desarrollar una actuación común en el tratamiento de los grupos bancarios que actúan en diferentes jurisdicciones y en sectores distintos. Se trata, en cualquier caso, de iniciativas que ya están en marcha en el seno de la UE, tanto por parte de las autoridades comunitarias como del sector privado, y lo que se plantea el FSF es dar a estos esfuerzos un mayor ímpetu y un carácter más internacional. El origen de la preocupación es bastante claro: los grupos bancarios con operaciones en distintas jurisdicciones, que representan un papel crecientemente importante en la unificación de los mercados financieros, se ven sometidos a un conjunto de restricciones y normativas que, emanadas de diferentes supervisores, suelen ser distintas e implican un entorpecimiento para el desarrollo de sus actividades en un entorno de fuerte competencia.

El paso más importante en esta dirección viene dado por la Directiva de Requerimiento de Capital (CRD), que en un conjunto de artículos diseña la figura del “supervisor consolidado”, con una serie de características y funciones que le cualifican como el supervisor clave de un grupo bancario con actividades transfronterizas. Sobre el contenido de la misma está trabajando el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (Nivel 3 de Lamfalussy), que ha desarrollado un conjunto de guías que permitirá el funcionamiento práctico de lo que propone la CRD. También la industria (European Financial Services, *Round Table*), como decía antes, está trabajando en la misma línea desde hace tiempo, en propuestas que cada vez tienden más a la convergencia con las comunitarias.

Los problemas originados por la crisis *subprime* desataron un conjunto de explicaciones y atribuciones de responsabilidad sobre la paternidad del hecho. Una de las más desencaminadas fue la que descargaba en el Acuerdo de Capital (Basilea II) una parte importante de la responsabilidad por su ocurrencia. Esta atribución de

responsabilidad se asienta sobre dos errores, bastante obvios, de naturaleza distinta: geográfico, el uno y conceptual, el otro.

Respecto al primero, cabe decir que debido al largo proceso de discusión que están teniendo los supervisores norteamericanos sobre Basilea II y su implantación, el acuerdo todavía no ha entrado en vigor en Estados Unidos. Probablemente, de haber estado implantando Basilea II, la crisis hubiera tenido lugar igualmente pero se hubiera mitigado alguno de sus problemas. La segunda atribución de responsabilidad y el segundo error sostiene que los modelos del acuerdo no han sabido captar los problemas y no han sido capaces de establecer un seguimiento adecuado del control de riesgos de las entidades; pero el acuerdo no es una guía de cómo deben los bancos organizar su negocio y los requisitos de capital que se fijan en él deben ayudar a crear los incentivos adecuados para los tomadores de riesgo y apoyar un buen tratamiento general de los mismos, nada más.

No obstante lo anterior, la situación aconseja la introducción de cambios a raíz de las lecciones aprendidas y esto no constituye un fracaso del acuerdo; por el contrario, su capacidad de adaptación, que deberá producirse con y sin crisis, constituye un elemento básico que favorece su función de dotar al sistema financiero de una *resilience* reforzada.

Con independencia de la acertada o desacertada atribución de errores, lo cierto es que las crisis seguirán apareciendo y lo más sensato es prepararse lo mejor posible para su tratamiento. Un elemento catalizador de la crisis ha sido el desplazamiento del modelo de negocio bancario desde el tradicional, en el que todo se mantenía en el balance y el negocio financiero total se canalizaba a través del mismo, hacia un modelo de originación/distribución, en el que el proceso de intermediación más importante se desarrolla en el mercado, a través de la operativa de un grupo importante de instituciones que producen la mayor parte de los activos y los transfieren mediante complejos mecanismos de titulización, frecuentemente opacos y colocados en estructuras fuera de balance. La utilización de este modelo ha desembocado en la generación de nuevos riesgos que han ido contagiando a todos los sectores. Es necesario, por tanto, reconsiderar la utilización del modelo de forma que se puedan corregir los problemas señalados, realizar un reforzamiento de la gestión de riesgos y emprender una reevaluación de los riesgos que no se pueden calibrar con los sistemas tradicionales.

El Acuerdo de Basilea es un marco adecuado para evaluar la importancia de algunos de estos problemas e intentar una solución mediante la introducción en el mismo, como parte de un proceso de ajuste más general, de las adaptaciones necesarias. En esta línea se han iniciado transformaciones en los tres pilares del acuerdo: la transparencia, las normas de valoración de activos y la actividad de las agencias de *rating*.

La transparencia depende, en gran parte, del conocimiento que los gestores tengan de los instrumentos con los que trabajan y esto, que parece obvio, no lo ha resultado tanto con el problema de la *subprime*. Si la comprensión de los instrumentos no es completa, difícilmente podrán someterse a un ejercicio de transparencia; los supervisores podrían haberlo forzado, pero no fue así. Una transparencia de las empresas financieras más consistente, cuantitativa y cualitativamente, es el camino para recuperar la confianza de los mercados. Esta es la línea que Basilea está reforzando a través de su Pilar 3.

En cualquier caso, no deja de ser paradójico que en el periodo en que las crisis se estaban gestando, y quizás algo antes, los esfuerzos en pos de la transparencia eran abundantes y proliferaron todo tipo de estándares o códigos y todas las instituciones internacionales, las autoridades nacionales, los supervisores bancarios, los de los mercados de valores, Basilea, el FMI, etc. elaboraron gran cantidad de normas apoyando la transparencia; pues bien, en estas circunstancias se produjo la “crisis de la transparencia”. Esto merece al menos una reflexión que no trata de poner en duda el hecho de la necesidad de transparencia, que es incuestionable, al igual que la necesidad de su continua puesta al día. Se trata de considerar, en este momento en que se va a producir un refuerzo adicional en este asunto, si, en ocasiones, estos esfuerzos por la vía de la acumulación no se transformarán en un instrumento de ocultación y opacidad. Dicho de forma más directa, una transparencia cualitativa con un seguimiento adecuado es indispensable para el funcionamiento de instituciones y mercados, no así lo que podríamos llamar transparencia acumulativa, que puede producir los efectos contrarios.

### **Cambios derivados de la Agenda Europea**

Al margen de los cambios que cabe esperar en nuestro sistema financiero, derivados del análisis de las consecuencias de la crisis de mercados, y de las reformas propuestas para tratar de evitar su repetición, existe otra fuente (que mana continuamente) cuyo origen es la aplicación de la Agenda Europea para la Construcción del Mercado Único. El trabajo no pretende abarcar la agenda en toda su riqueza y, por ello, se centra sólo en varias propuestas, en diferente grado de desarrollo y de distinta naturaleza, que afectarán a los mercados y sus infraestructuras. Las iniciativas en curso, analizadas en las correspondientes partes del trabajo —MiFID, Código de Conducta, TARGET2 SECURITIES y Zona Única de Pagos (SEPA)— darán lugar a cambios importantes en el funcionamiento de los mismos y favorecerán su integración en los mercados europeos.

La Directiva de Mercados e Instituciones Financieras (MiFID) tiene como objetivo impulsar la construcción de un mercado único para todas las transacciones con valores, sean estas al por mayor o minoritarias. Posiblemente esta directiva sea el catalizador más importante de cambios en los mercados en el periodo inmediato. La búsqueda de la competencia y la igualdad operativa entre todos los mercados existentes, la transparencia en todos los aspectos del negocio y en todas las fases del mismo y una amplia serie de normas para garantizar la protección de los inversores son los elementos integrantes del cuerpo de la directiva.

Las indudables ventajas de la entrada en vigor de la MiFID son difíciles de exagerar. Por ello, y con el fin de lograr un completo aprovechamiento de su implantación, es conveniente introducir en nuestro sistema los ajustes necesarios para impulsar su aplicación. Algunas partes de nuestro sistema —el registro y liquidación de la renta variable española— pueden obstaculizar la plena aplicación de la directiva, impidiendo que nuestros mercados se beneficien en todas sus posibilidades. Por otro lado, el retraso de la puesta en marcha de las reformas necesarias puede repercutir negativamente, ya que podría dar origen a procesos de deslocalización de la contratación y liquidación.

El Código de Conducta, de adopción voluntaria, impulsa a la industria a la toma de medidas que eliminen la fragmentación producida por las Barreras Giovannini y, consecuentemente, favorece la competencia entre los sistemas de post-contratación.

Transparencia de precios y separación de servicios son los instrumentos para eliminar las barreras antes mencionadas. Las ventajas de la rapidez —al ser un código y no una directiva, cuya aprobación es más lenta— pueden verse mermadas por el hecho de no haber partido inicialmente del establecimiento de unos requisitos mínimos aceptables para todos: esto es algo que puede retrasar su implantación. Para el sistema organizado de post-contratación en España, la adopción del código no tiene por qué plantear problemas, ya que Iberclear lo cumple con sus partícipes.

Las contradicciones cada vez más acentuadas entre un sistema de pagos minorista, fragmentado nacionalmente, y un espacio económico europeo dotado de unidad de mercado, han sido el estímulo para el desarrollo de la iniciativa de una Zona Única de Pagos en Europa (SEPA), cuya finalidad es eliminar todas las diferencias entre pagos nacionales y transfronterizos creando un mercado único para pagos en euros, de modo que los ciudadanos europeos puedan efectuar pagos desde una cuenta única, utilizando un único conjunto de instrumentos de pago, con la misma sencillez que en el ámbito doméstico.

Los proyectos de infraestructuras de sistemas de mercado de valores y de sistemas de pagos (TARGET 2 y TARGET 2 SECURITIES) buscan la eliminación de la fragmentación de las infraestructuras de los mercados de valores y la integración de los sistemas de pagos mayoristas en toda la UE. Respecto a los pagos, el trabajo empezó hace muchos años con la creación de TARGET, sistema de liquidación bruta en tiempo real que vinculaba los sistemas de todos los bancos centrales europeos bajo estándares comunes, pero con un grado de integración limitado, de tal forma que las tareas básicas se mantenían en aquellos. El desarrollo de este sistema, que resultó muy satisfactorio, se enfrentaba con un entorno cada vez más consolidado, lo que llevó a las autoridades a proponer la centralización técnica total del mismo. Así quedó constituido, en 2007, TARGET2, que permite a todas las entidades bancarias europeas condiciones iguales y la concentración de la liquidez en una sola cuenta de efectivo, lo que hace más ágil el manejo de la tesorería. Mejorada así la eficiencia y seguridad de los sistemas de pagos, se puso de manifiesto lo inadecuado de la fragmentación existente en las formas de liquidación de valores y se inició un proyecto TARGET2 SECURITIES que busca la integración, en una sola plataforma, de las cuentas de valores de los depositarios centrales y en la que se concentrará la liquidación conjunta de cuentas de valores y efectivo.

El ámbito más amplio de mercado en el que se han gestado los proyectos anteriores también se ha transformado. En efecto, la situación de la contratación y la post-contratación (registro, compensación y liquidación) de valores se ha modificado en los años más recientes, produciéndose procesos de consolidación de desigual intensidad en las diferentes fases (más intensa en la contratación que en la post-contratación) mediante compras y fusiones a nivel nacional e internacional. Este movimiento también ha tenido lugar en España pero, exclusivamente, en el ámbito nacional, mediante la constitución del *holding* de Bolsas y Mercados.

En relación con estos procesos de cambio y consolidación es útil plantearse las ventajas e inconvenientes de incorporarse a los mismos, pero quedarse excesivamente retrasado tiene evidentes riesgos desde mi punto de vista. En este sentido habría que replantearse, si no se ha hecho ya, a la vista de todos los procesos de consolidación y cambio analizados, cuál es el futuro inmediato del *holding* y en qué medida existen en nuestro sistema factores que dificultan la decisión. La existencia de peculiaridades en determinadas áreas de nuestra práctica doméstica puede estar impidiendo o

retrasando innecesariamente la participación de los sistemas españoles en los procesos de consolidación que se están desarrollando en Europa, tanto en el área de contratación como en el de post-contratación. En esta línea existe una especificidad española que puede hacer difícil una decisión de integración, que finalmente habrá que tomar, relativa a los sistemas de liquidación de la renta variable. Se trata de la pervivencia en nuestro sistema de unas prácticas en renta variable que deberían haberse eliminado hace tiempo: la firmeza en el momento de la contratación en vez de en el momento de la liquidación y vinculada a la existencia de las referencias de registro. Todo lo anterior configura una situación en la que la integración del sistema español en los proyectos europeos de este tipo se hace difícil.

### **Evolución económica y financiera: escenarios de cambio**

El trabajo se cierra con un análisis de la situación de nuestro sistema financiero orientado hacia su posible evolución en un futuro inmediato. En los últimos años la evolución de nuestro sistema ha sido excepcionalmente buena, como atestiguan todos los indicadores —beneficio, rentabilidad, solvencia, eficiencia, etc.— habitualmente utilizados en la evaluación de los sistemas en todo el mundo.

Ahora bien, todos los factores que han estado contribuyendo a la fortaleza del sistema están cambiando rápidamente y esto condicionará el desarrollo de nuestro sistema, para el que se está abriendo una etapa de incertidumbre. Durante todo este tiempo, el elemento dinamizador de la economía española ha sido la evolución del mercado hipotecario (construcción, promoción y adquisición de vivienda). La situación macroeconómica de estos años y la favorable evolución de los tipos de interés reales han permitido su rápido desarrollo y el fuerte aumento del endeudamiento.

Dada la importante dependencia, en nuestro modelo de desarrollo, de las condiciones económicas generales respecto a la evolución del mercado inmobiliario, una caída del mismo, como la que se está produciendo, tiene efectos negativos sobre la situación general macroeconómica y sobre el sistema financiero como parte de la misma. Si a este rápido empeoramiento de la situación macroeconómica se le añaden los efectos de la situación internacional, con el rápido contagio de la crisis *subprime*, la desaparición de la liquidez y la rápida evolución al alza de los precios de la energía, tendremos un conjunto de factores que apuntan a un cambio importante respecto a lo que ha sido la evolución de los últimos años en nuestro sistema financiero.

Ante esta situación las entidades españolas deberán, a corto plazo, hacer frente a esa gestión de riesgos que lleva consigo el proceso de empeoramiento macroeconómico. A medida que el ciclo de la construcción muestra signos de agotamiento claros, las entidades deberán recomponer la estructura de sus balances de acuerdo con el nuevo entorno mediante una reducción del peso relativo del inmobiliario, un aumento en la financiación de empresas no financieras del resto de los sectores, y la recomposición del crédito a las familias con un aumento relativo en los segmentos de mayor calidad crediticia. Junto a ello, el replanteamiento de la obtención de financiación mayorista en los mercados financieros internacionales, el incremento en la captación de fondos en el mercado minorista, etc. son algunas de las posibles vías de actuación que las entidades conocerán mejor que nadie. Este cambio de estrategias inevitablemente obligará a enfrentarse con la evolución, o mejor la reducción, de la cuenta de resultados.

A medio plazo se plantea la cuestión del modelo de negocio que, dada la distinta naturaleza de las entidades que actúan en nuestro sistema, planteará dificultades diferentes a bancos y a cajas. Respecto a estas últimas, quizás sea este el momento de avanzar en la corrección de algunas especificidades de su normativa y método de gestión, con lo que se facilitaría su adaptación al nuevo entorno en el que deberán desarrollar su actividad.

Aunque con menor intensidad que en el sistema bancario, también en los otros sectores de nuestro sistema financiero —valores y seguros— se están haciendo sentir los efectos de todos los factores mencionados.

## II Estructura y evolución del sistema

### 1 Antecedentes

Aunque de manera simplificada, teniendo en cuenta que el proceso descrito forma parte de un todo continuo que se remonta más en el tiempo, pueden señalarse dos periodos que, en el plazo de los últimos veinticinco años, han registrado el paso de un sistema financiero sometido a minuciosas regulaciones y altamente ineficiente a otro más libre, abierto y eficaz. Además, dentro del propio sistema, se ha pasado de un banco central sometido completamente a las directrices del Gobierno y, por lo tanto, ejecutor de una política monetaria pasiva y dotada de instrumentos escasos, a un banco independiente que desarrolla una política más activa, que ha culminado en la presente situación de política monetaria única y de sustitución de la peseta por el euro.

Ambos periodos están vinculados directamente con acontecimientos cruciales para nuestro país: el primero de ellos abarca las primeras elecciones democráticas y la firma de los pactos de la Moncloa, que dieron lugar a un importante proceso de reforma, centrado en el establecimiento de una política económica con objetivos a medio plazo y con el consenso de todos los agentes; el segundo, vinculado con todos los procesos de la Unión Europea, nos ha llevado hasta la situación actual, algunos de cuyos rasgos se tratarán más adelante.

En torno a los años del inicio del primer periodo y ante las fuertes entradas de capitales inducidas por la perturbaciones monetarias internacionales —entre ellas las dos primeras crisis del petróleo (1973 y 1979)—, que alentaron la expansión monetaria y la presión inflacionista, el Banco de España (BE) acometió una serie de reformas para recuperar el control de la liquidez utilizando mecanismos de mercado hasta ese momento inexistentes. Así, formuló un objetivo monetario amplio, estableció un coeficiente de caja, apoyó la negociación y formación de precios en los mercados, creó unos instrumentos nuevos (los préstamos de regulación monetaria) y desarrolló el mercado monetario. Pero es a partir de los pactos de la Moncloa cuando la transformación se hace más intensa y transcurre a través de varios caminos: reforzamiento de los instrumentos de política monetaria; unificación de coeficientes de caja y establecimiento de subastas en las inyecciones de liquidez; progresiva liberalización de los tipos de interés activos y pasivos del sistema bancario; eliminación progresiva de los coeficientes de inversión obligatoria; mejoras del sistema de pagos; establecimiento de las emisiones de deuda pública y creación de un moderno mercado de deuda pública; homogeneización de todas las instituciones en cuanto a su operativa y completa autonomía para el desarrollo de su negocio, incremento de la supervisión ex-post y liberalización en la apertura de sucursales; apertura del mercado nacional a los bancos extranjeros que, a su vez, contribuyeron eficazmente al desarrollo de innovaciones financieras; reorganización del crédito oficial, creación de nuevos intermediarios financieros y potenciación de los mercados de valores.

La conjunción de un proceso rápido de liberalización como el señalado, que produjo una ruptura en el bloqueo institucional existente, coincidente con una situación de

crisis económica, dio lugar al episodio más grave de crisis bancaria que ha atravesado nuestro país. Más de cincuenta bancos resultaron afectados en un momento en el que no se disponía de instrumentos adecuados para hacer frente a una crisis de este tipo. Basta con pensar que los fondos de garantía de depósitos (FGD) se crearon a principios de los ochenta (1980 para bancos, 1982 para cajas y cooperativas), coincidiendo con gran parte de la crisis mencionada, para ayudar a solventar estas situaciones. Las enseñanzas de estos acontecimientos desembocaron algo más tarde en la aprobación de la Ley de Disciplina e Intervención de la Entidades de Crédito (Ley 26/1988), que es la base, hasta nuestros días, de las potestades supervisoras del Banco de España.

El segundo periodo, que se inicia en el año 1985 con la adhesión de España a la Comunidad Económica Europea, profundiza las transformaciones anteriores e introduce otras nuevas que han cambiado radicalmente nuestro sistema. A partir de este momento las transformaciones más importantes del sistema financiero son consecuencia directa del deseo unánime de incorporarse plenamente al proceso de integración europeo.

La integración de la peseta en el sistema monetario europeo (1989) pone fin a un periodo de flotación y a la existencia de una dualidad de objetivos de política monetaria que había producido constantes desequilibrios y conducido a la crisis de 1992. La creación del Banco Central Europeo (BCE) en el 2002 y la participación de España en el mismo produjo cambios legislativos en el funcionamiento de nuestro banco central. La Ley 13/1994, en la que se otorga plena autonomía al Banco de España para el diseño e instrumentación de la política monetaria (orientada al mantenimiento de la estabilidad de precios y a la desaparición de los agregados monetarios), fue, junto con la fijación de la variable tipo de interés a corto plazo y un sistema de subastas para el suministro de liquidez, el elemento que hizo posible un cambio en la manera de hacer las cosas más acorde con la nueva situación. Los cambios legales e institucionales mencionados vinieron acompañados por un mayor rigor en la política fiscal, expectativas más favorables en tipos de interés y tipo de cambio, salarios más alineados con los objetivos de inflación y una situación económica más favorable, factores todos ellos que permitieron que España se incorporase con el primer grupo de países al constituirse la Unión Monetaria Europea en 1999. Con el comienzo del año se puso en marcha la Política Monetaria Común diseñada por el BCE para todos los países integrantes de la UME, tras haberse producido en el cambio de año la redenominación de todas las monedas a euros (Ley 46/1998). La conversión física de billetes y monedas llegaría en el año 2002 (Rojo, 2005).

Por lo que se refiere al mercado de valores, este periodo fue también decisivo y marca un punto de transición desde unos mercados con escasas infraestructuras y una supervisión fragmentada a otros que, después del impulso inicial, se desarrollan con celeridad. Por primera vez empieza a aparecer en nuestro país un auténtico mercado de valores que, a partir de este momento, se desarrollará al unísono con todo el sistema financiero.

En 1988 (Ley 24/1998) entró en vigor la Ley del Mercado de Valores, a partir de la cual se inicia la transformación de estos mercados. Los agentes de cambio y bolsa, que representaban ya en esos momentos una anomalía en relación con el funcionamiento de estos mercados en otros ámbitos, pasan a ser sustituidos por entidades financieras, las sociedades y agencias de valores, entidades supervisadas con exigen-

cia de recursos propios que desempeñan su actividad en el sector una vez cumplidos una serie de requisitos.

Al mismo tiempo aparece el supervisor único de los mercados de valores, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), con objetivos legalmente encomendados: la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores. A partir de este momento, se desarrolla un conjunto de procesos que desembocan en la situación actual.

En efecto, en los últimos años ochenta y principios de la década siguiente se da un impulso definitivo al desarrollo de las infraestructuras de mercados —deuda pública anotada, creación de SIBE, AIAF y MEFF— y a la compensación y liquidación, con la Central de Anotaciones en Cuenta (CADE) y el Sistema de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV). Dentro de esta etapa, merece especial atención la creación del mercado único y del IBEX 35, así como la desmaterialización de los títulos, sustituidos por anotaciones en cuenta. Todos estos factores, junto con la entrada de España en el Sistema Monetario Europeo (SME), hicieron, para los inversores extranjeros, muy atractivas las inversiones en activos españoles, y esto acentuó la presencia de no residentes en los mercados de valores (deuda y bolsa). Finalmente, se crean otros mercados de negociación en futuros (aceite) y sistemas organizados de negociación tales como Latibex y SENAF.

En la última parte del periodo considerado, hasta nuestros días prácticamente, la estructura de los mercados de valores experimenta cambios de bastante calado. Los acontecimientos que dispararon el cambio fueron, por un lado, la supresión de la exclusividad de las sociedades y agencias como miembros de las bolsas, por lo que otros intermediarios financieros, entidades de crédito especialmente, tuvieron acceso a las mismas, y, por otro lado, la desmutualización de las bolsas. Esto dio lugar al proceso de unificación de la propiedad de las sociedades rectoras de los mercados que desembocó en la creación de Bolsas y Mercados Españoles, sociedad *holding* de Mercados y Sistemas Financieros, S.A. (BME). El proceso culminó con la salida a bolsa de esta sociedad en 2002 (Martínez y Rodríguez, 2007).

A partir de ahí, los procesos internacionales de consolidación y fusión de sociedades de bolsa, la unión de mecanismos de compensación y liquidación, la creciente presencia de la legislación europea y, en especial, todas las iniciativas derivadas del Plan de Acción de Servicios Financieros, junto con la cooperación con otros reguladores de banca, seguros y valores nacionales e internacionales (*Joint Forum*, comités Lamfalussy de Nivel 3), marcan el desarrollo de los mercados de valores en paralelo con lo que está ocurriendo con los otros componentes de nuestro sistema financiero.

Los años posteriores han seguido registrando cambios importantes en el sistema financiero, entre cuyas causas se encuentran la eliminación de todas las restricciones al movimiento de capitales, la desregulación guiada por la idea de una mayor confianza en los principios de mercado, la ampliación del abanico de instrumentos financieros, la internacionalización de los mercados y la desaparición de fronteras entre los sectores tradicionales —banca, seguros y valores—, las innovaciones tecnológicas y de las comunicaciones y la creciente sofisticación en los mercados. Todo ello, en un proceso de globalización capaz de transmitir los efectos positivos derivados de la dispersión de riesgos que han hecho posible un incremento de la *resilience* del sistema, pero también, como estamos viendo, una pérdida de control y una cre-

ciente opacidad de los procesos que han producido una alteración de los mercados con episodios de tensión que todavía duran al preparar este trabajo.

## 2 Estructura de mercado

El sistema financiero español está constituido por tres grupos diferentes de instituciones que actúan en mercados distintos pero crecientemente integrados y de importancia desigual: el sistema bancario, los seguros y fondos de pensiones y los mercados de valores.

Tal como se señala en el Anexo I<sup>1</sup>, dentro de las instituciones financieras el grupo dominante es el de las entidades de crédito, con un 77% de los activos totales. Si nos referimos sólo al grupo de entidades de crédito, los bancos representan el 60% de los activos, las cajas el 25% y el resto pertenece a las cooperativas y otros establecimientos de crédito. Partiendo de un proceso de desregulación muy profundo desde finales de los setenta, el sistema ha experimentado una consolidación muy rápida, creando un entorno muy competitivo, manteniendo elevados indicadores de eficiencia y acentuando su presencia internacional, especialmente los bancos. En el interior se ha impulsado una fuerte orientación al por menor, con una muy dilatada red de sucursales y unos procesos de *securitization* muy desarrollados y solventes, que han permitido un acceso muy intensivo al ahorro tanto nacional como internacional.

Las estrategias de los diferentes grupos han sido distintas. Así, mientras las cajas de ahorro han potenciado sus participaciones industriales, los bancos se han expandido en el exterior, todo ello sin descuidar las demandas de financiación requeridas por una economía que ha estado experimentando en los últimos años un fuerte proceso de crecimiento económico y de creación de empleo.

Mientras que las posibilidades operativas de los tres grupos de instituciones son iguales, así como su regulación y supervisión, no ocurre lo mismo con los sistemas de propiedad. Frente a los bancos, cuyo sistema de propiedad es el habitual (las acciones), las cajas de ahorro no tienen acciones y están obligadas a utilizar, para nutrirse de capital, los beneficios no retenidos en inversiones o en proyectos sociales y benéficos. Esta situación de no cotización en bolsa y, por lo tanto, de no poder ser compradas (o no con la facilidad con que lo pueden ser las otras instituciones), a la que se añade la asimetría de que ellas sí pueden comprar, implica la falta de elementos de disciplina de mercado y transparencia que son cruciales para el funcionamiento de los mercados y que, por lo tanto, deberían ser corregidos. En cambio, por otro lado, la existencia de estos dos bloques de entidades ha supuesto un fuerte acicate para la competencia en los mercados nacionales.

Bajo la genérica denominación de mercado de valores se agrupa un conjunto de mercados —renta variable y renta fija pública y privada— y las instituciones que operan en ellos —Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) de carácter financiero, ICC de carácter inmobiliario e IIC de inversión libre—. Junto a ellas están las Empresas de Servicios de Inversión (ESI), que comprenden las sociedades de valores, las agencias y las sociedades de gestión de carteras.

---

1. El anexo muestra, en su primera ventana, la estructura por activos del sistema financiero completo y del sistema bancario en particular. El resto de la información se refiere sólo a este último. Los anexos II, III y IV recogen información de la estructura y composición de los mercados de valores.

Cabe destacar por su importancia a los fondos de inversión, con un total de 2.954 fondos, un patrimonio acumulado de 255.000 millones de euros y más de ocho millones de partícipes (cifras de 2007), y a las sociedades de inversión, 3.290 en total y con un patrimonio de 30.300 millones de euros. Son los agentes principales de estos mercados, sobre todo los fondos<sup>2</sup>. Su evolución, como se verá más adelante, ha estado condicionada por la evolución de los mercados nacionales e internacionales, aunque mantienen una posición solvente.

Bajo la regulación de la CNMV, todos los instrumentos financieros se negocian en diferentes mercados y plataformas, antes con actuaciones separadas e independientes, pero que han experimentado un proceso de consolidación culminado con la creación de Bolsas y Mercados Españoles (BME), que concentra todas las actividades de contratación y post-contratación (registro, compensación y liquidación).

El sector español de seguros comprende 330 entidades, la mayor parte de las cuales son sociedades anónimas (227), siendo el resto mutuas y en un pequeño número mutualidades de previsión social. El sector “no vida” es el dominante en este mercado, absorbiendo entre el 50% y el 60% de los 45.000 millones de euros de ingresos por primas del sector y, dentro de él, el ramo del automóvil es el más importante.

La situación del sector es saneada, su cartera de activos es predominantemente de renta fija y las pautas de actuación del sector están en línea con las prácticas internacionales vigentes. Ha sobrellevado bien algunos problemas en un pasado reciente —caídas en los tipos de interés y movimientos adversos en los mercados de valores entre 2001 y 2003—, mostrando un grado elevado de resistencia. Existe, además, un Consorcio de Compensación de Seguros de carácter público que ofrece cobertura para riesgos extraordinarios como complemento de las pólizas privadas, así como reaseguros y co-seguros en materias agrícolas.

En los últimos años se ha desarrollado un sistema privado de fondos de pensiones que, con una naturaleza conservadora, ha alcanzado niveles muy importantes (en torno al 8% del PIB en los últimos años y 9,3 millones de participantes frente a los 1,8 de cinco años antes). El crecimiento demográfico y el creciente nivel de empleo explican este incremento que, en cualquier caso, está limitado, dadas las características compulsivas del sistema público de pensiones.

Una parte esencial para el adecuado desarrollo de los mercados es la seguridad que proporcionan unas infraestructuras seguras y eficientes: básicamente, los sistemas de pagos y los sistemas de compensación y liquidación; sobre ellas se volverá más adelante.

### **3 Estructura institucional de la regulación/supervisión**

La regulación y supervisión del sistema financiero tiene tres componentes que, aun con estrecha conexión entre ellos, se ocupan cada uno de un área determinada. Las instituciones de crédito son responsabilidad del Banco de España, los mercados de valores son supervisados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y las compañías de seguros están sujetas a la supervisión de la Dirección de Seguros, que está integrada en el Ministerio de Economía (ME).

---

2. Ver anexos II, III y IV.

En cuanto a las entidades de crédito, es el BE el responsable de su supervisión y regulación. La ley señala con claridad, como origen de la regulación de las entidades, al Ministerio de Economía, que establece delegaciones en el Banco de España y ejerce otras funciones directamente (las sanciones muy graves deben ser aprobadas por el ME, al igual que la revocación de licencias, aunque el propio Banco de España es el que propone al ME la sanción correspondiente).

En cualquier caso, el esquema de regulación prudencial y supervisión orientada al riesgo cumplen satisfactoriamente los principios básicos de Basilea para una supervisión efectiva. Las exigencias de capital son adecuadas y más intensas que lo fijado por los estándares internacionales. La base de la supervisión es una muy exigente clasificación de préstamos y unas reglas de provisiones y procedimientos de cumplimiento muy estrictos. La presencia intensiva de la supervisión del Banco de España en los bancos (*on site*) se ve complementada por una muy amplia central de riesgos que permite un seguimiento puntual de los riesgos de crédito de las carteras. En el año 2005 se adoptaron las Normas Internacionales de Contabilidad (IFRS) y la CAD (Basilea II) está en proceso de implantación en estos momentos.

Los tres tipos de instituciones que integran el sistema bancario —bancos, cajas y cooperativas— funcionan bajo el mismo esquema supervisor y, en lo esencial, no presentan diferencias. Algunas, no obstante, existen en el caso de las cajas por las características de estas instituciones, cuyo origen y vinculación con las comunidades autónomas explica que estas conserven algunas capacidades reguladoras y supervisoras (órganos de gobierno, transparencia, protección de consumidores, etc.), compatibles en principio con la capacidad supervisora del BE, que es común para todo el sistema en lo que se refiere a solvencia y estabilidad financiera.

Los procedimientos de resolución de potenciales problemas, al estar integrados en el Eurosistema, son los comunes para el mismo. Al margen de las *standing facilities* del BCE y del Eurosistema, el BE puede prestar ayudas de liquidez a instituciones con problemas, pero cuando dicha intervención pueda tener implicaciones para todo el área, la consulta al Consejo del BCE es preceptiva. Existe en la ley un procedimiento de excepción que faculta al BE para nombrar un gestor con poderes de veto sobre todas las operaciones de la institución y para sustituir la administración de la sociedad en caso de que la protección del patrimonio de los depositantes así lo requiera.

Existe igualmente un mecanismo de seguro de depósitos establecido según las líneas de la directiva correspondiente. En el caso español existen tres fondos de garantía de depósitos (uno por cada grupo de instituciones) con idénticas reglas y cuya actuación no se limita a pagar a los depositantes en caso de crisis, sino que desarrollan un papel mucho más activo en el tratamiento de la misma. Puede incluso, por ley, contribuir a la capitalización de la entidad con problemas. Existe una agencia que administra los tres fondos y cada uno de ellos, además, tiene un consejo de ocho miembros (cuatro del BE y cuatro de las entidades pertenecientes al fondo en cuestión). En los últimos diecisiete años la intervención del fondo ha sido bastante efectiva pero, afortunadamente, limitada: cinco bancos y siete cajas de ahorro han tenido que utilizar el FGD. Sólo en uno de los cinco bancos la entidad, de pequeño tamaño, cerró y el FGD hubo de hacer frente a los gastos, cuyo importe fue recobrado en el momento de su liquidación. Todos los fondos son de financiación ex-ante, en base a las aportaciones de las entidades.

Los mercados de valores son supervisados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), entidad pública de carácter autónomo creada por la Ley del Mercado de Valores. La CNMV es el supervisor de todas las empresas que prestan servicios de inversión, sin excluir a aquellas entidades de crédito que tengan actividad en los mercados financieros y solamente en relación con esta actividad (ver más adelante la coordinación). Transparencia y protección del inversor son sus principales tareas, junto con el seguimiento continuo de las operaciones y prácticas en el mercado de valores. Al igual que ocurría con el BE, realiza una intensa supervisión *off site* basada en la información requerida a las entidades del mercado y complementada con componentes *on site*, enfocada principalmente a las áreas de mayor riesgo potencial. Tiene también un fondo de garantía de inversores. Además, cumple adecuadamente con los principios de IOSCO sobre una buena regulación y supervisión de los mercados de valores (IOSCO es el organismo internacional que asesora a las autoridades competentes nacionales en esta materia).

En cuanto a la regulación, el que mantiene la potestad original, al igual que ocurría con el BE, es el Ministerio de Economía, que elabora y aprueba las normas prudenciales cuyo desarrollo posterior corresponderá a la CNMV. De igual forma, en el caso de sanciones muy graves o concesión y retirada de licencia, la potestad la mantiene el ministerio, si bien la propuesta puede proceder de la entidad responsable de la supervisión.

Los seguros y fondos de pensiones son supervisados por la Dirección General de Seguros, que se encuentra integrada en el Ministerio de Economía.

#### **4 Gobierno y rendición de cuentas**

Por lo que respecta al BE, la normativa básica está constituida por la Ley de Autonomía de 1994, que reformó la ley anterior vigente a raíz de la creación del Banco Central Europeo (BCE) y la incorporación al mismo del Banco de España. Esto supuso la autonomía del banco en la ejecución de la política monetaria. Posteriormente, con la creación de la Unión Monetaria (1981), esta función fue asumida íntegramente por el BCE mediante las decisiones de su Consejo, en el que participan los gobernadores de los bancos nacionales, siendo estos responsables de su instrumentación.

La segunda norma básica está constituida por la Ley de Disciplina e Intervención de las entidades de crédito de 1989, que es la base de toda la actuación supervisora del BE. La norma de régimen de autogobierno del BE es el Reglamento Interno del Banco de España aprobado por el Consejo de Gobierno en el año 2000.

Los órganos de gobierno del banco están integrados por: a) el Gobernador y el Subgobernador, nombrados por el Gobierno, con un mandato de seis años no renovable ambos; b) el Consejo de Gobierno, constituido por Gobernador y Subgobernador, seis consejeros nombrados a propuesta del ME (con un mandato de seis años renovable una vez), la DG del Tesoro y el Vicepresidente de la CNMV y, con voz pero sin voto, los directores generales del banco, el Secretario General del mismo, con voz pero sin voto, y el representante de personal, también sin voto; y c) la Comisión Ejecutiva, integrada por Gobernador y Subgobernador, dos de los consejeros del Consejo de Gobierno nombrados a propuesta del Gobernador y los directores generales, sin voto, y el Secretario General, en las mismas condiciones.

En el caso de la CNMV, la normativa básica está constituida por la Ley del Mercado de Valores de 1999, la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (2003) y la Ley

de Capital Riesgo (2005). El gobierno de la institución se basa en el Reglamento de Régimen Interior aprobado por su Consejo.

Los órganos de gobierno de la CNMV están constituidos por: a) el Presidente y el Vicepresidente nombrados por el Gobierno, con un mandato de cuatro años renovable una vez; b) el Consejo de la CNMV, integrado además de por el Presidente y el Vicepresidente, por tres consejeros nombrados por el Gobierno por un periodo de cuatro años renovable una vez, y por el Director General del Tesoro y el Subgobernador del BE, ambos por razón de su cargo; c) el Comité Ejecutivo, integrado por los miembros de Consejo anterior a excepción de los representantes del Tesoro y del BE; y d) un Comité Consultivo presidido por el Vicepresidente e integrado por diecisiete miembros representantes de los distintos mercados (que recibe las circulares, sanciones muy graves, licencias, etc.).

Por su parte, la Dirección General de Seguros se rige por una normativa básica integrada por la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados (2004) y la Ley Reguladora de Planes y Fondos de Pensiones (2002).

Dada su naturaleza, carece de órganos de gobierno en la línea de los mencionados para los supervisores anteriores. Tiene un Director General nombrado por el Consejo de Ministros.

Todos los organismos tienen la obligación de presentar al Parlamento, al menos una vez al año, informes de su gestión. Y, por supuesto, el Gobernador del Banco y el Presidente de la CNMV deben acudir al Parlamento cuantas veces sean requeridos por este.

## 5 Coordinación de sectores

El sistema financiero español tiene tres supervisores separados y la coordinación entre los mismos se produce tanto a nivel nacional como en el marco global de la UE.

En el ámbito nacional, los tres supervisores tienen firmados, de una manera multilateral, acuerdos de colaboración (MoU) y todos ellos, a su vez, tienen firmados acuerdos de colaboración con el Servicio Ejecutivo de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (SEPBLAC). El objetivo es coordinar las actuaciones en aquellas áreas de actividad que resulten comunes. Con un procedimiento igualmente multilateral tienen establecidos MoU con todos aquellos países en los que las instituciones financieras españolas tienen alguna presencia. Estos acuerdos existen, de antiguo, de forma voluntaria, pero fue la Ley de Reforma del Sistema Financiero (2002), que establecía normas de colaboración y transparencia, la que les dio carta de naturaleza.

El contenido de los acuerdos hace referencia a todas las actividades reguladoras y supervisoras en su vida diaria. Su operativa es muy flexible: la actividad diaria, el intercambio de información sobre temas de interés común, etc. se realizan mediante contactos directos de los equipos profesionales correspondientes. Existen, además, reuniones regulares (al menos una vez al mes) de los representantes del más alto nivel de las instituciones. Un elemento adicional de colaboración viene dado por el cruce de consejeros: en el Consejo de la CNMV participan la DG del Tesoro y el Subgobernador del Banco de España, mientras que en el Consejo de este último participan la DG del Tesoro y el Vicepresidente de la CNMV.

El objetivo de estos acuerdos no tiene como propósito la prevención y el tratamiento de las crisis, que se realizan por otro procedimiento.

En el desarrollo general de la actividad de todas las instituciones de la UE, la estabilidad financiera se ha transformado en un objetivo prioritario y, con ella, la preocupación y el desarrollo de actividades tendentes a la prevención y tratamiento de las crisis. En los últimos años, el desarrollo del esquema Lamfalussy con su extensión a los tres sectores y una serie de acuerdos formales y protocolos de colaboración entre diferentes instituciones y sistemas de pago han venido reforzando aspectos tales como el intercambio de información entre supervisores, la coordinación más estrecha entre aquellos y los bancos centrales, etc., referidos tanto a tiempos de actividad normal como de potenciales situaciones de crisis.

El paso más importante en este terreno, dirigido directamente a la prevención y tratamiento de las crisis, se ha dado en junio de 2008, fecha en la que entró en vigor el acuerdo de cooperación entre las autoridades supervisoras, bancos centrales y ministerios de finanzas de la Unión Europea (sobre estabilidad financiera transfronteriza).

Este nuevo acuerdo sustituye al aprobado en julio de 2005. Su contenido es más amplio que el anterior y se aplicará tanto en tiempos normales —con el fin de reforzar los preparativos que permitan hacer frente a una crisis potencial— como en situaciones de crisis que afecten a la estabilidad del sistema financiero de algún estado miembro con posibilidades de contagio sistémico en otros<sup>3</sup>.

Basándose en las decisiones del acuerdo previo al hoy vigente en España se creó (junio 2006) un Comité de *Estabilidad Financiera* (CESFI) que incluye también al supervisor de seguros y valores. Ya en funcionamiento desde esa fecha —apoyándose en un intercambio sistemático de información entre los miembros y en un refuerzo de los instrumentos para preservar la estabilidad financiera y prevenir las crisis— el comité aborda las perspectivas financieras de una manera regular, analiza las implicaciones regulatoras y sus potenciales reformas y promueve la realización de ejercicios de *stress*, simulación de crisis, etc. (Vegara, 2006).

Al margen de todo lo expuesto, sólo mencionar un asunto relacionado lateralmente con los procesos anteriores, pero que podría tener repercusión sobre la forma de solución de las crisis. Se trata de la estructura institucional de la supervisión financiera en la UE. Es un tema abierto cuyo tratamiento venía desarrollándose en el ámbito institucional de la Unión y que ha visto reforzada su importancia, a la par que su urgencia, como consecuencia de los problemas planteados a raíz de la crisis *subprime*. La reforma responde al hecho de que, cada vez más, las instituciones y mercados europeos adquieren mayor peso global y están más integrados, mientras

---

3. De manera muy resumida el acuerdo contiene: 1) definición y campo de actuación del acuerdo; 2) principios comunes para el tratamiento de una crisis *cross-border* (protección de la estabilidad, primacía de las soluciones privadas, no garantía de utilización de dinero público, etc.); 3) acuerdos de cooperación que se basarán, a nivel nacional, en los grupos de coordinación ya establecidos (el CESFI, por ejemplo, en nuestro caso), además las partes que compartan preocupaciones comunes de estabilidad financiera deberán establecer grupos transfronterizos de estabilidad financiera; 4) método de activación de los procedimientos y delimitación de responsabilidades en una crisis transfronteriza; 5) niveles de intercambio de información; 6) comunicación pública, su organización y coordinación en caso de crisis; 7) establecimiento de planes de contingencia, ejercicios de simulación y pruebas de esfuerzo. Es necesario señalar, en cuanto a la naturaleza del acuerdo, que no tiene fuerza legal. Sus previsiones no implican ningún tipo de actuación obligatoria, ni la adopción de decisiones concretas frente a la crisis.

las estructuras supervisoras siguen siendo básicamente nacionales, a pesar de que los avances han sido muy importantes en los últimos años.

## 6 Evolución reciente de las entidades del sistema financiero

### 6.1 Sistema bancario

Las entidades de depósito españolas han vivido un largo periodo de expansión continua de su actividad, elevada rentabilidad y niveles de solvencia holgados al calor de un ciclo económico expansivo que arrancó en 1994, una vez quedó atrás la recesión de la economía española. Durante el mencionado periodo se ha producido una significativa profundización del mercado bancario español, con una expansión muy notable de entidades regionales fuera de sus áreas geográficas de influencia tradicionales y con una internacionalización creciente, que se ha traducido en una notable presencia de las mayores entidades bancarias en Latinoamérica y, también, en el resto de Europa.

Dentro de este largo periodo pueden mencionarse dos factores importantes en la evolución de nuestro sistema financiero. Por un lado, se ha producido un proceso de concentración o consolidación en instituciones y mercados que ha sido fundamental en el desarrollo del sistema. En efecto, la aceleración producida en los comienzos de los ochenta y la vinculación al área del euro impulsó un rápido crecimiento de la actividad de servicios financieros, un fuerte grado de competencia entre las instituciones y un importante proceso de consolidación de las mismas. El número de entidades ha tendido a decrecer en los años recientes y se ha ampliado la cuota de mercado de las de mayor tamaño. Este proceso de concentración ha sido más fuerte en los bancos que en las cajas.

En el mismo sentido se ha producido una concentración de la actividad, reseñable tanto por el lado del pasivo como del activo. Aproximadamente el 75% de los pasivos provienen de la captación de depósitos, tanto de nacionales (55%), como de no residentes (20%). La expansión del crédito ha sido mucho mayor que la de los depósitos y con una fuerte concentración en el crédito hipotecario. Esto ha acentuado el *gap* entre la financiación y la fuente de recursos, lo que ha dado lugar a importantes procesos de titulización.

Todo ello complementado por una característica destacada de nuestro sistema bancario, que es la atención mostrada al negocio minorista, respaldado por una amplia red de sucursales a lo largo de todo el país. La existencia de dos segmentos (bancos y cajas) con iguales capacidades operativas, pero con diferente naturaleza y forma de propiedad, ha introducido un fuerte grado de competencia en el sistema y, a pesar del incremento en la concentración, han mejorado sustancialmente los niveles de eficiencia.

Por lo que se refiere a los mercados de valores, a partir de la conversión de los títulos físicos en anotaciones en cuenta se ha desarrollado un proceso de desmaterialización de los valores en el que las tecnologías de la información, cada vez más desarrolladas, y los avances en las telecomunicaciones, han hecho posible la explotación de las economías de escala, de alcance y de red en la industria financiera y, con ello, se ha impulsado el proceso de integración y consolidación de mercados de valores, tanto en los sistemas de negociación, como en los de compensación y liquidación.

Es cierto que este ha sido un proceso cuyo desarrollo, en la mayor parte de los mercados de valores internacionales, ha tenido, aun con las peculiaridades de cada caso, una orientación común guiada sobre todo por la evolución de los mercados. Si nos limitamos al marco de la Unión Europea, al impulso de las fuerzas de mercado antes señaladas habría que añadir el objetivo político de consecución del mercado único, que ha acelerado la integración de estructuras de mercado a distintos niveles, tanto en el ámbito europeo como a nivel nacional<sup>4</sup>.

En este contexto, y en la línea mencionada, en nuestro país también se han producido cambios importantes plasmados en la creación del Grupo BME (Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A.), que ha supuesto la integración de las estructuras de contratación y post-contratación bajo una misma entidad. Iberclear se constituyó como el depositario central de valores nacional para gestionar los dos grandes sistemas de liquidación existentes en España, uno para la renta fija y otro para la variable. El anexo IV refleja la organización de los mercados de valores españoles después de su integración.

Con una perspectiva de largo plazo, puede mencionarse también el desarrollo de la inversión extranjera de las entidades de crédito. Después de un largo periodo de tiempo en el que España fue básicamente un país receptor de inversión extranjera, la situación cambió y, desde mediados de los años noventa, se aceleró nuestra integración en los mercados internacionales y nuestro sistema se transformó en un exportador neto de inversiones.

Dos características de esta evolución merecen ser subrayadas. En primer lugar, el volumen de dichas inversiones. A comienzos de la década de los noventa el acumulado de las inversiones en el exterior representaba el 3% del PIB, mientras que en el 2006 ese porcentaje se había transformado en el 41% (la media mundial en ese año era el 26% y, en los países desarrollados, el 31%).

En segundo lugar, hay que subrayar la existencia de patrones geográficos y sectoriales con dos etapas bien diferenciadas:

- En la segunda mitad de los noventa (1995-2000) la inversión estaba centrada en Latinoamérica (45% de los flujos). La expansión a nuevos mercados aprovechando las privatizaciones y la desregulación y el intento de ganar acceso a materias primas y recursos naturales fueron los estímulos del proceso. La proximidad cultural también jugó un papel importante. El segundo objetivo fue la UE (40% de los flujos).
- En el segundo periodo (2001-2006) se reduce la intensidad en Latinoamérica, en parte por el alto nivel alcanzado y por el decaimiento en el proceso de privatización y las crisis financieras al comienzo del periodo.

---

4. Los antecedentes de regulaciones en este área parten del Plan de Acción de los Servicios Financieros, que contenía un conjunto de medidas para lograr la consolidación del mercado en la UE, y la aprobación de la Directiva de Servicios Financieros (1993), que constituyó el "pasaporte europeo" y liberalizaba el acceso de las empresas autorizadas en un país a ser miembro de los mercados regulados de otro país. Posteriormente fue complementada con otras directivas hasta llegar a la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (MiFiD), que ha entrado en vigor en 2007 en España. Por el momento basta señalar, ya que más tarde se aludirá a ella, que esta Directiva establece un nuevo marco de competencia para los mercados de valores, con el objetivo último de contribuir a la creación de un mercado financiero europeo integrado y competitivo.

Por el contrario, se revitaliza la participación en la UE, en especial en el Reino Unido. Como consecuencia de ello, Latinoamérica cae como media del periodo al 15%, mientras que la UE pasa al 66%. En cambio, la inversión directa en los países emergentes de Asia y en los nuevos miembros de la UE es muy pequeña.

- Por otro lado la concentración en los sectores financieros, de telecomunicaciones y en el sector servicios ha sido muy intensa y conjuntamente representa más del 70% de la inversión total exterior durante el periodo.

La evolución del sistema bancario ha sido notable y si, al margen de las tendencias anteriores, nos centramos en los últimos tres años, los rasgos característicos que definen nuestro sistema pueden resumirse de la forma siguiente: el activo total de las entidades de depósito españolas ha crecido entre diciembre de 2004 y diciembre de 2007 un 62%, lo que pone de manifiesto una evolución muy favorable de los balances bancarios. A finales de 2007, el activo total de las entidades de depósito españolas superaba los 3,3 billones de euros. Dicho crecimiento se ha destinado a financiar a empresas y familias. En diciembre de 2007 el 70% del balance era crédito al sector privado residente (63,5% en diciembre de 2004). Una parte muy significativa de este crédito está destinada al sector inmobiliario en sentido amplio: financiación a promotores y a empresas de construcción, junto con el crédito a familias para adquisición de vivienda.

El fuerte crecimiento del crédito no se ha visto acompañado en igual medida por la evolución de los depósitos tradicionales (crecimiento acumulado del 46% desde diciembre de 2004), que, además, han perdido peso relativo en el conjunto de la financiación (del 49,2% al 44,3% del total balance). La creciente diferencia entre créditos y depósitos tradicionales se ha cubierto a través de los mercados mayoristas. En este sentido, las entidades españolas han sido protagonistas destacadas de la emisión de cédulas hipotecarias y de titulizaciones. España, a finales de 2007, ocupaba la segunda posición en el mercado europeo de cédulas, sólo por detrás de Alemania, y la segunda en el de *Asset Backed Securities* (ABS), sólo por detrás de Reino Unido. Conviene señalar que las titulizaciones españolas respondían, sobre todo, al deseo de obtener liquidez y, en mucha menor medida, al de transferir riesgo de crédito<sup>5</sup> y, por ello, los problemas originados por la crisis *subprime* no han tenido lugar en ellas, sino por la vía del contagio de mercados.

Esto ha sido así por varias razones. Primero, porque la regulación es muy exigente y obliga a las entidades que transfieren los créditos, pero siguen soportando una parte de los riesgos, a provisionar como si no se hubiera titulado el activo. En segundo lugar, porque la finalidad buscada en el caso español ha sido esencialmente, como se veía antes, la de disponer de una fuente de financiación adicional que permitiera cubrir el *gap* existente entre depósitos y créditos.

Además de ello, la no utilización del modelo bancario de creación/distribución ha permitido mantener el riesgo en el balance y, por lo tanto, los bancos han tenido los

---

5. En el Informe de *Estabilidad Financiera* de abril de 2008, el Banco de España señala que, en promedio, el tramo Triple A de las titulizaciones representa el 93% del total titulado. Por lo tanto, para que dicho tramo empiece en pérdidas se requieren niveles de probabilidad de impago más de tres veces superiores a los observados en 1993 y pérdidas en caso de impago del orden de cinco veces las de 1993 (en esta parte la ayuda de Jesús Saurina ha sido fundamental).

incentivos adecuados para mantener una política rigurosa. No ha existido, en suma, una separación entre concesión de crédito y gestión de riesgo<sup>6</sup>.

Por otra parte, además, las titulaciones españolas tienen unas características que las han distinguido de las titulaciones que han estado en el origen de las crisis iniciadas en Estados Unidos<sup>7</sup>.

Por un lado, en los esquemas españoles predominaban, como subyacentes, los préstamos vinculados al mercado hipotecario (estos representaban en 2006 el 83% del saldo total). Por otro, los valores españoles tienen una calidad elevada (un moderado LTV, cociente entre el valor del préstamo y el de la vivienda financiada, del 70%), debido al hecho ya mencionado del reducido riesgo de los subyacentes: los préstamos hipotecarios, casi en su totalidad, tienen una morosidad reducida, niveles de pérdidas efectivas en caso de impago muy bajos y son créditos de elevado importe. Además, el hecho de que las entidades retengan la mayor parte de los riesgos también contribuye a su calidad. Todo esto se ha traducido, adicionalmente, en el otorgamiento de elevadas cotizaciones por parte de las agencias de *rating*<sup>8</sup>.

El entorno económico favorable en el que se han movido las entidades, tanto en España como en el extranjero, explica el bajo nivel de activos dudosos que mostraba a finales de 2007: el 0,78% de la inversión crediticia. Esta baja morosidad se ve además complementada por una elevada cobertura mediante provisiones para insolvencias, fruto del elevado rigor con el que el supervisor bancario español ha tratado a las entidades, incluso en un marco regulador que invitaba a lo contrario.

La expansión de los balances bancarios, unida a un ciclo económico favorable, se ha traducido en un fuerte crecimiento de los beneficios bancarios. Así, en 2007 las entidades de depósito españolas presentaron un beneficio neto atribuido de algo más de 30.000 millones de euros, una cifra que habla por sí sola de la elevada rentabilidad de la banca española. La rentabilidad de los recursos propios (ROE) se situó en 2007 muy cerca del 20%, un nivel mantenido en los últimos años. Ello permite situar a las entidades españolas entre las más rentables de Europa, y ello a pesar de que el mercado bancario español es uno de los más competitivos del continente.

La elevada rentabilidad de las entidades de depósito españolas se ha basado en una eficiencia muy elevada y creciente, junto a una evolución muy favorable del negocio bancario no sólo en términos de volumen de operaciones, sino también de mejora en la prestación de servicios con mayor valor añadido. A este respecto conviene señalar una característica importante del mercado financiero español —ya mencionada

---

6. Donde esto ha ocurrido aparece un mercado paralelo en el que los instrumentos dados de baja del balance de las entidades se consolidan con otro tipo de instrumentos, dando lugar a lo que alguien ha llamado "mercados en complejas piezas de papel" que nadie conoce ni controla y que ha sido el origen inicial de la presente crisis *subprime*. Como también se ha visto en la reciente crisis, la creencia en el aislamiento de la entidad original emisora ha resultado ilusoria y se han visto obligados a asumir pérdidas importantes, ya sea por razones de prestigio o por la existencia de algunos acuerdos sobre la concesión de líneas de crédito de respaldo en caso necesario.

7. La posición de los bancos españoles y el nulo efecto de las *subprime* en los resultados del 2007 se ponen de manifiesto al comparar los resultados antes de impuestos de los dos grandes bancos españoles (tasas cercanas al 20%) con los de los bonos de Estados Unidos y Europa, que han reducido sus resultados o, incluso, asumido pérdidas (EF).

8. Por otro lado, este elemento de garantía no atraviesa su mejor momento a la luz de las valoraciones de dichas agencias en el desarrollo de la crisis *subprime* en Estados Unidos (ver más adelante el tratamiento de los problemas con las agencias).

anteriormente—: existe una elevada bancarización, elemento que se traduce en una muy elevada presencia de las entidades de depósito en la distribución de productos financieros no estrictamente bancarios. Así, los bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito españoles controlan en torno a un 80% del patrimonio de los fondos de inversión, un 50% de los fondos de pensiones y un porcentaje significativo de compañías de seguros, del ramo vida o del mixto. Esto permite a las entidades españolas aumentar la venta cruzada de productos en sus oficinas y optimizar unas redes muy amplias y muy integradas en el territorio que, por otro lado, constituyen una pieza fundamental en la provisión de servicios bancarios de proximidad, algo que los clientes españoles, tanto de activo como de pasivo, valoran de forma especial.

De forma más detallada, el margen de intermediación de las entidades de depósito españolas se ha situado en los últimos años en torno al 1,8% de los activos totales medios, una cifra que no evidencia un elevado diferencial entre rentabilidad del activo y coste del pasivo. Por lo tanto, la rentabilidad de las entidades españolas, en la actualidad, no proviene, a diferencia de los que puede estar ocurriendo en otros mercados europeos, de una falta de competencia.

Lo anterior se ve reforzado al analizar el peso relativo de las comisiones sobre la actividad media (en torno al 0,75%) durante los últimos años. En términos relativos, es decir, en relación con el volumen de actividad, las comisiones no han aumentado tendencialmente en el sistema bancario español, contrariamente a la conclusión que se obtiene si sólo se observan las magnitudes absolutas. De nuevo, la rentabilidad de las entidades españolas proviene, en buena medida, de la evolución de la actividad y de la prestación de servicios con valor añadido para el cliente.

Los gastos de explotación sobre los activos totales medios se han reducido tendencialmente en el sistema bancario español. Esta mejora de la eficiencia, en parte debida a la buena evolución del negocio, explica buena parte de la elevada rentabilidad de las entidades españolas. Así, la ratio de eficiencia, el cociente entre los gastos de explotación y el margen ordinario, estaba en diciembre de 2007 en el 45,4%, casi 10 puntos porcentuales menos que unos años antes. Esta ratio de eficiencia es una de las mejores de Europa. La presión competitiva es probablemente el mejor mecanismo para disciplinar, tanto en estrategias de negocio como en costes.

Las dotaciones a insolvencias no han sido bajas en los últimos años. Ello no se debe a problemas de morosidad, sino a un sistema de provisiones que, en la frontera de lo que permiten las IFRS, se concibe como un mecanismo prudencial y, a la vez, transparente. Al comparar la morosidad en el sistema bancario español con otros sistemas bancarios de nuestro entorno se pone de manifiesto el contraste entre una baja morosidad en España y unas dotaciones iguales o ligeramente superiores. Eso se traduce en una cobertura de los activos dudosos muy superior en España, lo que lógicamente ha contribuido a reforzar la estabilidad del sistema financiero español, en particular desde que se iniciaron las turbulencias en los mercados financieros internacionales en el verano pasado.

Una elevada rentabilidad, junto con el mantenimiento de un *pay-out* relativamente estable, ha permitido reforzar la solvencia de las entidades de depósito españolas en un periodo de fuerte crecimiento de los balances bancarios, tanto orgánicamente como por adquisiciones de entidades, españolas y extranjeras. No obstante, el fuerte crecimiento del crédito ha erosionado ligeramente los ratios de solvencia que, en diciembre de 2007, se situaban en el 11,4%, frente a un 12,3% en diciembre de 2004.

El coeficiente de solvencia básico (la ratio *tier 1* en la jerga reguladora) estaba en el 7,5%, sólo 40 puntos básicos por debajo del nivel de hace tres años.

En definitiva, los últimos años han mostrado una evolución muy favorable del sistema bancario español, en parte basada en la evolución cíclica de la economía española y, para las entidades con significativa presencia en el exterior, de la internacional, y en una gestión de las entidades que no ha perdido de vista, en general, la evolución de los costes y las oportunidades de negocio que ofrecía la evolución económica.

A pesar de este balance positivo, conviene señalar, a su vez, que el sistema bancario español se enfrenta a situaciones complicadas en el futuro inmediato, consecuencia en buena parte de las dificultades que están atravesando los mercados financieros internacionales, así como de la situación macroeconómica, general y española, y el incremento continuo de los precios de la energía.

## 6.2 Mercado de valores

En el periodo más cercano, los mercados de valores han mantenido una situación de inestabilidad caracterizada por elementos importantes de incertidumbre y un importante aumento de la volatilidad. Los diferentes mercados y agentes, que constituyen la base de esta parte de nuestro sistema financiero, han evolucionado de forma diferente y se han visto afectados también de forma desigual por los problemas derivados de la crisis financiera internacional.

En el ámbito de la renta variable se han producido correcciones en los precios más intensas en los sectores inmobiliarios y financieros, con un aumento general de la volatilidad, habiendo sido las empresas del sector de telecomunicaciones las que han actuado como refugio.

Por lo que se refiere a la renta fija pública, el aumento considerable de las primas de riesgo, la reducción de liquidez en los mercados y la moderación de emisiones han sido algunas de las características más destacadas de su evolución en este periodo. Esto fue el resultado de la huida hacia la calidad registrada como consecuencia de las turbulencias, que ha tenido como resultado una importante reducción de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo. Los *spreads* de la renta fija privada han aumentado sustancialmente respecto a la pública. Un factor importante ha sido la reducción de emisiones y de operaciones en los mercados derivadas del endurecimiento de las condiciones de financiación de las entidades, evolución que, como se verá en otra parte del trabajo, ha producido importantes problemas de valoración de activos.

A lo anterior se ha añadido la desconfianza hacia los productos estructurados (aunque en nuestro sistema no se han utilizado productos similares a las *subprime*), que ha afectado a nuestro mercado de titulizaciones tanto en el volumen de negociación, que ha caído, como en las emisiones colocadas. Este movimiento ha sido parcialmente compensado por el incremento en los bonos de titulación utilizados como garantía para operaciones de refinanciación en el BE.

Por lo que se refiere a la evolución de los agentes de los mercados, ha sido también muy desigual: más afectados los fondos de inversión y las IIC inmobiliarias y, en mucha menor medida, las IIC de inversión libre (ESI).

Es necesario algún comentario sobre las primeras. Desde hace algún tiempo (2006), en los fondos de inversión se vienen registrando importantes reembolsos debido al cambio de fiscalidad, que redujo su ventaja comparativa respecto a otros productos de ahorro, a lo que contribuyó también la elevación de los tipos de interés. El desarrollo de la crisis de mercados iniciada en EEUU agravó esta situación, que dio lugar, en 2007, a una salida de recursos de los fondos superior a los 20.000 millones de euros. Este volumen superó el rendimiento obtenido por la cartera de los mismos, lo que produjo una caída del patrimonio agregado que experimentó, a su vez, un descenso de más del 5% sobre la cifra del año anterior.

Pero, al mismo tiempo, estos agentes tienen algunas características que les sirven de protección, como son un perfil de riesgo bajo (a pesar de un reciente, aunque ligero, aumento en inversiones con incremento del riesgo) y una elevada liquidez. Un reciente informe de la CNMV<sup>9</sup> hace una evaluación detallada de la exposición de estos agentes a la crisis hipotecaria y financiera internacional. Puede resumirse así: las tenencias directamente relacionadas con las hipotecas *subprime* son mínimas, 14 productos de inversión colectiva tenían activos afectados que representaban un 0,01% del patrimonio total; por otra parte, la inversión en productos de reducida liquidez sólo afectaría a un 6% de la cartera.

El informe concluye que “la escasa exposición general a instrumentos de difícil transferibilidad, junto a la elevada disponibilidad de activos muy líquidos, como depósitos y repos, que oscilan entre el 15% y el 18% del patrimonio total, sugiere que, en general, las IIC financieras españolas afrontan la situación actual con suficiente margen de maniobra” (CNMV, 2008).

En cuanto a las IIC inmobiliarias se produce la misma tendencia al estancamiento, aunque algo más acusada. Su patrimonio no descendió pero su incremento (1% en 2007) ofrece un significativo contraste con las tasas de crecimiento de años anteriores, 35% y 50% respectivamente en 2006 y 2005. La desaceleración del mercado inmobiliario español y su mayor o menor velocidad serán determinantes a la hora de valorar los riesgos, teniendo en cuenta que su tamaño es reducido (un 3% del patrimonio total de las IIC comercializadas).

Por último, las IIC de inversión libre, las empresas de servicios de inversión (sociedades de valores, agencias y sociedades de gestión de carteras), registraron un aumento de resultados y tienen, en general, márgenes de solvencia muy holgados.

## 7 La visión ajena: FSAP

Las crisis financieras de los años noventa, y en especial la crisis asiática, fueron el origen de la creación de los ejercicios de evaluación de los sistemas financieros (FSAP)<sup>10</sup>. El desarrollo de la crisis y la rapidez de su contagio entre distintos sistemas generó un estado de preocupación que se tradujo en diversas iniciativas para reforzar

---

9. La CNMV ha iniciado la publicación con carácter semestral de un estudio sobre “Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas”, incluido en su Boletín Trimestral —el primer estudio ha aparecido en el del primer trimestre del 2008—. Hay que felicitar por esta iniciativa que contribuirá al mejor conocimiento de nuestro mercado de valores y sus agentes, al tiempo que servirá de complemento a otros informes ya existentes. Esta parte del trabajo se ha elaborado fundamentalmente en base a dicho informe.

10. Financial Sector Assessment Program.

la arquitectura financiera internacional, haciendo hincapié en la transparencia y la detección temprana de las vulnerabilidades del sistema.

La colaboración entre los diferentes agentes, mercados, países, organizaciones internacionales, etc. dio lugar a una serie de proyectos de cambio —como ha ocurrido en la reciente crisis— de los que conviene destacar, para el propósito de este momento, los programas de evaluación de los sistemas financieros del FMI y el BM, así como la elaboración de estándares o normas internacionales por las organizaciones internacionales responsables que, con el apoyo de los gobiernos correspondientes, pretendían la extensión al mayor número posible de países de normas de funcionamiento orientadas a mejorar la resistencia y capacidad de respuesta de los diferentes sistemas.

Así pues, ambos instrumentos se complementan, ya que las normas internacionales o estándares son una de las herramientas que utiliza el programa de evaluación del FMI y el BM para analizar los sistemas financieros y recomendar posibles estrategias para la prevención o, en caso necesario, tratamiento de las crisis<sup>11</sup>.

A lo largo del año 2005 tuvo lugar, a petición de las autoridades españolas, el ejercicio de evaluación de nuestro sistema financiero que, siguiendo su metodología habitual, se desarrolló bajo la dirección de un equipo del FMI/BM, que trabajó conjuntamente con las autoridades supervisoras y reguladoras españolas y con la participación de un buen número de entidades financieras. En el año 2006 se terminó el ejercicio, se publicaron sus resultados y todos los documentos resultantes del mismo se colgaron en la web del FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

La metodología del ejercicio está en línea con los objetivos del programa: “medir la capacidad y resistencia del sistema, reducir la posibilidad de crisis sistémicas, limitar la severidad de las crisis que eventualmente pudieran producirse y solucionar las debilidades existentes” (Baliño, 2006). Para lograr esos objetivos utiliza herramientas cuantitativas —pruebas de esfuerzo<sup>12</sup>, indicadores de la salud del sistema— y

---

11. Hasta el momento se ha realizado este ejercicio, voluntario, en 103 países (la excepción más llamativa sigue siendo Estados Unidos). El grado de participación más elevado corresponde a Europa y al continente americano.

12. En el caso de nuestro sistema se realizaron pruebas de esfuerzo, que miden el impacto de diferentes *shocks* en los siete grupos financieros más importantes, unas por las entidades usando los propios modelos internos (2/3 de los activos totales del sistema) y otras con las instituciones de crédito como grupo, realizadas por el equipo FSAP y el BE.

Para medir la resistencia del sistema se diseñaron escenarios de mayor tensión para calibrar las respuestas de los riesgos de mercado, tipos de interés, crédito y liquidez. Además de ello, se estudiaron los efectos de varios escenarios macroeconómicos adversos sobre las instituciones de crédito: una caída de los precios de la vivienda en España, acumulativa durante dos años, del 21 y 28% respectivamente; un incremento de los precios del petróleo a 80\$/barril, una depreciación del dólar del 30% y una crisis en Latinoamérica.

En conjunto los resultados del ejercicio fueron:

1. Se concluyó que el sistema era resistente y estaba bien preparado para absorber las pérdidas asociadas con factores adversos importantes pero aislados, así como *shocks* múltiples derivados de escenarios macroeconómicos adversos.
2. Las pruebas de esfuerzo indicaban la importancia del riesgo de crédito para algunas instituciones, pero sin peligros para el capital. El escenario más severo, de deterioro durante un periodo de tres años, resultó en unas pérdidas medias equivalentes al 13% del capital regulatorio de Basilea.
3. Las cajas de ahorro, generalmente, mostraron en los ejercicios mayor sensibilidad ante los *shocks* adversos y los escenarios de crisis (reflejo, en parte, de sus tenencias industriales y su exposición a los préstamos hipotecarios y a los promotores).

cualitativas —evaluación del cumplimiento de las normas internacionales—, así como los mecanismos existentes para prevenir y manejar una crisis.

En su elaboración, el ejercicio tiene unas características que aumentan su importancia más allá de los resultados concretos y refuerzan su consistencia: a) se trata de una labor conjunta de carácter cooperativo, en el sentido de que no sólo el *staff* de ambas organizaciones participa, sino que se utilizan estándares y normas de otras instituciones y en las misiones participan expertos no pertenecientes al fondo o al banco —aunque la responsabilidad del programa les corresponde a ellos—; b) los resultados del ejercicio se integran en el informe anual del FMI sobre el país, estableciéndose así la vinculación necesaria entre el análisis de los fundamentos del sistema financiero y la evolución económica del país en cuestión, lográndose de esta manera un conocimiento más completo del mismo; c) como se decía antes, el ejercicio busca analizar la estabilidad y el grado de desarrollo del sistema financiero tratando de identificar las vulnerabilidades del mismo pero, en ningún caso, se pretende juzgar o valorar entidades individuales y, por ello, se pone extremado cuidado en realizar análisis globales que no permitan, directa ni indirectamente, la identificación de entidades concretas.

El objetivo de esta parte del trabajo es poner de manifiesto cómo se veía, desde una mirada ajena, nuestro sistema financiero, sus fortalezas y debilidades: el ejercicio de valoración produjo unas conclusiones muy satisfactorias al tiempo que señaló algunos puntos susceptibles de mejora. Este ejercicio se hizo en unos momentos previos, casi un año antes, a la crisis originada por las *subprime* de Estados Unidos y al empeoramiento de la situación macroeconómica general iniciada por la crisis inmobiliaria y vinculada estrechamente a la crisis de los mercados. La solidez de los fundamentos de nuestro sistema, resaltados en el informe comentado, no le aíslan de los problemas y crisis desarrolladas en los mercados desde agosto último, ni de los problemas relacionados con la crisis inmobiliaria, nada sorprendentes después de un dilatado proceso de rápido y excesivo crecimiento de este sector en nuestro país.

- 
4. El relativamente bajo impacto de las pruebas de esfuerzo es el resultado, en buena parte, de la solidez del sistema, pero también está influido, en opinión del FMI, por la aplicación de los *shocks* al modelo macroeconómico del BE. Por ello el fondo acentuó la intensidad de la prueba asumiendo que el empleo y el crecimiento caían en línea con lo que se registró en la crisis de 1992-1993. El resultado agravaba la situación anterior con pérdidas en el capital regulador del 16% para las doce instituciones más afectadas.
  5. El riesgo de liquidez proveniente del análisis resultaba pequeño y las entidades grandes tenían importantes fuentes de recursos y bien diferenciadas. A la luz de lo acontecido, es interesante señalar que al analizar el escaso efecto del ejercicio sobre la liquidez, el informe subrayaba: “para algunas de estas instituciones, los planes de contingencia confían fuertemente en la emisión de *covered bonds*, una estrategia que puede entrañar riesgos si la orientación del mercado o las condiciones de liquidez se deterioran en el sistema mundial, especialmente dada la creciente dependencia de España de la entrada de capital, la situación del déficit de cuenta corriente y las perspectivas de evolución del mercado de la vivienda en España”.

En el sector de seguros también se realizó este ejercicio sobre veintisiete compañías aseguradoras, que representaban el 50% del mercado de no vida y el 62% del mercado de vida. El sistema se mostró resistente ante un amplio abanico de *shocks*, pero con comportamientos diferentes en el ramo de vida, no vida y mixtos. Se aplicaron dos series de pruebas de esfuerzo: la primera, de condiciones similares a las aplicadas en las instituciones de crédito (el impacto mayor para el sistema, en su conjunto, provenía de una caída en precios del *real state* del 17%, que reducía el capital en un 5,6%). La segunda batería de pruebas se basaba en riesgos específicos del sector.

En varios puntos del trabajo se mencionan los puntos fuertes de nuestro sistema bancario y, por tanto, no tiene sentido repetirlos. A pesar de ellos, nada indica que las cosas no vayan a cambiar: es evidente que lo van a hacer y de hecho ya lo están haciendo, lo que obligará al sistema bancario y al sistema financiero en general a replantearse muchas de las estrategias seguidas hasta ahora. En la última parte del trabajo volveré sobre este punto.

Todas estas características se recogían, de una u otra forma, en el ejercicio FSAP y también se mostraban algunas vulnerabilidades del sistema que luego mencionaré. Aunque la cita sea un poco larga, es interesante reproducir la conclusión general del ejercicio de evaluación de nuestro sistema tal como la formulaba el Informe sobre la Economía Española (FMI, Art. IV del 2006) “...en conjunto el sistema financiero español es vibrante, *resilient*, altamente competitivo y bien supervisado y regulado. Las fortalezas del sector son evidentes: un alto grado de intermediación financiera que contribuye a la eficiente movilización y colocación del ahorro; bajos márgenes de intermediación; instituciones financieras bien capitalizadas y profesionalmente dirigidas y una estructura de supervisión prudencial en la frontera de la innovación. La expansión del sistema financiero español se acentuó desde que el país se unió al área euro en el contexto de un largo periodo de crecimiento económico e incremento del empleo. El préstamo al sector privado ha crecido más rápidamente que los depósitos, debido a la fuerte demanda de crédito, especialmente para vivienda, en un entorno de muy bajos tipos de interés —negativos en términos reales—” (FMI, 2006). La coyuntura macroeconómica y financiera ha cambiado desde que este informe se publicó, pero las fortalezas que en él se señalan pueden ser un elemento importante para atenuar el empeoramiento y para lograr una recuperación más rápida.

Al margen de la evaluación positiva del FMI, el ejercicio también puso de manifiesto los puntos más inciertos y algunas vulnerabilidades del sistema que, en parte, se han visto confirmadas por la evolución posterior. Muy brevemente<sup>13</sup>:

1. Dada la importante magnitud del balance de las entidades involucradas en la financiación del sector de la construcción —vivienda, construcción, promoción—, este era el principal riesgo: la caída en el sector de la construcción, particularmente si se combinaba con un escenario macroeconómico adverso<sup>14</sup> como, en efecto, ha sucedido.
2. El cumplimiento con los principios internacionales sobre la supervisión del sistema financiero y sus infraestructuras es muy elevado, aunque en algunas áreas se subrayaba la existencia de elementos de mejora: delegación más amplia de poderes desde el ministerio hacia los supervisores/reguladores en emisión de normas y sanción de conductas (las de mayor gravedad tanto en el caso del BE como en el de la CNMV), necesidad de dar una independencia formal y real al supervisor/regulador de seguros (en estos momentos, una dirección del ministerio), eliminar las ambigüedades que, a pesar de la completa capacidad supervisora y reguladora del banco sobre todas las entidades de crédito, se derivan del papel de las comunidades autónomas en la supervisión prudencial, etc.<sup>15</sup>

---

13. Una explicación más detallada de los resultados del análisis en FMI, *Country Reports: Spain* (2006).

14. El FSAP, entre sus propuestas, daba prioridad a la moderación de la expansión del crédito vivienda, apoyando así las recomendaciones del Banco de España en sus informes de estabilidad financiera.

15. En la dinámica de los ejercicios FSAP, las autoridades nacionales realizan observaciones y discuten o matizan las recomendaciones del ejercicio cuando consideran que aquellas no son acertadas. Al tiempo, son las autoridades nacionales las que tienen que aprobar la publicación, total o parcial, de los resultados

3. En relación con la competitividad y gobernanza de las cajas de ahorro, el informe hacía hincapié en la necesaria reducción de la presencia del sector público en sus órganos de gobierno y la adopción de medidas para mejorar la calidad del capital —cuotas participativas— que, además, permitirán un reforzamiento de la disciplina de mercado.
4. Las inversiones no financieras de las entidades de crédito eran también objeto de preocupación en el informe, que, en este sentido, apoyaba la decisión del Banco de España de adoptar el enfoque más conservador en el tratamiento de las participaciones financieras de Basilea II. Vinculada con lo anterior estaba también la preocupación por la presencia de representantes de las entidades en los consejos de las empresas, más concretamente, en el campo de las relaciones empresa-entidad financiera.
5. En relación con la supervisión del Mercado de Valores, el informe destaca la necesidad de que la CNMV ejerza sobre las actividades desarrolladas por las entidades bancarias en el mercado de valores una supervisión efectiva desde el inicio de dicha actividad e, incluso, en su autorización. Igualmente hace propuestas para incrementar la independencia del regulador mediante la adopción de plazos más largos, sin posibilidad de renovación, para los miembros del Consejo.

---

del ejercicio. Las autoridades españolas acordaron la publicación completa de todos los documentos y resultados del ejercicio, que incluye las consideraciones del equipo —las mencionadas más arriba son sólo una parte— y su opinión sobre las mismas.

### III Mirando al futuro

Analizada en la primera parte de este trabajo la situación de nuestro sistema financiero antes de que se empezaran a hacer patentes los efectos de la crisis *subprime*, el propósito de esta segunda es analizar los potenciales cambios del mismo en el futuro inmediato. No se trata de hacer adivinación, sino de analizar los procesos de transformación ya en marcha y estimar su posible evolución y los efectos de la misma sobre nuestro sistema.

Los procesos generadores del cambio son de naturaleza muy diversa y proceden de fuentes muy distintas; además, su coincidencia en el tiempo contribuye a añadir incertidumbre a las previsiones sobre el desarrollo inmediato. Sin pretender hacer un análisis exhaustivo de todos ellos, he optado por centrarme en los desarrollos procedentes de tres fuentes básicas.

En primer lugar, los efectos de la crisis *subprime*, iniciada en Estados Unidos y rápidamente contagiada a los países industrializados. Las ramificaciones de la misma son múltiples y han afectado, y lo seguirán haciendo, a todo tipo de entidades, instituciones, agentes de mercado, etc. El grado de actividad desplegado en el análisis de los fallos y en las propuestas de actuación para su corrección ha sido, igualmente, abrumador. Algunas consideraciones sobre la crisis y el análisis de varios de sus aspectos se expondrán en el primer bloque de esta segunda parte. Igualmente, y al hilo de las reformas previstas en algunos países, aunque sin relación directa con ellas, esta parte incluirá la consideración de la posible reforma de nuestro esquema institucional de supervisión y regulación en una línea que viene reforzada por los últimos acontecimientos.

En segundo lugar, los cambios, más o menos inmediatos, debidos a asuntos que tienen su origen en la política de mercado único de la UE. Son, por lo tanto, proyectos comunitarios bajo la forma de directivas, reglamentos o códigos de conducta (autorregulación) que, inevitablemente en cualquiera de los casos, requerirán cambios y adaptaciones en nuestro sistema. Merecen especial consideración en este apartado tanto la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (MiFID), como el Proyecto de Zona Única de Pagos al por Menor (SEPA) y los proyectos en ejecución de la infraestructura de sistemas de pago y valores (T2 y T2S). Igualmente, la Directiva de Seguros (Solvencia II) en proceso de elaboración forma parte de este bloque de reformas de nuestro sistema impulsadas por nuestra pertenencia a la UE.

En tercer lugar se incluirán todas aquellas transformaciones de nuestro sistema financiero que se derivan de la propia evolución del mismo y en las que las circunstancias exteriores influyen, pues evidentemente también lo hacen, aunque de manera más indirecta. Por ello, es imprescindible plantearse la posible evolución de nuestro sistema financiero y lo que podríamos llamar “el cambio de modelo” que, inevitablemente, habrán de realizar nuestras entidades como consecuencia del proceso de caída de la inversión inmobiliaria que ha constituido, en los últimos diez

años, una parte principal de su actividad. Apoyándose en una serie de puntos fuertes, las entidades deberán emprender acciones —ajustes de tamaño, de estructuras de balance, de búsqueda de nuevos contenidos, etc.— que las propias entidades, mejor que nadie, serán capaces de encontrar. Es cierto que nuestro sistema mantiene importantes elementos de fortaleza producto de la saneada evolución de los últimos años, pero también que la situación macroeconómica y financiera ha empeorado sustancialmente y, en estas condiciones, ningún sistema financiero puede mantenerse inmune. La última parte del trabajo analiza esta situación.

## 8 Enseñanzas, respuestas y cambios derivados de la crisis

### 8.1 Lecciones aprendidas (?)

La crisis que, en el verano de 2007, comenzó a desarrollarse en un segmento muy concreto del mercado norteamericano, se extendió rápidamente a la mayor parte de los mercados de los países desarrollados, básicamente al Reino Unido y a la UE. No es el propósito de este trabajo describir el inicio y desarrollo de la crisis, ya que la profusión de publicaciones sobre este asunto no deja ya hueco a la novedad<sup>16</sup>. Su objetivo es, más bien, tratar de vislumbrar cuáles pueden ser sus consecuencias y en qué medida afectarán a los desarrollos financieros del futuro inmediato.

Parece bastante claro que la crisis, en sus inicios, es el producto de una serie de fallos que, con mayor o menor grado de responsabilidad, pueden ser atribuidos a todos los agentes participantes, de una forma u otra, en los mercados: desde las entidades y sus operadores, hasta las autoridades responsables de la regulación y supervisión de las mismas, las agencias de *rating*, etc., todos tienen alguna responsabilidad. “Posiblemente se ha producido un fallo colectivo en el análisis, esto es, la incapacidad de entender y apreciar la magnitud y las implicaciones del extraordinario grado de apalancamiento que se estaba acumulando veladamente en los sistemas financieros de las principales economías. Este fallo no es sólo achacable a los supervisores, sino principalmente al propio mercado” (Caruana, 2008)<sup>17</sup>.

Asumido lo anterior, el episodio tiene algunas características muy generales y otras más concretas que merece la pena citar brevemente.

Con frecuencia los análisis en torno a la crisis han ofrecido material muy útil para su comprensión. También a menudo la insistencia y duplicación de temas ha sido un elemento irritante por su descoordinación en ocasiones. No obstante, de todo ello se puede obtener una agenda de tareas a realizar por todos de una amplitud un poco preocupante y que suscita la cuestión: pero ¿estábamos tan mal?

Probablemente no. El proceso de desarrollo y sofisticación de los mercados, el reforzamiento de las entidades financieras y, por supuesto, de los reguladores y supervisores ha dado excelentes resultados y ha hecho al sistema más eficaz, más capaz de proveer la financiación necesaria para el desarrollo y, a pesar de las apariencias, más capaz de resistir las tensiones y reaccionar ante ellas. Con todo, descubrir que el progreso tiene riesgos no es nada nuevo —ya en varias ocasiones se ha decretado la muerte de los ciclos, a pesar de lo cual ya se ve cómo están— y, en este caso, tam-

---

16. Entre otras, la revista *Estabilidad Financiera* del BE, en el número correspondiente a mayo de 2008, se dedica monográficamente a este tema, analizado desde distintas perspectivas por los colaboradores.

17. En esta línea de análisis y reparto de responsabilidades: Ubide, 2008 y Borio, 2008.

poco se puede decir que lo ocurrido —no su concreto y minucioso desarrollo, sino el hecho en sí— sea nuevo o totalmente inesperado.

Respecto a la novedad, o ausencia de la misma, puede precisarse que la crisis reciente, desde luego, es distinta en los detalles concretos de su desarrollo y, por lo tanto, es nueva; no lo es, en cambio, si atendemos a las características genéricas de los procesos que se estaban desarrollando en su periodo de gestación, pues en ellos se encuentran rasgos de otros procesos de crisis. Borio lo explica muy bien: “...la crisis producida debe contemplarse como el resultado natural de un periodo prolongado de generalizado y agresivo apetito por el riesgo, que resultó tener su epicentro en el mercado *subprime*. En otras palabras, representa el ejemplo arquetípico de inestabilidad financiera con consecuencias macroeconómicas, potencialmente serias, derivadas de la acumulación de desequilibrios financieros en los buenos tiempos, en forma de balances tensados al máximo, encubiertos por el barniz de boyantes precios de los activos y fuerte crecimiento económico. Los elementos idiosincrásicos están sin duda presentes, incluyendo la amenaza de una involuntaria ‘reintermediación’ sin precedentes de los bancos y las dislocaciones asociadas con los nuevos instrumentos de transferencia de riesgos. Pero estos elementos representan sólo los aspectos más superficiales de la historia. En muchos casos son síntomas de causas comunes más fundamentales” (Borio, 2007)<sup>18</sup>.

Por otro lado, no se trata de una crisis que haya surgido sin indicios previos de que algo se estaba saliendo del carril ordinario. Es muy complicado decir esto, pero en los años previos al estallido, los de gestación de la crisis, hubo algunas señales de alarma no atendidas. Ya años antes de que se produjera la crisis se habían mencionado los riesgos inherentes a este proceso, pero los periodos de euforia son muy difíciles de romper en sus fases de desarrollo, ya que los modelos de riesgo no pueden prever los desarrollos completamente nuevos.

Sirva como ejemplo más notorio la posición que durante bastantes años antes del reciente acontecimiento estuvo manteniendo Gramlich, Consejero de la Reserva Federal: “a diferencia del mercado hipotecario *prime*, conservador, con tipos de interés fijos, hipotecas a plazos largos contratadas bajo estrictas condiciones supervisoras, el mercado *subprime* fue el Salvaje Oeste, más de la mitad de los préstamos hipotecarios fueron hechos por prestamistas independientes sin ninguna supervisión federal. Una parte importante de los mismos fueron colocados por *brokers* hipotecarios independientes sin riesgos en el juego —simplemente colocaban la hipoteca, cobraban su dinero y desaparecían. Una gran parte de los mismos eran a tipos variables con muy bajas tasas” (Gramlich, 2007)<sup>19</sup>. La extendida responsabilidad de este proce-

---

18. Ver también, para un análisis posterior, más completo y con mayor información acumulada, el último Informe Anual del BIS, publicado en junio 2008.

19. Informes referentes a los riesgos de la crisis, en años previos al desencadenante de la misma, existen en diferentes áreas, aunque el caso más claro sea el del citado consejero de la Reserva Federal, que advirtió, en varias ocasiones, del peligro de la situación que se estaba desarrollando. En mayo de 2004 decía: “el incremento del préstamo *subprime* ha estado asociado con altos niveles de fallidos, ejecuciones y, en algunos casos, prácticas abusivas de préstamos” (citado en Krugman, “A catastrophe foretold”. Herald Tribune 26/10/2007). Véase también de Edward M. Gramlich “Booms and Busts: The Case of *Subprime* Mortgages”, artículo presentado en el simposio del Federal Reserve Bank de Kansas City *Housing, Housing Finance, and Monetary Policy*, celebrado en Jackson Hole, Wyoming, en agosto de 2007 y su último libro “*Subprime* Mortgage: America's latest Boom and Bust”. Un caso distinto es el del excelente informe del Institute of International Finance (marzo de 2007), que elabora un detallado análisis de la liquidez en sus diferentes perspectivas, pero que en la introducción al mismo dice: “El Comité está favorablemente

so —sobre la que volveré más adelante— también es subrayada por el autor: “Una anomalía de las hipotecas *subprime* es que tenemos más supervisión en el sector donde necesitamos menos y menos en el sector donde necesitamos más; mientras que en el mercado *prime* las hipotecas son a largo plazo y tipo fijo, en el *subprime* se concentran todo tipo de instrumentos exóticos”.

Como es lógico, se ha discutido mucho sobre la naturaleza de este periodo de tensiones en los mercados, se han realizado comparaciones con situaciones anteriores similares (del Río, 2008), se han resaltado los factores idiosincrásicos y comunes, en este caso y en los anteriores, se ha analizado el elemento diferencial en esta última crisis y, finalmente, se han tratado de obtener lecciones de la experiencia.

El mayor peligro en este proceso educativo es el sesgo regulador como panacea. Inevitablemente, será necesario introducir algunos cambios o reforzar determinados mecanismos, pero el objetivo no puede ser la eliminación total de los riesgos, ya que son inherentes al funcionamiento de los mercados y, en buena parte, razón de su existencia. Las regulaciones deben ser una respuesta de corrección ante los fallos de mercado y en general esta debería ser su orientación básica.

Este ejercicio de análisis, por otro lado, no está exento de frustración —“...mientras la experiencia y la historia nos permiten identificar cierto denominador común asociado a los *shocks* financieros, los específicos disparadores y los canales de transmisión que producen el contagio son casi siempre imposibles de anticipar con un mínimo grado de precisión” (Corrigan, 2007)—, pero no deja por ello de ser necesario y, en efecto, el ejercicio se ha emprendido con intensidad y en él mismo se han revisado todos los aspectos que han “disparado” la tensión, generando la crisis, y se han propuesto medidas para tratar de prevenirlas, aún con escepticismo, en el futuro. Así, desde el comienzo de las tensiones en el mercado norteamericano, tanto las autoridades reguladoras como los miembros de los mercados han estado trabajando en el refuerzo de los mecanismos de absorción de los impactos, y aunque nunca se pueda tener un modelo perfecto de crisis<sup>20</sup>, la proliferación de grupos que han estado trabajando en los últimos meses<sup>21</sup> ha sido intensa. Por ello se hace imposible, y poco útil por las inevitables duplicaciones que contiene, una consideración detallada de todos ellos<sup>22</sup>.

---

sorprendido por la creciente sofisticación del firme enfoque del tratamiento del riesgo de liquidez y no ve inminente causa para especial preocupación”.

20. Una visión general de la crisis y las paradojas que encierra en A. Greenspan (*FT*, 17 March 2008).

21. El recuento, con seguridad incompleto, de los grupos e instituciones trabajando en los diferentes aspectos de la crisis, realizado por el Global Risk Regulator (November 2007) asciende a doce grupos. El paso del tiempo, con seguridad, habrá aumentado el número de participantes.

22. Una visión bastante completa puede obtenerse del informe que el Financial Stability Forum ha elaborado, siguiendo el mandato de los ministros y gobernadores del G-7, sobre las causas y fragilidades del sistema, así como la propuesta de las recomendaciones para mejorar la *resilience* de los sistemas financieros. Las áreas para las que el FSF propone acciones concretas son las siguientes:

- Reforzamiento de la vigilancia prudencial del capital, la liquidez y el tratamiento de los riesgos.
- Introducción de mejoras en el desarrollo de la transparencia y los procesos de valoración de riesgos.
- Reestructuración y reforzamiento del papel y la utilización de los *ratings* de los créditos.
- Reforzamiento de la receptividad de las autoridades al riesgo.
- Aumento de la solidez de la cooperación en el tratamiento de los riesgos del sistema financiero.

Los temas generales que surgen del análisis de la crisis, resumidos por el *Global Financial Stability Report* (FMI, 2008), apuntan a la existencia de un fallo colectivo de todas las instituciones, entidades y agentes de los mercados, cuyo resumen puede ser:

- a) Primero, el fallo colectivo para apreciar la extensión del apalancamiento asumido por un gran número de instituciones de todos los ámbitos y los riesgos asociados a un rápido y desordenado proceso de deshacer posiciones.
- b) A continuación, el hecho de que tanto los agentes privados, con su ineficiente control de riesgos y fallos de transparencia, como las instituciones responsables de la supervisión y regulación han ido siempre retrasados respecto a la innovación y el cambio de modelo de negocio, dejando un espacio muy amplio para una asunción excesiva de riesgos y una inflación del precio de los activos.
- c) La excesiva confianza por parte de todos en que el proceso de transferencia de riesgos mediante el desplazamiento fuera del balance de los mismos —una situación que en otras condiciones ha sido muy positiva, ya que el problema real no está en la titulización sino en lo que se hace con ella<sup>23</sup>— era para siempre. Con la materialización de los riesgos se produjo un intenso proceso de vuelta a los balances de los bancos, tanto por razones contractuales, como reputacionales.
- d) A pesar de la intervención de los bancos centrales —en una actuación sin precedentes que obliga a replantearse muchas cuestiones— los mercados financieros se han mantenido bajo una constante presión motivada por problemas de liquidez y agravada por una situación macroeconómica preocupante, unas instituciones débilmente capitalizadas y un amplio retorno del apalancamiento.

Las repercusiones de la crisis han sido muy amplias y todas ellas desatarán procesos de reforma —algunos ya están en marcha— que afectarán a la mayor parte de los sistemas, incluido el nuestro, de una forma u otra. Desde los fallos apreciados en los esquemas de supervisión y regulación, que han puesto en cuestión procesos de organización asumidos con pocas dudas propias hasta ahora —de EEUU y el Reino Unido especialmente—, hasta la reconsideración de la actuación de los principales bancos centrales en su política de suministro de liquidez —que fue la primera y automática respuesta rápida, pero llena de problemas en algunos casos—, pasando por la potenciación del tratamiento de las crisis en las que participan entidades que operan en distintas jurisdicciones (supervisor consolidado, colegio de supervisores),

---

23. Los problemas con los productos estructurados, y en especial con su falta de transparencia, han sido un componente muy importante de la crisis. No obstante, el juicio negativo sobre los mismos debería ser matizado ya que, por otra parte, han contribuido a incrementar la eficiencia y estabilidad del sistema financiero global. Otra cosa es que el desarrollo reciente de estos productos se haya producido de una manera que no ha implicado la apertura de nuevas oportunidades de inversión y simplemente se haya dedicado a empaquetar, en escalones sucesivos, activos diversos ya existentes. Como señala Restoy (2008, b): “desde un punto de vista de bienestar social la emergencia de productos financieros estructurados es incuestionablemente un desarrollo favorable. Ha ayudado a completar mercados y ha abierto las puertas a una más eficiente distribución del riesgo de crédito...”, pero evidentemente el fenómeno se ha disparado.

En relación con el reciente desarrollo de estos productos y la influencia sobre el mismo del arbitraje regulatorio, especialmente en relación con los requerimientos de capital bancario y los estándares de transparencia contable, así como con su papel en el futuro (“representan un *shock* tecnológico para la industria financiera [...] trascendental, permanente y que se extenderá a los balances más allá de los del sistema bancario”) pueden verse, además de en el ya citado Restoy, en (Duffie, 2008).

se han generado una serie de propuestas de reforma que se analizan a continuación. Los posibles efectos de lo que podríamos llamar “lecciones aprendidas (?)”, materializadas en las recomendaciones de los múltiples grupos de trabajo constituidos, tanto públicos como privados, serán analizados fundamentalmente en relación con nuestro sistema. La cosecha es muy amplia y no exenta de repeticiones, por lo que creo que bastará con centrarse —obviando la minuciosidad de los análisis fáciles de encontrar— en las recomendaciones del Financial Stability Forum por un lado y del *Global Financial Stability Report* del FMI por otro.

Además hay que referirse de manera independiente, aunque formando parte del grupo anterior, a las propuestas de reforzamiento de determinados aspectos de Basilea II y a las críticas que le atribuían determinadas responsabilidades en la crisis. El papel de las agencias de *rating*, que son un elemento importante en el funcionamiento del acuerdo, será objeto de consideración en esta parte, así como los aspectos relativos a la valoración de activos en tiempos de crisis.

## **8.2 Repercusiones en el ámbito de las instituciones reguladoras/supervisoras**

### **8.2.1 Primeras reacciones ante la crisis: las operaciones de los bancos centrales**

La crisis, que comenzó con los problemas de morosidad de los préstamos hipotecarios *subprime* en EEUU, desencadenó un proceso de incertidumbre en los mercados que se aceleró al ponerse de manifiesto que muchos de estos préstamos titulizados, distribuidos por los bancos en una rápida expansión del modelo originar/distribuir, habían entrado a formar parte de operaciones realizadas por vehículos de inversión en las que se mezclaban con otro tipo de activos de valoración difícil y nada transparentes. El desarrollo de este proceso pronto se extendió a otros países (el Reino Unido y la UE principalmente) originando, de manera inmediata, una desaparición de las posibilidades de financiación en los mercados monetarios. Esto obligó a los bancos centrales de los sistemas afectados a arbitrar rápidamente medios de suministro de liquidez adicional.

La crisis de los mercados ha puesto de manifiesto la importancia de tener un sistema efectivo de control del riesgo de liquidez. La desaparición prácticamente total de la liquidez en todos los mercados ha sido una auténtica sorpresa para entidades y supervisores. Puede decirse que, a todos los niveles, no existía un sistema de tratamiento adecuado de este tipo de riesgos.

En circunstancias normales, es decir, en un entorno exento de tensiones, más allá de las del negocio bancario habitual, existe una confianza general en la existencia de financiación disponible, lo que hace que las entidades relajen su posición respecto al riesgo de liquidez y, por tanto, lo infravaloren. La aparición de los primeros problemas en los productos estructurados, diseñados no para una negociación inmediata sino para un mantenimiento prolongado, y su opacidad plantearon problemas de valoración, lo cual afectó a la liquidez de los mismos. Este efecto se trasladó rápidamente a los mercados de otros tipos de activo, al intentar las partes afectadas en la primera ronda buscar el suministro de liquidez mediante la liquidación de posiciones abiertas en estos últimos. Estas presiones súbitas por el lado de la demanda alteraron el funcionamiento de sus indicadores habituales, que, al perder capacidad informativa, propiciaron una mayor confusión.

En este proceso la liquidez del mercado —la posibilidad de negociar en los mercados sin una importante alteración de los precios— desaparece y hace cualquier negociación imposible. Por otro lado, cosa nada frecuente en situaciones anteriores, se ha producido un rápido contagio a la liquidez de financiación de entidades individuales, de tal forma que estas se pueden encontrar con dificultades para financiar sus posiciones. El riesgo de liquidez pasa a ser, a medida que se prolonga, un riesgo de solvencia, en la medida en que las entidades —dada la diferencia de maduración de activos y pasivos, más larga en aquellos que en estos— se vean obligadas a una liquidación de activos con el fin de hacer frente a la liquidación de sus pasivos, lo que puede desembocar en pérdidas de capital y problemas de insolvencia (GFSR, 2008).

Esta situación, como se señalaba antes, ha desencadenado el recurso a los bancos centrales como fuente última de financiación para mantener la actividad de los mercados.

En circunstancias normales, los bancos centrales desarrollan su política monetaria en una situación de déficit estructural de liquidez, ya que esta es la forma más satisfactoria para lograr que el objetivo de fijación de tipos de interés —objetivo fundamental de los bancos centrales— se lleve a cabo de la manera más eficiente y segura. Para ello los bancos centrales ofrecen a las entidades financieras, con las que se relacionan directamente, un suministro de liquidez con la finalidad de que ellas, al transmitirlo al resto del mercado financiero, logren mantener la relación estable entre el tipo de interés que fija el banco central y el tipo a largo plazo que afecta al conjunto de la economía (Alonso, 2008).

Este es el funcionamiento normal que quedó completamente alterado desde el mismo comienzo de la crisis, de tal manera que ninguna liquidez era suficiente para mantener el funcionamiento del mercado. Más concretamente, la liquidez desapareció, poniendo con ello en peligro la financiación de la economía. En esta situación los bancos centrales, con el objetivo de mantener en funcionamiento los mercados de financiación y de las entidades, se vieron forzados a realizar importantes intervenciones.

Iniciada la crisis, las posiciones de partida de los bancos en su normal suministro de liquidez condicionaron sus reacciones iniciales ante ella. Los tres agentes principales —la Reserva Federal, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra (Fed, BCE, BoE)—, impelidos por la situación, procedieron a realizar cambios de urgencia en sus mecanismos de suministro de liquidez que, con seguridad, se consolidarán de alguna manera en el futuro como primera lección de la crisis.

Prácticamente todos los elementos del arsenal experimentaron variaciones: las cantidades de liquidez ofertada, los tipos y características de los colaterales utilizables como garantía de las operaciones, el número de contrapartidas que interactúan directamente con el banco central, las formas utilizadas para su suministro y el recurso a los tipos de interés<sup>24</sup>.

Al comienzo, la Fed y el BCE hicieron frente a las fuertes demandas de liquidez ofreciendo cantidades importantes para mantener la alineación de los tipos. El BoE, en cambio, prefirió mantener la situación inicial dejando funcionar la *standing facility*

---

24. Posiblemente, este último factor no está relacionado tanto con el suministro de liquidez como con la preocupación por las condiciones macroeconómicas, en un proceso de ralentización después de un período de crecimiento con baja inflación y escasa volatilidad en los mercados.

en los términos acostumbrados (Gray & Stella, 2008). A medida que la situación se desarrollaba, los diferentes bancos centrales reaccionaron con estrategias diferentes, siendo la Reserva Federal la que se ha mantenido más activa durante todo el proceso, modificando prácticamente todas las prácticas previas<sup>25</sup>.

De todas estas operaciones merece la pena destacar, por sus particulares efectos hacia el futuro, la operación de ayuda de la Reserva Federal al Banco de Negocios *Bearn Stern*, que puede contribuir a desplazar —ampliando su contenido— el concepto de entidad sistémica tal como se venía considerando hasta ahora: “cuando el mercado financiero está en una situación de fragilidad, puede ser sistémica una entidad de poco tamaño o una entidad que no tiene depositantes, pero que, por ser parte integrante de un mercado financiero complejo, está demasiado interrelacionada con otras como para asumir el coste de su fallo” (*too connected to fail*, Caruana 2008).

Es cierto que todas las reacciones mencionadas, muy relacionadas con la estructura de suministro de liquidez anterior a la crisis, contribuirán a perfeccionar los instrumentos que constituyen la primera línea de actuación de los bancos centrales; por lo pronto, se han puesto de manifiesto las ventajas de la participación de un grupo importante de contrapartidas, especialmente en casos de crisis, así como la abundante disponibilidad de colaterales y una mayor variedad de plazos. Probablemente, todo esto no sea necesario en tiempos normales en los que el déficit estructural de liquidez obedece a otras influencias, pero es necesario, en cualquier caso, mantener una disposición a modificar instrumentos cuando llegue la ocasión.

De entre los agentes analizados, probablemente sea el BCE el que, por tener el arsenal más adecuado de instrumentos y prácticas, se haya encontrado en mejor situación para hacer frente a este problema inicial. Por ello, aunque puedan esperarse retoques en la instrumentación, que siempre cabe mejorar, estos no deberían ser muy importantes. En esta área, nuestro sistema está plenamente integrado en el BCE y, por ello, nada muy distinto cabe esperar en el próximo futuro.

---

25. Desde el inicio del periodo de turbulencias financieras, en agosto de 2007, la Reserva Federal ha llevado a cabo seis recortes en sus tipos de interés, ha puesto en marcha una nueva subasta de liquidez a plazo de un mes (*Tem Auction Facility*), en la que de manera indirecta también han participado entidades suizas y entidades del área del euro, ha ampliado el programa de préstamo de valores mediante un instrumento de préstamo a plazo de 28 días (*Tem Securities Lending Facility*) y ha creado una nueva facilidad de préstamos (*Primary Dealer Credit Facility*) para que todos los creadores de mercado, incluidos los bancos de inversión, puedan acceder a la ventanilla de descuento.

Por su parte, el Eurosistema, que no ha modificado su tipo de interés de referencia desde antes de que comenzara este periodo de dificultades, añadió a su esquema habitual de intervención dos operaciones complementarias a tres meses —y, recientemente, dos adicionales a seis meses— y, en colaboración con la Reserva Federal, ha facilitado la mencionada participación de entidades europeas en las operaciones *Tem Auction Facility* de la autoridad monetaria estadounidense.

El BoE se encontró con una situación diferente: la necesidad de financiar al Northern Rock con importantes cantidades le obligó a reducir el volumen de sus operaciones de mercado abierto con el fin de compensar la liquidez suministrada, al tiempo que aceptó una mayor variedad de colateral en sus operaciones a tres meses (Alonso, 2008).

En el mes de abril, el Banco de Inglaterra puso en funcionamiento un “sistema especial de liquidez” que permitirá a los bancos con dificultades para encontrar financiación en los mercados en base a sus títulos hipotecarios canjearlos por letras del Tesoro con el objetivo complementario, a la facilidad de obtener liquidez, de inyectar confianza a los mercados. La instrumentación se hará mediante operaciones *swap* a plazo de un año y renovable hasta alcanzar tres años. Sólo se admitirán los activos que ya existían al terminar el año 2007. Los bancos privados asumirán todas las pérdidas que se produzcan y deberán aportar más activos (o devolver letras del Tesoro) si el valor de los ofrecidos en el cambio se reduce. La ventanilla se mantendrá abierta durante seis meses.

Sí puede tener mayor trascendencia para el futuro la actuación del Tesoro americano ampliando las ayudas más lejos de lo que era el perímetro habitual de “lo sistémico”, tema sobre el que volveré más adelante.

### 8.2.2 Propuesta de reforma en Estados Unidos

Los efectos de la crisis *subprime*, el análisis de la misma y la propuesta de reforma en diferentes ámbitos han sido objeto de atención en otras partes del trabajo. El desarrollo de la misma ha tenido efectos diversos sobre la actuación de las instituciones supervisoras y reguladoras. Al margen de las actuaciones concretas abordadas —cambios en el suministro de liquidez en el primer momento, apoyo financiero a determinadas instituciones, lo que algunos han llamado “ampliación del perímetro sistémico”, etc.—, en Estados Unidos se ha planteado una reforma de más calado que intentará actuar sobre toda la estructura institucional de los mecanismos de regulación y supervisión. Aunque la estructura institucional de la regulación en los Estados Unidos ha experimentado reformas parciales con ocasión de algunos episodios aislados de turbulencias, esta se ha mantenido, en lo básico, con el esquema existente en los años treinta<sup>26</sup>. Por ello la propuesta actual será, en principio, la mayor reforma emprendida desde aquella fecha.

Como certeramente argumenta el *Blueprint for Regulatory Reform* (abril de 2008), la situación actual es insostenible y la reciente crisis *subprime* ha puesto de manifiesto, con claridad, los fallos del sistema vigente. En efecto, una estructura que mantiene agencias reguladoras separadas para valores, futuros, seguros y para diferentes segmentos del negocio no puede conservarse con las características de los mercados financieros actuales. Frente a la internacionalización de los mismos —la consolidación, tanto a escala nacional como internacional, y la aparición de grandes conglomerados financieros que abarcan todo tipo de servicios y suministran toda clase de productos— la situación vigente “crea disputas jurisdiccionales entre reguladores, dificulta y encarece la prestación de servicios y la distribución de productos, con el resultado de que aquellos y estos se desplazan a mercados más flexibles y adaptables”<sup>27</sup>.

Ante esta situación, el informe mencionado plantea una reforma general, no aplicable a corto plazo y que, en su propia apreciación, se presenta llena de dificultades. Apoyándose en una regulación que deberá estar basada en objetivos y no en funciones, el informe señala tres de aquellos cuyo cumplimiento se buscará mediante la constitución de tres agencias reguladoras separadas, pero con mecanismos de coordinación entre ellas: el “regulador de la estabilidad financiera”, el “regulador prudencial financiero” y el “regulador de prácticas de mercados” (*Conduct of Business*).

---

26. Paulson, H., *Blueprint for Regulatory Reform* (2008).

27. Por ejemplo, finalmente hasta que el Congreso forzó una resolución, aproximadamente una década de disputas entre agencias retrasaron el acuerdo entre la Reserva Federal y la Comisión del Mercado de Valores sobre la regulación que definía las actividades permisibles a los bancos en el mercado de valores. Otros ejemplos son también citados, tales como el prolongado proceso de discusión entre agencias sobre el desarrollo de Basilea II en Estados Unidos o la caracterización de un producto como *security* o *futuro*, *Treasury Releases Blueprint for a Stronger Regulatory Structure* (2008).

Muy brevemente, la propuesta en su contenido básico es la siguiente:

a) Regulador de la estabilidad financiera

Será responsable del establecimiento de las condiciones que fomenten el desarrollo de la misma en todos los mercados e instituciones del sistema (regulación macroprudencial). Siguiendo el camino emprendido antes por otros bancos centrales, será la Reserva Federal la que asumirá esta responsabilidad, para lo cual se le dotará de instrumentos y poderes adicionales que le permitan actuar en todo el sistema financiero, recibiendo toda la información necesaria, colaborando en la redacción de normas y elaborando los principios que la situación financiera pueda recomendar. Esta atribución de responsabilidades en relación con la estabilidad financiera lleva consigo la separación de la Reserva Federal de las funciones microprudenciales que hasta ahora venía ejerciendo en relación con las entidades de depósito: “ahora más que enfocarse en la salud financiera o en los fallos de una institución financiera en particular, se ocupará de la valoración global de la exposición al riesgo de todo el sistema financiero” (*Blueprint*, 2008).

Quiere esto decir —más adelante se volverá sobre ello— que toda la actividad relacionada con el día a día de la supervisión —“la *primera línea* de análisis desaparecerá”— quedará fuera de las responsabilidades del nuevo regulador. Por otro lado, este nuevo regulador seguirá manteniendo todas las funciones actuales de la Reserva Federal relacionadas con el diseño e instrumentación de la política monetaria, con el suministro de liquidez al sistema y con todo el mantenimiento y desarrollo de los sistemas de pagos.

b) Regulador prudencial

El seguimiento y análisis de las condiciones financieras de cada entidad individual, de las prácticas de control de riesgos, etc., serán las tareas de esta nueva figura. El establecimiento de normas, la fijación de los requerimientos de capital adecuado, los límites a determinadas inversiones, capitales mínimos, seguimiento de las operaciones, es decir, todo el día a día de las entidades individuales, serán su responsabilidad. El campo de actuación estará formado por todas aquellas instituciones que reciban algún tipo de garantías del gobierno (*Insured Depositors Institution*), consolidará la regulación de todos los bancos estatales<sup>28</sup> y se extenderá, igualmente, a seguros, unificando la dispersión de autoridades y regulaciones existentes en estos momentos.

c) Regulador de prácticas de mercado

Será el responsable de la protección de los consumidores e inversores, así como de la conducta de los negocios en todo tipo de entidades financieras. Esto, lógicamente, abarca la organización de todos los sistemas de información necesarios para el seguimiento de todos los tipos de productos y servicios financieros, así como la vigilancia de la capacidad y *expertise* de las entidades en el desarrollo de sus negocios (*fit and proper*).

---

28. En este momento existen tres diferentes reguladores para las instituciones de depósito con garantías: el Banco Nacional, la Asociación Federal de Ahorros y la Unión Federal de Crédito, los tres con regímenes y estructuras de gobierno separadas y diferentes regulaciones.

Además de estas tres instituciones, que constituyen el núcleo central de la propuesta y cuya actividad se centra únicamente en instituciones financieras, el proyecto incluye también la creación de otras dos instituciones: una “corporación del seguro de garantía federal” que funcionará como aseguradora para todas las entidades reguladas por el supervisor prudencial y un Corporate Financial Regulator que se ocupará de la vigilancia de los asuntos generales relacionados con los mercados de valores. Incluirá las responsabilidades actuales de la SEC sobre *corporate governance*, *accounting*, *auditing*, etc. Los estándares y normas que establezca este regulador se aplicarán, además de a todas las empresas que negocien con valores, a las propias entidades financieras siempre que ofrezcan títulos al público.

Esta estructura reguladora “óptima”, tal como la denomina el informe del Tesoro, se cierra con una serie de propuestas que completan el diseño: a) el reforzamiento de un organismo, ya existente, para facilitar la información y coordinación entre todos los reguladores, presidido por el Secretario del Tesoro, que decidirá sobre potenciales disputas e impulsará la coordinación; b) la financiación del regulador prudencial y la del de prácticas de mercado descansará en las entidades reguladas mediante la aplicación de un recargo y c) los responsables de esta estructura deberán guiarse por unos principios específicos que hacen referencia a normas para desarrollar el proceso regulador (consulta pública de todas ellas), mecanismos a aplicar en la promulgación de normas (utilización de coste/beneficio u otros sistemas) y revisión de la normativa (seguimiento de las normas del Congreso).

Es tal la maraña de regulaciones, de normativas, de competencias entrelazadas, de interpretaciones diferentes cuando confluyen varios reguladores, etc. que emergen de la lectura del informe del Tesoro, que es lícito preguntarse cómo tal sistema de regulación ha podido funcionar y no es sorprendente, por otro lado, que haya ocurrido lo que a la luz de lo anterior aparecía como muy posible.

El nuevo modelo no está cerrado en su totalidad, sino que trata de estimular la discusión sobre las líneas básicas en él señaladas. Las propuestas que hace son a largo plazo y deberán atravesar un proceso de discusión largo y complicado —como el propio informe señala— dada la complejidad del modelo a transformar. La pieza central son las tres agencias basadas en objetivos y su configuración sigue la línea de las transformaciones realizadas en los primeros años de este siglo en sistemas como el del Reino Unido o el de Holanda, aunque el propio informe parece “reclamar” el modelo establecido en Australia como su antecedente más inmediato. En efecto, se diferencia tanto del sistema holandés, que mantiene la estabilidad financiera macro y la supervisión de las entidades (microestabilidad) en el Banco Central, como del británico, en el sentido de que divide el contenido de la actual FSA en dos reguladores separados, atribuyendo la supervisión de entidades bancarias al regulador prudencial, dejando a la Reserva Federal con un papel similar al del Banco de Inglaterra, y atribuyendo la vigilancia y regulación de las prácticas de mercado a la nueva agencia.

Las razones del cambio de orientación a las que alude el informe son bien conocidas: el proceso de cambio profundo en todos los sectores de la economía y sobre todo en el financiero, el rápido crecimiento (en relación con el PIB) de la actividad financiera y los avances tecnológicos y de procesamiento de datos, etc. que han impulsado ini-

ciativas de cambio en las autoridades supervisoras, tanto en su contenido específico, como en su forma de actuar<sup>29</sup>.

### 8.2.3 Situación en el Reino Unido

El periodo de tensiones en los mercados, algo atenuado pero no desaparecido totalmente en el momento de escribir este trabajo, ha tenido importantes repercusiones en los sistemas financieros de prácticamente todas las economías desarrolladas, sobre todo aquellas que habían utilizado instrumentos sofisticados y no transparentes para la dispersión de los riesgos fuera del balance. La repercusión más inmediata, al margen de la de los propios Estados Unidos, se produjo en el sistema financiero del Reino Unido y se materializó tempranamente en los problemas de una entidad bancaria, el Northern Rock, con una participación dominante en el mercado hipotecario y con un esquema de negocio muy susceptible de verse afectado por este tipo de perturbaciones, ya que su base de financiación eran los procesos de titulización y la financiación en los mercados de crédito a corto plazo. Estas características lo hacían enormemente sensible a este tipo de perturbaciones, como se demostró rápidamente al producirse un cese del negocio de titulizaciones y un cierre de los mercados de financiación.

La situación de la entidad y los movimientos de retirada de depósitos de particulares motivaron las iniciales, aunque tardías, actuaciones del Banco de Inglaterra. Estas se centraron en ofrecer garantías a los depositantes sobre la seguridad de sus depósitos, garantías que fueron reiterándose y ampliándose con el paso del tiempo. Por otro lado y de manera complementaria hizo préstamos al banco y estableció esquemas de garantía, tratando de que el Northern Rock pudiese obtener financiación de mercado —una pérdida de tiempo en esas circunstancias, dados los problemas de liquidez y la especial situación de este banco en particular.

Las autoridades del tripartito (Tesoro, Banco de Inglaterra, Autoridad de Servicios Financieros) ante el deterioro de la situación abrieron un periodo para que NR intentase encontrar un comprador. El propio tripartito estableció un acuerdo que sirviera de base a la consideración y decisión sobre las posibles ofertas<sup>30</sup>. En este contexto se presentaron dos ofertas: una de Virgin Consortium y otra de una parte de los gestores del propio NR. Ambas propuestas fueron rechazadas, “pues suponían un gran riesgo para los depositantes e implicaban un subsidio muy importante por parte del Tesoro”. Esta situación —que ya se había prolongado en exceso— desembocó en la nacionalización del banco o, como señaló el Canciller, en “un paso temporal al sector público”. A partir de esta decisión el banco continuará operando, sostiene el tripartito, como un banco comercial ordinario, con administradores (nombrados por el Gobierno) que actuarán de forma independiente, con la idea de devolverlo al mercado tan pronto como sea posible y siempre cumpliendo los objetivos antes mencionados<sup>31</sup>.

---

29. Razones esgrimidas para los cambios en un documento del Banco Mundial sobre un grupo de quince países (De Luna-Martínez y Rose, 2003).

30. El acuerdo fijaba unos principios que deberían cumplirse en cualquier adquisición: 1) protección de los intereses de los contribuyentes —sumas importantes de dinero público han sido movilizadas y deben ser recuperadas—; 2) la protección de los depositantes es prioritaria; y 3) defensa de la estabilidad financiera.

31. Una completa y detallada revisión del asunto Northern Rock puede verse en *The Run on the Rock. The United Kingdom Parliament Select Committee on Treasury* (Fifth Report).

Este acontecimiento probablemente sea el aspecto más visible de la repercusión en el Reino Unido de las tensiones iniciadas con las *subprime*. Desde la implantación de la estructura institucional supervisora —el cambio de un modelo de supervisores separados a otro más consolidado— que se produjo en los primeros años de este siglo, es quizás el episodio de crisis más importante al que se han enfrentado la FSA, el Banco de Inglaterra y el Tesoro.

Dejando para más adelante el asunto de la separación de la función supervisora del banco central correspondiente y los problemas que esto plantea —desde luego no admitidos por la autoridad del tripartito—, es necesario subrayar otro aspecto del funcionamiento del sistema del Reino Unido que apunta a la transparencia con la que las autoridades supervisoras han analizado la situación y sus problemas. En este sentido merece la pena destacar el análisis de la auditoría interna de la FSA sobre los fallos en el proceso de supervisión del Northern Rock y las propuestas para su rápida mejora (*FSA self-flagellates*)<sup>32</sup>.

Los cuatro fallos fundamentales que recoge el informe son los siguientes:

1. La falta de suficiente compromiso regulatorio con el banco, en particular el fallo del equipo supervisor para hacer un seguimiento riguroso de la gestión por parte del banco y de la vulnerabilidad del modelo de negocio ante cambios en las condiciones de los mercados.
2. La inadecuada vigilancia ejercida por el management sobre la calidad, intensidad y vigor de la supervisión del banco.
3. La inadecuación de los recursos destinados a supervisar directamente el banco.
4. La insuficiente atención de la FSA para asegurar que toda la información disponible sobre riesgos estaba siendo adecuadamente utilizada en sus actuaciones supervisoras.

Este análisis no lleva a la FSA, en absoluto, a una puesta en cuestión de su modelo supervisor —que seguirá apoyado en una orientación al riesgo y una regulación basada en principios y en las prácticas desarrolladas para su aplicación al margen del Banco de Inglaterra—, pero sirve para transmitir el tono del análisis sobre los fallos y, por ello, tiene interés destacar las que son sus dos conclusiones fundamentales: “no podemos asegurar que el esquema existente para valorar los riesgos haya sido aplicado adecuadamente en relación con el Northern Rock y, por ello, tampoco que la estrategia supervisora estuviera en línea con el perfil de riesgo de la entidad”, y “la supervisión de Northern Rock pone de manifiesto una significativa combinación de fallos. Nuestra conclusión general es que la supervisión de Northern Rock estuvo en el extremo final del espectro de las prácticas supervisoras que aplicamos” (FSA, 2008).

Este análisis de los problemas y los fallos importantes de la supervisión de Northern Rock se ha complementado con un conjunto de medidas aprobadas por el tripartito para prevenir la aparición de nuevos casos similares que puedan poner en peligro la estabilidad financiera. Además de las medidas adoptadas para la mejora específica de la supervisión, se han tomado más iniciativas referidas al control de la liquidez, un nuevo régimen de insolvencia de los bancos y el reforzamiento de los fondos de garantía de depósitos<sup>33</sup>.

---

32. *Financial Times*, 28 de marzo de 2008.

33. Analizadas en los siguientes documentos: “Informe de la Auditoría Interna de la FSA sobre la Supervisión

## 8.2.4 Cooperación de supervisores

Entre las propuestas de reformas que el Financial Stability Forum recomienda en su informe se encuentra la de reforzar la actuación de las autoridades de regulación y supervisión, con el fin de desarrollar una actuación común para el caso de los grupos bancarios que actúan en diferentes jurisdicciones y en diferentes sectores. Se trata de iniciativas que ya están en marcha en el seno de la UE, pero cuyo contenido puede profundizarse y extenderse a un ámbito mayor, es decir, internacional.

El comentario-pregunta del Comisario de Servicios Financieros McCreevy, “¿qué hubiera pasado si Northern Rock hubiera sido un banco importante en seis países europeos?” ha servido de impulso para poner de nuevo en primera línea la propia figura del supervisor consolidado, que lleva un tiempo siendo objeto de debate tanto en el seno de la UE como en el sector financiero privado.

En efecto, desde los primeros momentos la iniciativa comunitaria se ha ido centrandó, cada vez más, en la actuación de los grupos bancarios con actividad en distintas jurisdicciones que, representando un papel crecientemente importante en la unificación de los mercados financieros, se ven sometidos a un conjunto de restricciones y normativas que, emanadas de diferentes supervisores, suelen ser distintas e implican un entorpecimiento para el desarrollo de las actividades de aquellos, en un entorno fuertemente competitivo. Esta situación, que ha sido y sigue siendo un objetivo a cumplir, ha orientado, en los últimos años, las iniciativas europeas dirigidas a mejorar la armonización reguladora y supervisora, logrando así una mayor convergencia de estas actividades, que, por otro lado, tiene su continuación en el tratamiento de las crisis financieras.

Como acabamos de ver, en diferentes momentos las directivas han mostrado preocupación por un tratamiento de la supervisión hasta ahora, en lo básico, de ámbito puramente nacional y su contradicción con unos mercados cada vez más globalizados y con entidades que actúan con el mismo concepto global.

El paso más importante, para tratar de paliar esta contradicción viene dado por la aprobación de la Directiva de Requerimiento de Capital (CRD), que, en un conjunto de artículos, propone la figura del “supervisor consolidado”, con una serie de características y funciones que lo cualifican como el supervisor clave de un grupo bancario con actividades *cross-border* (artículos 124-143 de la Directiva)<sup>34</sup>.

---

del Northern Rock”, FSA, marzo de 2008; *Review of the Liquidity Requirements for Banks and Building Societies*, FSA, diciembre de 2007; *Financial Stability and Depositor Protection*, tripartito (FSA, Treasury, BoE), enero de 2008.

34. Su papel se desarrolla en las siguientes líneas:

- a) El supervisor consolidado se ocupará de coordinar la recogida y difusión de la información, así como de la planificación y coordinación de las actividades de supervisión, tanto en circunstancias normales, como urgentes.
- b) Se utilizará el sistema colegiado para la adopción de decisiones sobre la solicitud por parte de grupos bancarios para la utilización de “modelos avanzados”. Todos los pertenecientes al grupo trabajarán en colaboración para buscar una solución conjunta en base a una solicitud presentada por el grupo. Si no hubiera acuerdo en un plazo de seis meses, el supervisor de consolidación tomaría la decisión.
- c) Ante la aparición de una situación de urgencia en el seno del grupo, el supervisor competente lo advertirá tan pronto como sea posible. Además, cuando el consolidado necesitase alguna información que ya haya sido suministrada a otra autoridad competente, se pondrá en contacto con esta para evitar las duplicaciones de información.

Trabajando sobre el contenido de la CRD en relación con la supervisión consolidada, el CEBS ha desarrollado un conjunto de guías que permiten el funcionamiento práctico de lo establecido en la directiva. Por ello, su tarea se enfoca “hacia cómo los supervisores deben trabajar juntos para lograr una interacción más efectiva y eficiente, en términos de intercambio de información y cooperación, para hacer el régimen de supervisión prudencial de la CRD —en especial en las cláusulas referentes a la supervisión en base consolidada— más efectivo y eficiente” (CEBS, 06/09).

En paralelo a los trabajos del CEBS, la industria (European Financial Services, *Round Table*) ha venido defendiendo en los últimos años la necesidad de establecer una figura de supervisor (*lead supervisor*) que respondiese directamente a las necesidades planteadas por los grupos bancarios con actividades *cross-border* crecientes.

En este sentido, en su informe (EFR, 2007) apoyan todas las propuestas en discusión, en el marco de la UE, sobre las reformas de los comités y, además, consideran necesario:

- a) La elaboración de MoUS entre supervisores con requisitos mínimos y carácter público.
- b) La definición de estándares mínimos para los colegios de supervisores.
- c) La completa armonización de los requerimientos de información y de los temas más importantes.
- d) Cooperación de supervisores comunitarios y extracomunitarios.
- e) La formulación de los principios a los que debe responder una supervisión eficiente.

El grupo considera que la actual situación no sólo no es eficaz desde el punto de vista del negocio y retrasa lo que es el objetivo de la UE, sino que, además, supone un riesgo para la estabilidad financiera.

A pesar del explícito reconocimiento de los avances “oficiales” realizados desde que el grupo empezó a difundir la idea del *lead supervisor* y compartiendo y apoyando

- 
- d) Con vistas a facilitar una supervisión eficaz, la autoridad de consolidación de un grupo y el resto de las entidades competentes deberán establecer acuerdos escritos de coordinación y cooperación entre ellas. En ellos podrán encargar tareas adicionales a la autoridad consolidada y especificar procedimientos para la toma de decisiones.
  - e) Las autoridades responsables de la autorización de una matriz podrán delegar su responsabilidad de supervisión de las filiales mediante un acuerdo bilateral en las autoridades competentes que hayan autorizado y supervisen la empresa matriz.
  - f) Las autoridades competentes cooperarán estrechamente entre sí y se facilitarán mutuamente cualquier información que sea esencial o pertinente para el ejercicio de supervisión de las demás autoridades.
  - g) Podrán determinar en qué casos debe efectuarse consolidación y de qué forma.
  - h) Las autoridades competentes exigirán a toda entidad de crédito el cumplimiento de los requisitos de la Directiva —mantenimiento de fondos propios superiores al nivel mínimo, exigir la aplicación de una política específica de dotación de provisiones, restringir o limitar los negocios, etc.
  - i) Cuando la empresa matriz y las filiales estén en diferentes estados miembros, estos comunicarán toda la información necesaria para facilitar la supervisión consolidada.
  - j) Las autoridades competentes podrán exigir a las entidades que cuenten con sistemas de gestión de riesgos y mecanismos de control interno adecuados, informaciones específicas sobre operaciones significativas, etc.

el desarrollo de los mismos, siguen considerando que existen todavía puntos importantes a resolver, entre ellos:

- a) Los grupos financieros se encuentran con multitud de requerimientos de diversa índole, causados por la abundancia de discreciones nacionales en las directivas que ocasionan actuaciones divergentes entre los supervisores.
- b) A pesar de las declaradas intenciones, la actitud de los supervisores en cuanto a cooperación e intercambio de información es muy desigual.
- c) Las actividades y la implicación de los miembros de los colegios es diferente en unos casos y otros.
- d) El legislador paneuropeo ha venido dictando normas que van más allá de la tradicional división de autoridad entre *home* y *host*, pero son requerimientos que se han ido aplicando a lo largo del tiempo sin responder a un propósito común y que hacen mucho más compleja la tarea de la estructura *home-host*, que sigue teniendo fuertes dosis de inconsistencia.
- e) Los poderes, instrumentos y responsabilidades diferentes de los supervisores nacionales hacen que la colaboración *cross-border* sea más complicada y que se creen zonas de incertidumbres legales y problemas de *accountability*.

En cuanto a los Comités de N3 (del Esquema Lamfalussy), la *Round Table* apoya los cambios y subraya el hecho de que algunos supervisores desarrollan reglas locales (*gold plating*) sin ningún tipo de coordinación dentro de la UE y lo hacen para subsanar alguna necesidad urgente, adelantarse con la pretensión de influir, etc. Esto supone un retraso importante y, por ello, es necesario “que los reguladores/supervisores nacionales tengan que discutir los programas anuales en el Comité de N3 relevante para evitar iniciativas divergentes que presionan aún más sobre la ya recargada Agenda Regulatoria de la UE”.

En el marco de los Comités de N3, presta especial atención al CEBS y a los desarrollos que está introduciendo, derivados de la posición de la CRD sobre el supervisor consolidado. De hecho, considera que sobre la extensión de este podría desarrollarse el *lead supervisor* que viene defendiendo desde hace varios años. Está completamente de acuerdo con los cambios que se están produciendo y las reformas propuestas y piensa que las características del *lead supervisor* se pueden desarrollar a partir de lo establecido en la CRD.

Como acaba de verse, el análisis de la coordinación entre supervisores —un proceso que ha experimentado un impulso a raíz de los problemas de contagio derivados de la crisis— se ha analizado en el texto anterior en el marco limitado de los supervisores bancarios, por ser este sector el que ha sufrido con mayor intensidad, hasta el momento, los problemas, aunque no el único. En realidad el planteamiento de esta cooperación tiene un carácter más general y afecta también, además de al supervisor bancario (CEBS), a los responsables de los sectores de valores, seguros y fondos de pensiones (CESR Y CEOIPS, respectivamente), todos ellos comités del N3 del Esquema Lamfalussy<sup>35</sup>.

---

35. Los Comités de Nivel 3 son: Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS), Comité de Reguladores de Valores Europeos (CESR) y Comité de Supervisores de Seguros y Fondos de Pensiones Europeos (CEOIPS). Dentro del Esquema Lamfalussy desarrollan un doble papel: asesoran, por un lado, a la Comisión europea en la elaboración de las directivas y, por otro, ayudan a la implantación de las mismas

Una de las cosas que ha dejado clara la crisis es que en un sistema financiero crecientemente entrelazado, los supervisores de los sectores necesitan desarrollar prácticas de trabajo conjuntas. Por ello, desde hace varios años —cuando sólo algunos expertos aislados pensaban en la posibilidad de una crisis— los comités supervisores del Nivel 3, antes mencionado, están trabajando, además de en los temas individuales de cada sector, en la coordinación de sus actividades y de su funcionamiento básico, elaborando informes conjuntos para las autoridades de la UE, intercambiando experiencias y compartiendo información. Para ello han establecido un plan conjunto de trabajo para el futuro inmediato.

El Inter-Institutional Monitoring Group (IIMG) —responsable de la revisión periódica del llamado Esquema Lamfalussy— tiene a su cargo la revisión de los acuerdos institucionales de la regulación, supervisión y estabilidad financiera de la UE. En el desarrollo de esta función hace hincapié en una serie de áreas entre las que figuran, en lo que se refiere al presente asunto, el impulso de una plataforma común de formación para los supervisores en actuaciones *cross-border* que facilitará el intercambio de ejecutivos —con el fin de impulsar el desarrollo de una cultura común entre todos los supervisores de la UE— y el establecimiento de un mecanismo de mediación para todos los sectores que, siguiendo el modelo elaborado por CESR, tiene por objeto ayudar a resolver los posibles conflictos de interés que puedan surgir entre los supervisores nacionales. Además de lo anterior, la aplicación de la Directiva sobre Conglomerados Financieros se está desarrollando conjuntamente por CEBS y CEOIPS, con la participación del CESR como observador.

Todo lo anterior es sólo una muestra del trabajo que están realizando estos comités con el fin de “lograr una cooperación supervisora transparente a través de los sectores y un reforzamiento de la consistencia entre los mismos, de tal manera que el trabajo realizado en un sector sea coherente con el desarrollado en los otros” (CEBS, 2007).

No tiene sentido extenderse aquí —pues el objeto del trabajo es distinto— sobre la importante labor de estos comités en el asesoramiento a la Comisión y en la coherente aplicación de las directivas. Una información detallada de sus tareas y todos sus ámbitos de actuación puede encontrarse en sus informes anuales en los que, además de los desarrollos del periodo, se encuentran los programas de trabajo para los próximos años.

El acuerdo final sobre este proyecto será un hito importante en la consolidación de los grupos con actividad transfronteriza, tanto para los que tengan en su jurisdicción alguna cabeza de grupo —en cuyo caso la nueva situación les demanda un conjunto de reformas y la asunción de responsabilidades adicionales, pero en paralelo potenciará su papel internacional—, como para los que no se encuentren en este caso, aun perteneciendo a un grupo —que dispondrá de una mayor información y de una participación más activa en el grupo.

### 8.2.5 El modelo supervisor español: una propuesta

Aunque la posible reforma del modelo de supervisión y regulación del sistema financiero español no es un resultado de la crisis *subprime*, sí es cierto que los procesos de cambio en otras jurisdicciones influyen sobre nuestro sistema.

---

de una manera coherente y consistente en cada uno de los estados miembros.

El actual modelo de supervisión español es bien conocido. El Banco de España (BE) es responsable de la estabilidad sistémica, supervisa la solvencia de las entidades de crédito y vela por la protección de sus depositantes; la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP) supervisa las compañías de seguros y las gestoras de los fondos de pensiones; por último, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) supervisa la transparencia y el cumplimiento de las normas de conducta en los mercados financieros, la solvencia de las empresas de servicios de inversión y protege a los inversores<sup>36</sup>.

Si hubiera que bautizar este modelo, cabría hacerlo con la etiqueta de *twin peaks* imperfecto. *Twin peaks* porque, en lo sustantivo, el BE se ocupa —aparte de la estabilidad— de temas de solvencia de las entidades de crédito y la CNMV de temas de conducta de las empresas financieras en los mercados y del correcto funcionamiento de los mismos. Imperfecto porque la supervisión de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP) responde a un criterio sectorial siendo, además, el regulador de la actividad, un papel que no tiene atribuido ni el BE ni la CNMV, ya que la competencia reguladora es del MEH. Esta situación no cumple los core principios de Basilea para una supervisión efectiva, tal y como ha puesto de manifiesto el FMI en el ejercicio de evaluación del sector financiero en España realizado en 2005 y comentado en la primera parte del trabajo.

¿Es este un modelo adecuado? Hasta el momento ha funcionado de manera correcta y ha hecho frente en los últimos dieciocho años a los escasos episodios de crisis puntuales importantes de forma razonable. Y, además, existen diversas razones para no considerar conveniente modificar el modelo en la dirección de un supervisor integrado en la FSA. Además de los argumentos ya señalados, cabe apuntar dos adicionales, relevantes en el caso que nos ocupa. El primero, los costes de una modificación de la arquitectura institucional en términos de las iniciativas legislativas que exigiría serían muy elevados<sup>37</sup>. El segundo, un supervisor único tendría un poder y un tamaño difíciles de administrar de forma eficiente, estaría más sometido a los riesgos de captura por los supervisados y, además, resolvería peor el conflicto de intereses existente entre la supervisión de solvencia y la de conducta. Por otro lado, como señala Restoy (2008), la vinculación entre los riesgos de liquidez y solvencia plantea dudas acerca del modelo que confía la responsabilidad sobre la solvencia de las entidades y la gestión de su liquidez a agencias distintas. Como ha mostrado el caso del Northern Rock, señalado en otra parte del trabajo, la falta de coordinación entre ambas agencias puede producir una crisis de solvencia que podría haberse evitado con un apoyo de liquidez.

En consecuencia, tiene escaso sentido plantearse el tema de un posible cambio radical en el modelo de supervisión español, por lo que el objetivo de la discusión debe dirigirse hacia el perfeccionamiento y mayor coherencia de la actual estructura de la supervisión financiera española. Y esta mejora debe ir en la dirección de consolidar un modelo *twin peaks* lo más ajustado posible dado que, con frecuencia, los sistemas intermedios acumulan defectos de los dos extremos.

---

36. Esta parte del trabajo, sobre el modelo supervisor español, está tomada de Gil y Segura (2007).

37. Este es un tema bien conocido en la literatura académica sobre reformas fiscales, en la que tiene un tratamiento muy distinto el caso en que se trata de reformar un sistema fiscal ya existente en un país del caso en que se trata de implantar un sistema fiscal en una economía que carece del mismo.

Desde este punto de vista, el primer paso sería la eliminación de las competencias supervisoras de la DGSFP, lo que implica determinar la nueva atribución de las mismas. Parece claro que la supervisión prudencial de solvencia de las compañías de seguros debería pasar al BE y la vigilancia de las normas de conducta de las mismas y de las gestoras de fondos de pensiones debería residenciarse en la CNMV. Con esta decisión se solventaría la única incoherencia del modelo español, pero quedarían dos pequeños ajustes pendientes que implicarían un modesto traspaso de competencias entre la CNMV y el BE.

El primero<sup>38</sup>, que en la actualidad la CNMV se ocupa de la solvencia de las empresas de servicios de inversión, tarea que debería ser asumida por el BE. Esto es así no por el mero prurito de tener un modelo supervisor puro, sino porque esta función podría llevarla a cabo el BE con menor esfuerzo relativo que la CNMV —para la que esta tarea acarrea un consumo de recursos proporcionalmente significativo dado su tamaño— y la ventaja añadida de la mayor experiencia del BE en materia de supervisión de solvencia. Hay que tener en cuenta, además, que las ESI pertenecen a grupos bancarios.

El segundo ajuste parcial discurriría en la dirección contraria: la supervisión de la actuación de las entidades de crédito, en los mercados y con todos sus clientes, debería residenciarse sin ambigüedades prácticas en la CNMV. De nuevo por dos motivos. El primero, que absorbiendo las entidades de crédito un porcentaje muy elevado de la operativa en los mercados financieros, tiene poco sentido que su inspección se hurte al supervisor de conductas y de transparencia de los mercados. El segundo, que la vigilancia de conductas implica un tipo de actuación en la que la CNMV presenta ventajas de especialización sobre el BE. Y también parece coherente con un modelo *twin peaks* el traspaso a la CNMV de la protección de los clientes de las entidades de crédito y la dependencia funcional de los fondos de garantía (de depósitos y de inversiones), diseñados para proteger a los clientes de las empresas que prestan servicios financieros.

El tercer punto susceptible de mejora se deriva del hecho de que un modelo *twin peaks* perfecto, cuyas ventajas para el caso español están sobradamente justificadas, requiere para funcionar de forma eficiente una estrecha y leal colaboración entre las dos instituciones supervisoras. No se trata sólo, con ser importante, de que las actuaciones inspectoras y los requerimientos de información se coordinen entre el BE y la CNMV, de forma que se minimicen los costes sufridos por las entidades de crédito y las empresas de servicios financieros, aspecto en el que se ha avanzado mucho en fechas recientes. Se trata, además, de disponer de mecanismos flexibles —y preferentemente institucionalizados— para resolver los eventuales conflictos de interés que puedan plantearse entre ambos supervisores.

---

38. El supervisor financiero tiene dos responsabilidades fundamentales que determinan cuál debe ser el núcleo de su actividad: la solvencia de las entidades financieras de un lado y el funcionamiento de los mercados y la actuación de los agentes en ellos por otro. La CNMV tiene sus responsabilidades más importantes en este segundo ámbito de actuación, ya que su comportamiento prudencial está limitado y relacionado básicamente con las empresas de servicios de inversión y las infraestructuras de mercado. De ahí también los objetivos que le marca la Ley del Mercado de Valores: velar por la transparencia, por la correcta formación de precios y proteger al inversor. Esta sería la primera parte del ajuste que menciona el texto; la segunda parte, que implicaría una transferencia de autoridad en sentido contrario, sería la supervisión de la actuación de las entidades en los mercados y con su clientela (Segura, 2008).

Por expresarlo en términos simples, un supervisor de solvencia responsable de la estabilidad financiera tiene incentivos, ante la posible crisis de una empresa financiera que pueda implicar riesgos sistémicos, a admitir prácticas que el supervisor de conductas considera inapropiadas. Por su parte, es razonable que este último no considere los efectos sobre la solvencia de sus actuaciones como corrector de conductas inapropiadas, porque ni puede calcularlos ni constituye un elemento a considerar en sus decisiones en condiciones normales. No es un tema discutible que la decisión final sobre las actuaciones de cada supervisor sea competencia exclusiva del mismo y que, por tanto, pueda darse el caso extremo de conflicto irresoluble en que el supervisor prudencial admita prácticas que sean sancionadas por el de conductas. Pero sí es razonable disponer de mecanismos de intercambio de información y discusión que puedan permitir alcanzar un equilibrio, en casos tasados que impliquen riesgos cuantificables y relevantes para la estabilidad, entre las actuaciones de ambos supervisores.

El cuarto tema susceptible de mejora se refiere a las notables diferencias existentes en la actualidad en el estatus institucional de ambos supervisores. Basta comparar algunos artículos de la Ley de Autonomía del Banco de España (LABE) de 1994<sup>39</sup> con la Ley del Mercado de Valores (LMV) de 1988<sup>40</sup>. El artículo 1.2 de la LABE señala expresamente el no sometimiento a la LOFAGE<sup>41</sup> y el 14.2 de la LMV su sometimiento a la norma. La comparación entre los Art. 4.1 de la LABE y el 14.8 de la LMV es también significativa: el presupuesto anual del BE es de gastos e inversiones y no se consolida con el PGE, el de la CNMV es completo y se consolida; las desviaciones inferiores al 5% en el presupuesto de la CNMV tienen que ser autorizadas por el MEH y, si exceden de dicho porcentaje, por el Gobierno, las desviaciones presupuestarias del BE no requieren autorización alguna. O la distinta aplicación que se hace en ambos casos de la legislación sobre incompatibilidades. Lo significativo de las divergencias no proviene de que ambas instituciones hayan de ser idénticas en materia supervisora por un mero formalismo jurídico, sino de que las mayores restricciones sobre la actuación de la CNMV restan en algunos aspectos flexibilidad —y, por tanto, eficacia<sup>42</sup>— a su funcionamiento y de que la autonomía presupuestaria es un claro indicador de autonomía funcional.

Y también existen asimetrías en la configuración de sus órganos de gobierno y sus responsables máximos. Las diferencias en el tamaño y composición de sus consejos y comités o comisiones ejecutivas posiblemente no sea relevante<sup>43</sup>, pero las existentes en los periodos de validez del nombramiento de sus miembros y su carácter renovable o no sí son significativas. La posible renovación una vez del presidente, vicepresidente y consejeros de la CNMV (no renovación del gobernador y el subgobernador, aunque sí de los consejeros en el caso del BE) atenta a la lógica de la autonomía de la institución. Su nombramiento por cuatro años (seis en el BE), en clara coincidencia con la duración del ciclo electoral y por un periodo a todas luces corto —máxime si no fuera renovable— es otro aspecto mejorable.

---

39. Ley 13/1994 de 1 de junio.

40. Ley 24/1998 de 28 de julio.

41. Ley 6/1997 de 14 de abril de Organización y Funcionamiento de la Administración General del Estado.

42. Piénsese en la rigidez que supone, por ejemplo, el sometimiento a la oferta pública de empleo.

43. Y cabe sostener que en estos aspectos es más adecuada la configuración de los órganos de gobierno de la CNMV que la del BE.

En relación con los órganos de gobierno en general y su funcionamiento práctico, cabe hacer algunas consideraciones breves.

El presidente debe ser la máxima autoridad, aunque las decisiones se deben tomar colegiadamente. Se debe también asegurar la sintonía entre presidente y vicepresidente y no buscar equilibrios distintos de aquellos relacionados con la competencia y complementariedad técnica. En la propuesta de nombramiento del vicepresidente, el presidente debería jugar un papel fundamental. Hay diferentes formas de organizar esto y todas pueden ser válidas si se garantiza el cumplimiento del requisito anterior.

El papel de los consejos —su composición, sus funciones y la selección de sus miembros— es fundamental para que las instituciones puedan desarrollar sus funciones de forma conveniente. La adecuada definición de los consejos, clave para el buen gobierno de la entidad, proporciona un apoyo importante a la rendición de cuentas interna, reforzando con ello la independencia de la misma. El modelo de consejo (o consejos) escogido en cada circunstancia depende, en gran medida, del esquema institucional vigente en cada país, así como de sus circunstancias socioeconómicas y financieras. Por ello existe diversidad de casos y no se trata de catalogar y valorar cada uno.

Es bastante general que los nombramientos de los miembros de estos consejos (consejeros independientes o no ejecutivos) sean realizados por el Gobierno “únicamente en base a su integridad individual y experiencia”. Sus funciones dentro de cada institución dependerán del modo de funcionamiento de la misma. Por otro lado, lo normal es que tengan plazos tasados para el ejercicio de sus funciones, con renovación o no, y que su sustitución sea gradual con el fin de mantener la continuidad y que tengan una independencia real en el ejercicio de sus funciones.

En ocasiones el modelo de funcionamiento es distinto y se integran en los consejos otros tipos de consejeros no independientes en el sentido mencionado antes. Se trata de personas que, desempeñando sus tareas en las instituciones de origen, sean estas agencias independientes o estatales, las simultanean con funciones similares en los consejos de otros organismos públicos. El deseo de un mayor grado de coordinación entre diferentes instituciones y la gestión de procesos de transformación o fusión de agencias son las causas más frecuentes de esta situación. Por su propia naturaleza estas situaciones deberían ser temporales, en algunos casos porque los procedimientos de coordinación han encontrado otras vías más eficaces para lograrla por el propio desarrollo de los sistemas financieros (acuerdos de cooperación, por ejemplo) y, en otros, porque los procesos de transformación o fusión han culminado.

A pesar de la utilidad de estos mecanismos, hay que tener en cuenta que presentan algunos riesgos potenciales derivados de que al no estar sus tareas tasadas —es casi imposible— pueden tener que participar en decisiones de carácter puntual para las que no tienen por qué estar preparados y pueden plantearles conflictos de competencias (Gil, 2007).

Para terminar, un tema más opinable: la potestad sancionadora de los supervisores. En ambos casos, los expedientes incoados por el BE y la CNMV constituyen propuestas al MEH que requieren, en casos de sanciones muy graves o retirada de la licencia, la aprobación del Gobierno. Es posible defender un sistema en el que las sanciones no tuvieran que ser aprobadas por el poder ejecutivo, lo que presentaría ventajas obvias respecto a la autonomía de las instituciones supervisoras.

### 8.2.6 Algunas reflexiones

Los apartados inmediatamente anteriores han analizado las reacciones de las autoridades reguladoras y supervisoras ante las perturbaciones registradas en los mercados financieros. Se han descrito en ellos las medidas puestas en vigor, principalmente en los casos más notorios: Estados Unidos y Reino Unido. El desarrollo de la crisis ha puesto de manifiesto la existencia de fallos importantes en todos los sectores, pero también en los mecanismos de supervisión y regulación de los dos países que suelen presentarse como modelos.

Con independencia de ello, el conjunto de medidas adoptadas para paliar los efectos de la crisis y reducir su intensidad sistémica se ha adentrado en terrenos hasta ahora poco frecuentados que plantean una serie de problemas sobre los que merece la pena reflexionar brevemente.

Como se ha visto, al comienzo de la crisis todos los elementos del arsenal de los bancos centrales y supervisores experimentaron cambios de desigual calado y la Reserva Federal y las autoridades británicas que integran el tripartito (Tesoro, Banco de Inglaterra y Autoridad de Servicios Financieros) no fueron una excepción, más bien al contrario, ya que avanzaron por unos terrenos alejados de lo que venía siendo la ortodoxia.

Primero la Reserva Federal, con algunas de las medidas adoptadas —el rescate de *Bearn Stern* y las nuevas posibilidades de acceso a la financiación para bancos de inversión y *primary dealers* a través del acceso a la ventanilla de descuento, junto con el intercambio de bonos del Tesoro por activos menos líquidos— inició una gestión de la crisis nueva y no exenta de cierta polémica. Esta actuación, que ciertamente ha sido útil para amortiguar el efecto de la crisis, obliga a replantearse algunos aspectos de la ortodoxia financiera en la que, con mayor o menor seriedad, se ha vivido hasta ahora. Por otro lado, resulta extraño que, mientras en los últimos años se venía haciendo alusión a los cambios experimentados en los mercados internacionales como fundamento de los ajustes necesarios en los esquemas de supervisión y regulación y de la necesaria cooperación entre supervisores —todo ello desde un punto de vista meramente instrumental—, no se haya prestado atención hasta ahora a los dilemas que suscitaban determinadas intervenciones que se alejaban de los que se consideraba ortodoxo. De esta línea de la actuación de la Reserva Federal en la crisis pueden desprenderse algunas reflexiones.

En primer lugar, si la Reserva Federal va a financiar mediante “facilidades especiales” a los bancos de inversión y los *primary dealers*, entidades que no supervisa, parece que una contrapartida razonable sería que la propia Reserva Federal ejerciera alguna tarea supervisora sobre estas últimas entidades y les aplicara su regulación. El público con el que actúan los bancos comerciales, los depositantes, es completamente distinto de los inversores con los que trabajan los bancos de inversión, y esto complica su tratamiento. En estos momentos este es un problema en discusión tanto entre la Reserva Federal y la Securities and Exchange Commission<sup>44</sup> como entre los

---

44. Desde la aparición de problemas como el de *Bearn Stern*, la Reserva Federal y la Securities Exchange Commission (SEC) están trabajando conjuntamente para que los *primary dealers* y los bancos de inversión (de los que la SEC es el “supervisor consolidado”) puedan fortalecer sus posiciones con el fin de hacer frente a futuras crisis. Esto se ha concretado en la firma de un acuerdo de cooperación entre ambas instituciones. Es necesario tener en cuenta que hasta ahora la supervisión se basaba en acuerdos voluntarios de la SEC con las empresas. Esto exige un cambio y debe ser obligatoria la supervisión consolidada (Bernanke, 2008).

propios bancos de inversión<sup>45</sup>. Como se ha visto antes, en la agenda del Tesoro hay un proyecto muy ambicioso de reforma de la estructura institucional de la supervisión, que trata de paliar este y otros problemas que aparecen en la misma.

Las actuaciones mencionadas implican que la Reserva Federal y otros bancos centrales en distintas jurisdicciones han ampliado su papel de prestamista en última instancia y en un plano general están replanteando el enfoque tradicional del *moral hazard*. Este “paradigma” de lo que debe ser la actuación de un banco central, aunque sigue firme en el ideario, resulta cada vez más erosionado por la evolución de los sistemas financieros y el carácter de las crisis modernas.

El estado actual de los mercados financieros y el funcionamiento de las entidades están planteando situaciones nuevas que inevitablemente afectan al concepto tradicional de las intervenciones de los bancos centrales y sus efectos para el conjunto del sistema. Siempre se ha admitido que el criterio de ayudas debería estar restringido a aquellas entidades sistémicas que podían plantear problemas para el conjunto del sistema y que las mismas deberían concederse con determinadas condiciones, de forma que, además, su coste recayera en buena medida sobre sus gestores y accionistas.

El problema que ahora se plantea es completamente distinto por varias razones. Para comenzar, el perímetro sistémico se ha ampliado enormemente ya que, debido a los procesos de concentración e interrelación de los mercados e instituciones, con rápidos contagios a entidades alejadas, se ha creado una trama en la que el tamaño de una entidad en crisis ha dejado de ser el único factor relevante.

¿Era el Northern Rock una entidad sistémica al estilo antiguo? No lo parece. Era una entidad no muy grande que experimentó problemas en un momento de inestabilidad en los mercados, con falta de confianza, políticas arriesgadas y opacidad y, por tanto, propensa a los contagios. Es decir, cualquier entidad de tamaño mediano en un entorno de tensión puede plantear problemas sistémicos. Este es otro de los múltiples aspectos que ha abierto la reciente crisis. Las cuestiones que quedan planteadas no sólo se refieren a los instrumentos operativos, sino también y de manera importante a un escalón previo, la decisión de intervenir.

El problema que surge es difícilmente previsible con anticipación. La economía es cíclica y el sistema financiero también y eso es inevitable, por lo cual la decisión sobre el dilema del *moral hazard* y su debilitamiento por las razones explicadas requerirá un reequilibrio en base a la regulación para evitar que los incentivos para desarrollar estrategias adecuadas se diluyan. Dicho de otra forma, este efecto de disolución del *moral hazard* debe ser tratado mediante el desarrollo de una supervisión y una regulación que busquen asegurar la resistencia y capacidad de reacción del sistema.

---

45. La polémica entre los bancos de inversión se deriva de la decisión de la Reserva Federal, señalada en el texto, y sus potenciales implicaciones para el funcionamiento de estos bancos. Goldman Sachs, uno de los menos afectados por la crisis, considera que la situación previa no tiene que cambiar y no quiere admitir limitaciones por parte de la Reserva Federal. Los más afectados, Lehman Brothers, por ejemplo, están dispuestos a mantener el acceso a la Reserva Federal, incluso si ello “supone limitaciones en la asunción de riesgos”. En un terreno intermedio (esperar y ver) se encontraría Morgan Stanley.

Por último, como era de esperar, algunos grandes bancos comerciales, como JP Morgan Chase y Citigroup, sostienen que los bancos de inversión deberían someterse a las mismas reglas: “no tiene ningún sentido que pueda haber [préstamos de la FED] para los bancos de inversión y no pedirles que cumplan con el mismo nivel de requerimientos que nosotros” (FT 28 de mayo de 2008).

Así pues, la situación requiere un planteamiento distinto del tradicional, un enfoque preventivo que facilite la absorción de choques potenciales y un reforzamiento del capital que acentúe sus características anticíclicas mediante el incremento de las reservas. Esta posición se ha aplicado y explicado con claridad desde el Banco de España: “...el BE, a través de su modelo de provisiones dinámicas, ha estado tratando de reducir la fuerte tendencia procíclica del ciclo de préstamo. Aunque las mecánicas son complejas, la idea es simple: existe un *gap* entre el riesgo de crédito aceptado y el riesgo de crédito en la cuenta de pérdidas y ganancias de los bancos —en la medida en que las provisiones por pérdidas de préstamos se separan para cubrir los activos dañados, préstamos malos—. ¿Quién puede argüir hoy en día que las pérdidas por el riesgo de crédito no están relacionadas con los excesos procedentes de los días del *boom* en la economía mundial? Nuestra provisión dinámica estimula en los bancos la acumulación de provisiones durante los días buenos, cuando el crédito crece rápidamente, de forma que puedan ser usadas cuando los préstamos malos empiecen a aparecer unos años más tarde. En alguna medida puede ser contemplada como una corrección al valor razonable de la cartera de préstamos que evita que durante los periodos de *boom* sean distribuidos beneficios excesivos y todo esto hecho de una manera transparente, con reglas claras y conocimiento del mercado” (Roldán, 2008).

Otro asunto importante que se ha planteado o, mejor, que ha resurgido con la reciente crisis, es el de la consideración de cuál debe ser el papel de los bancos centrales en relación con la supervisión de las entidades financieras. Un asunto que desde la reforma del sistema de supervisión británico de comienzos de este siglo no ha dejado de ser objeto de atención. En efecto, al margen de los posibles fallos de la FSA, responsable de la supervisión de todas las entidades y de las discusiones en torno a la posición del Banco de Inglaterra en el momento inicial de la crisis de los mercados —que le llevó a manifestar su desacuerdo con la Reserva Federal y el Banco Central Europeo sobre las iniciales inyecciones de liquidez, apoyándose en consideraciones de *moral hazard*— se ha vuelto a plantear un tema concreto de coordinación entre las tres autoridades del tripartito y, con carácter más general, en torno a la decisión tomada en su día por las autoridades sobre la relocalización de las facultades supervisoras del Banco de Inglaterra mediante su atribución a la FSA. Sobre este precedente, el proyecto de reforma del Tesoro norteamericano, aunque de forma diferente a como lo hizo el británico, también ha planteado, como hemos visto antes, un nuevo papel para la Reserva Federal que la aleja de sus responsabilidades de supervisión microprudencial de las entidades financieras.

Existen muchos argumentos que apoyan la conveniencia del mantenimiento en el banco central de la supervisión de las entidades financieras. La posibilidad de que el sistema bancario pueda experimentar crisis sistémicas y el hecho de que los aspectos macro y microprudenciales de la estabilidad financiera se encuentran progresivamente más relacionados entre sí refuerzan la posición de mantener unidas dichas capacidades. Es problemático el cambio propiciado por el Tesoro norteamericano en las actividades de su banco central. La impresión de que con la reforma la Reserva Federal saldría fortalecida en su papel de gestor de la estabilidad financiera puede no resultar acertada y arroja dudas sobre la eficacia del cambio en la asignación de responsabilidades. Por lo menos así parecía pensarlo también el presidente de la Reserva Federal, que en una reciente intervención formulaba así el problema en discusión: “las actividades supervisoras de la Reserva Federal dan acceso a una gran riqueza de información sobre el sistema bancario. Además, sus actividades super-

visoras le proporcionan información sobre instituciones financieras que no regula directamente y sobre los desarrollos del sistema financiero en su conjunto. También, le permite obtener valiosa información sobre las empresas que hacen negocios con las empresas bancarias que supervisa” (Bernanke, 2007).

Sí parece existir un consenso bastante amplio y es, desde luego, una posición generalmente aceptada que los bancos centrales y los supervisores deben trabajar en estrecha vinculación sea cual sea la estructura organizativa que se adopte. Goodhart (2000) defiende esta posición para el caso de países desarrollados: “manteniendo el supuesto de que debe seguir existiendo alguna forma de supervisión, los supervisores bancarios/financieros deben trabajar estrechamente con el banco central, y viceversa, cualquiera que sea la estructura organizativa”.

La implicación del banco central en la supervisión se apoya tanto en el hecho de que el sistema bancario puede sufrir crisis sistémicas, como en que los aspectos macro y microprudenciales de la estabilidad financiera se encuentran progresivamente más relacionados entre sí. Además, la implicación de los bancos centrales en la supervisión prudencial permite aprovechar sinergias de información relevantes. Brouwer (2002) argumenta esta posición en detalle<sup>46</sup>.

Merece la pena enfatizar dos aspectos relativos a la relación entre banco central y supervisión: la posible pérdida de información y el problema de los periodos de inestabilidad. Goodhart (2000) subraya, en relación con el primero de ellos, el hecho de que la posible pérdida o inexactitud de la información, en el caso de que el supervisor no sea el banco central sino otra entidad separada, no se debe a que no exista deseo de informar al banco central, sino a la pérdida de los mecanismos internos que, dentro del banco central, conducen a esa búsqueda de información. En relación

---

46. Puesto que el sistema bancario puede experimentar crisis sistémicas, los bancos centrales tienen que estar implicados en regulación financiera y supervisión. En el ámbito nacional esta implicación puede revestir diferentes formas, dependiendo de las estructuras financieras específicas y de preferencias políticas... La implicación es importante por tres razones fundamentales. Primero, los bancos centrales son responsables de la estabilidad financiera y existe una estrecha relación entre esta y la supervisión prudencial. Bancos centrales implicados en la supervisión están en una posición óptima para valorar la dificultad de un banco individual, la actuación de factores comunes que afectan a la estabilidad de grupos de intermediarios, y la probabilidad y potencial impacto de *shocks* macroeconómicos en los mercados nacionales e internacionales. Además los bancos centrales son prestamistas en última instancia y juegan un papel importante en el tratamiento de las crisis.

La segunda razón es que los aspectos macro y micro prudenciales de la estabilidad financiera están cada vez más estrechamente interrelacionados. La regulación microprudencial puede tener consecuencias macroprudenciales y macroeconómicas. Esto ha sido evidente, por ejemplo, en las discusiones sobre los posibles efectos económicos de los nuevos requerimientos de capital y específicamente en las consecuencias sectoriales de los requisitos de capital en función del riesgo. Por otra parte, puede pensarse en el impacto de las políticas de provisiones de los bancos, en el debate sobre el *full fair value accounting* o en las políticas de riesgo país. Finalmente, la competencia de los bancos centrales también será necesaria en la discusión sobre la supervisión de la liquidez. Dados estos estudios vinculados entre aspectos micro y macro de la supervisión prudencial, no es una coincidencia que el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea incluya tanto supervisores como bancos centrales.

Tercero, los bancos centrales deben estar implicados en regulación prudencial y en supervisión porque existen importantes sinergias en relación con la información. La implicación de los bancos centrales en los mercados financieros internacionales, de los sistemas de pagos y de las operaciones de política monetaria es extremadamente válida para la ejecución de las tareas de supervisión. Al mismo tiempo los mejores conocimientos obtenidos en la ejecución de la supervisión prudencial son importantes para la adecuada ejecución de la política monetaria y la vigilancia de los sistemas de pagos.” (Brouwer. H., 2002).

con el segundo punto, Goodhart se plantea el siguiente problema: si se priva al banco central de la obtención de su información microeconómica sobre las entidades, ¿podría saber qué preguntar a la agencia separada encargada de esta tarea, antes de que el problema haya aparecido?; ¿sería demasiado tarde?

Esta misma idea es reforzada por Ferguson (2000), quien muestra su preocupación sobre hasta qué punto la pérdida de contacto con el día a día puede privar a un banco central de la capacidad de interpretar adecuadamente la información regular diaria, dificultando así la toma de decisiones que podría adelantarse a la efectiva aparición de una crisis. Otro argumento interesante es el formulado por Paddoa (2002), que subraya que la supervisión ha ido incrementando su atención hacia la medición del riesgo, factor que acrecentará su importancia con el desarrollo de la aplicación de Basilea II. Pues bien, dados el directo conocimiento y participación operativa que tienen los bancos centrales en los mercados bancarios y de valores, que les ha hecho expertos en la medición de riesgos, y dado que en el futuro próximo las tareas supervisoras más importantes van a estar relacionadas con la medición y validación de los modelos de calibración de riesgos en el marco de Basilea II, parece inevitable el papel clave que van a desempeñar los bancos centrales en el desarrollo de la supervisión<sup>47</sup>.

Un reciente análisis realizado por el Banco Central Europeo (BCE, 2006) respalda las consideraciones anteriores: “el análisis confirma que los bancos centrales, en general, están de una manera extensiva implicados en las actividades de supervisión [...] y en los casos en que el banco central no es la autoridad responsable de las decisiones finales en esta materia, existen acuerdos que garantizan la implicación del banco central en la supervisión”.

Para terminar, cabe aducir otras razones que avalan el papel del banco central en la supervisión, entre ellas, el hecho de que “las sinergias entre los requerimientos de la supervisión prudencial y la sistémica son mayores que entre la prudencial y la supervisión de mercados; la independencia y credibilidad de los bancos centrales están bien establecidas; los flujos de información obtenidos por su intervención en los mercados son básicos, dada la necesidad de la información para ejercer la función de prestamista en última instancia.” (Llewellyn, 2006).

Desde un punto de vista temporal más cercano a la crisis de mercados y después de un análisis de los diferentes aspectos de la misma, Ubide (2008) concluye subrayando la importancia de que la supervisión de las instituciones sistémicas esté asentada en el banco central correspondiente, ya que este dispone de la información que le permitirá tomar las decisiones que sean necesarias rápidamente. El hecho de que los fallos más importantes hayan tenido lugar en aquellos sistemas en que la supervisión está fuera del banco central refuerza esta posición<sup>48</sup>.

Por último, una forma muy eficaz y gráfica de mostrar los problemas a que puede conducir la separación mencionada y la dificultad de sustituir la tarea de una institución, el banco central, con información directa, por la información cruzada o por la creación de un comité (al margen de que todo ello sea necesario), es la lectura del es-

---

47. Ver también: Gil y Segura (2007).

48. En la conferencia organizada por el Banco de España “Bretton Woods II Under Stress?” puede encontrarse un tratamiento de los diferentes aspectos de la crisis.

pontáneo diálogo cruzado entre el gobernador del Banco de Inglaterra y Mr. Fallon en el proceso de comparecencias en el Comité del Tesoro del Parlamento inglés<sup>49</sup>.

### 8.3 Basilea II

Durante el periodo transcurrido de perturbación de los mercados, los diagnósticos, explicaciones, opiniones, sugerencias, etc. se multiplicaron y uno de los aspectos de esa corriente fue la búsqueda de responsables: supervisores y reguladores, entidades financieras, agencias de *rating*, consejos, etc. Sólo los más perspicaces aventuraron la hipótesis de una responsabilidad colectiva, con mayor incidencia en los agentes de mercado, y establecieron el origen de la crisis en las características del periodo previo a su estallido. Un periodo largo de crecimiento económico, bajos tipos de interés, primas de riesgo en niveles desconocidos, un fuerte apetito por el riesgo y búsqueda de beneficio; todo ello mezclado y alimentado por un importante *boom* de la construcción inmobiliaria, eran los acontecimientos que estaban cebando una bomba que estalló en el verano de 2007.

Producido el estallido aparecieron explicaciones y, como decía antes, atribución de responsabilidades variadas. Una de las más desencaminadas fue la que centraba en el Acuerdo de Capital de Basilea II una parte importante de la responsabilidad. Las críticas que con mayor frecuencia se formularon fueron del tenor: “los modelos de Basilea II han fallado”, “la excesiva prociclicidad del acuerdo ha acentuado la crisis”, etc. Merece la pena hacer algunos comentarios sobre esta atribución de responsabilidad a Basilea II ya que se asienta, al menos, en dos errores: uno geográfico y otro conceptual.

El primero de ellos, el geográfico, es sencillo de aclarar. La atribución a Basilea II de la responsabilidad, siquiera parcial, en los acontecimientos que desataron la crisis es errónea ya que debido al largo proceso de discusión que sobre el acuerdo y su implantación están teniendo los supervisores norteamericanos, el mismo no ha entrado todavía en vigor en Estados Unidos. Probablemente, de haber estado implantado Basilea II, la crisis hubiera tenido lugar igualmente, pero el nuevo acuerdo supone unas muy importantes mejoras sobre el anterior y, quizás, habrían podido mitigarse algunos de sus problemas, por ejemplo, en el caso de la titulización, cuyos riesgos no eran capturados por el antiguo acuerdo (Caruana, 2007). Hay que tener en cuenta que el hecho de la existencia en Estados Unidos de la tasa de endeudamiento límite aplicable a las posiciones de balance acentuó el arbitraje, que repercutió negativamente acelerando el crecimiento de las posiciones fuera de balance, no sometidas a este límite.

---

49. Mr. Fallon: “OK, permítame volver a la cuestión del Presidente sobre quién está realmente a cargo de este asunto [los problemas del Northern Rock]. Vd. suministró la liquidez adicional que el Northern Rock deseaba, pero Vd. está en el Banco aislado de sus operaciones; la FSA dijo que era solvente, pero no puede intervenir en los mercados; y el Canciller garantizó los depósitos. ¿Quién está realmente a cargo?” — Mr. King: “Creo que todas aquellas acciones fueron importantes y cada una tiene sus responsables. Esto no habría sido distinto sin el Memorandum de Cooperación”. — Mr. Fallon: “¿Quién estuvo a cargo?” — Mr. King: “¿Qué quiere decir Vd. con ‘a cargo’? ¿Podría Vd. definirlo?” — Mr. Fallon: “Lo que nuestros votantes (constituyentes) desean conocer dado este desastre es: ¿quién está a cargo del mismo? ¿quién es el responsable?”. *The Run on the Rock, The United Kingdom Parliament Select Committee on the Treasury (Fifth Report)*.

El segundo elemento de crítica sostiene que el acuerdo ha fallado, sus modelos no han sabido captar los problemas y no ha sido capaz de establecer un seguimiento adecuado del control de riesgos de las entidades. Esta crítica deriva de un importante error conceptual sobre qué es un modelo y sobre cuál es el papel y contenido del Acuerdo.

Basilea II no es un modelo “facturado” a los bancos y tampoco “autoriza” a utilizar modelos de valoración del riesgo que fallan en periodo de *stress*. Lo que Basilea exige a los bancos es que emprendan el desarrollo de series sobre fallos, pérdidas, recuperaciones, etc. que incluyan algún periodo de crisis. Estos son los datos que deberían determinar, a través de la estructura de capital especificada por los supervisores, los niveles de capital. No se trata de un bloque compacto que condicione la actividad de las instituciones. En este aspecto puede recordarse que, con crisis o sin crisis, el acuerdo está sometido a un continuo proceso de adaptación o reforma, de tal manera que no es una estructura cerrada e inamovible. Es, pues, un proceso abierto que en realidad constituye la única respuesta posible a los procesos de cambios financieros, sean traumáticos o no. Por ello, deberá seguir replanteándose aspectos que vayan surgiendo ante las situaciones de crisis, como la actual o las futuras, con el fin de paliar su incidencia y adquirir experiencia en previsión de posibles acontecimientos perturbadores.

La introducción de cambios, algunos de los cuales se mencionarán más adelante, no implica un fracaso del acuerdo; justamente esta capacidad de adaptación constituye un elemento básico que favorece su función de dotar al sistema financiero de una mayor capacidad de resistencia y recuperación. El acuerdo no puede tener una aspiración de previsión completa del futuro y las crisis producen una información válida para mejorar su funcionamiento: “Las recientes turbulencias en los mercados han suministrado información que ayudará a que los modelos de medición de riesgo de Basilea II funcionen de una manera más eficaz de lo que lo hacían antes de las turbulencias” (Reich, octubre de 2007).

En resumen, el acuerdo no es una guía sobre cómo deben organizar los bancos su negocio, y los requisitos de capital que se fijan en él deben ayudar a crear los incentivos apropiados para los tomadores de riesgo y apoyar un buen tratamiento general de los mismos. Pero los requerimientos de capital no pueden evitar que los bancos cometan errores, no tratan de sustituir la responsabilidad de los directores de las instituciones. Por otro lado, los problemas que acontecen en cualquier mercado están claramente más allá de los objetivos de la estructura de capital adecuado (Caruana, 2007). Lo acontecido en los mercados, desde la inadecuación de los estándares utilizados y la falta de transparencia y de la debida diligencia de los inversores hasta la separación ficticia, como resultó ser el caso de determinadas operaciones fuera de balance, etc., son todos ellos elementos que están más allá del acuerdo, como no puede ser de otra forma, ya que dependen de actuaciones individuales o de las correspondientes autorizaciones de los consejos, como debe ser, al menos en teoría.

Los tres pilares del acuerdo proporcionan al modelo el grado de flexibilidad necesario para desarrollar sus funciones. En el Pilar 1, el tratamiento de capital deberá ser revisado y lo va a ser, como se verá más adelante, para reforzar los requerimientos relativos a la *securitization* de productos complejos. En el Pilar 2 un elemento importante es la realización de *stress tests* que permitan conocer a las entidades si los “colchones” que mantienen por encima de los mínimos son suficientes para hacer frente a escenarios adversos. Y en este caso, es cierto, existe una tendencia por parte

de los bancos a limitar el alcance de los mismos no llevándolos hasta condiciones extremas, aunque poco probables. En la medida en que la innovación permite que el *banking book* de los bancos pueda ser cubierto o negociado, se hace necesario reforzar la intensidad de los *stress tests* mejorándolos más allá de las fronteras actuales, puesto que han aparecido unos problemas hasta entonces inexistentes (Caruana, 2007). El Pilar 3 es un elemento fundamental en la disciplina de mercado y, sobre todo, en el problema de la transparencia, cuya falta o inadecuación ha desempeñado un papel tan importante en las recientes crisis. Un elemento que deberá recibir un tratamiento preferente, también clave y que falla a la hora de crear incentivos para que los inversores profesionales usen esta información de manera óptima, es el de las transferencias fuera de balance mediante la utilización de productos financieros complejos. De entre las críticas recientes realizadas por Benink y Kaufman (2008) tiene interés aquella que considera necesario un refuerzo importante en el asunto de la transparencia. Su argumento es que aunque es cierto que Basilea II contiene elementos que refuerzan los requerimientos de transparencia, “no crea incentivos para que los inversores profesionales usen esta información de una manera óptima”<sup>50</sup>.

Otra de las críticas a Basilea II se centra en un asunto que ya fue objeto de intensa discusión en los tiempos de elaboración del acuerdo. “La prociclicidad de Basilea habría ampliado los efectos de la crisis” podría ser la formulación de este asunto, que es importante y en ocasiones se desenfoca y exagera.

Es obvio, por un lado, que los sistemas financieros tienen un sesgo muy claro hacia la prociclicidad; los supervisores deben ser, lo son de hecho, conscientes de esto y tratar de que los ajustes financieros se perfeccionen para hacer frente a este fenómeno inevitable. La única manera es prepararse para él cuando los tiempos son buenos, pues el incremento de capital en periodos de caída es una tarea difícil.

Por otro lado, es imposible establecer diferenciación entre los riesgos y mecanismos para protegerse de los mismos si no existe una cierta fluctuación en los capitales exigidos, es decir, que la sensibilidad al riesgo debe ir, inevitablemente, unida a la estabilidad del capital a lo largo del ciclo.

La vía del Pilar 2, ya comentada antes, ofrece la posibilidad de poner en práctica esta tarea de protección mediante la realización de *stress tests* con las características ya mencionadas. Desde el comienzo de la programación del acuerdo, este tema de la prociclicidad fue especialmente estudiado y se establecieron medidas que trataban de mitigar cualquier efecto de esta naturaleza, mediante la introducción de elementos anticíclicos en los tres pilares del acuerdo, especialmente en el Pilar 2, que requiere a los bancos estar vigilantes sobre la evolución del ciclo para tenerlo en cuenta en sus valoraciones internas del capital adecuado.

La prociclicidad inherente conduce a la subestimación del riesgo en los buenos tiempos y a su sobrestimación en los malos. Por lo tanto, debería ser en los buenos tiempos cuando se estableciesen los “amortiguadores” adecuados para los malos tiempos, lo cual está lleno de sentido, pues es en los buenos tiempos cuando se generan los conflictos futuros: “El periodo alto del ciclo es el mejor momento para que las entidades financieras hagan provisiones, pero los incentivos de los bancos en respuesta

---

50. Esto se debe, en buena parte según ellos, al hecho de que en la medida en que los inversores potenciales tienen la percepción de que los bancos grandes son *too big to fail* o que los depósitos están totalmente protegidos, tenderán a pensar que su diseño no está en peligro y, por lo tanto, se reducirán sus incentivos para utilizar cuidadosamente la información publicada.

a la caída de márgenes de la maduración del ciclo son correr a la captura del prestario marginal” (Goodhart y Persaud, 2008)<sup>51</sup>.

### 8.3.1 Medidas de reforma

Es indudable que una nueva crisis se producirá en un momento u otro y lo adecuado es prepararse para ella. Un elemento catalizador de la crisis actual, que requiere una cuidadosa atención, ha sido el desplazamiento del modelo de negocio bancario desde el tradicional, en el que todo se mantenía en el balance y el negocio financiero total se canalizaba a través del mismo, hacia un modelo de originación/distribución en el que el proceso de intermediación más importante se desarrollaba en el mercado a través de la operativa de un grupo importante de instituciones (bancos globales de inversión, empresas de valores, etc.) que originaban la mayor parte de los activos y los transferían mediante complejos mecanismos de *securitization*, frecuentemente opacos y colocados en estructuras fuera de balance. Así, una parte importante del negocio de préstamos se transformó en un negocio de volúmenes en el que la adecuada valoración del riesgo se hizo algo secundario respecto al crecimiento rápido y, con él, la generación de ingresos (Ubide, 2008).

Este modelo se ha desarrollado en paralelo —¿quién impulsa a quién?— a un proceso muy rápido de innovación financiera y se ha visto complementado por el fuerte desarrollo de los inversores institucionales (Welling, 2007). El intenso desarrollo de este modelo, que ha tenido importantes efectos positivos en el mantenimiento de un flujo significativo de financiación y en la promoción de un mecanismo de distribución de riesgos, ha implicado, en parte por sus propios mecanismos de funcionamiento y en parte por una utilización inadecuada del mismo, la aparición de los problemas que han desencadenado la crisis actual. “Además el modelo originación/distribución es fuertemente dependiente de la existencia continua de liquidez —si no hay demanda de *securitization* de préstamos, no hay crecimiento de préstamos— y de esta manera los bancos se hacen menos líquidos” (Ubide, 2008)<sup>52</sup>.

Así, los efectos de su utilización se han manifestado en la generación de nuevos riesgos, una falta total de transparencia, dificultad extrema en la valoración de nuevos productos, un rápido crecimiento de los riesgos de contrapartida, etc. que han producido un encadenamiento de operaciones que, tras producirse los primeros problemas, ha contagiado rápidamente a otros segmentos del propio mercado norteamericano y a los mercados de países industrializados.

---

51. La posición crítica de Goodhart y Persaud puede encontrarse en el texto señalado: “el problema es la falta de instrumentos de control contracíclicos”. “El régimen de Basilea para la ‘adecuación de capital’ no hace nada por evitar o limitar los *booms*. Su efecto, si tiene alguno, es acentuar más la depresión”. “La convergencia de las medidas de mercado para la medición del riesgo con el capital regulador parece sofisticada y hace la vida más fácil para los bancos. Pero es sorprendente porque las medidas de mercado sobre el riesgo de un banco deben figurar en el centro de la regulación...”. Define que “los requisitos de capital deberían ser, no solamente contracíclicos, sino también estar relacionados con la tasa de cambio del préstamo bancario y el precio de los activos en los sectores relevantes” (artículo citado).

52. Ubide lo explica así: “en el viejo modelo los bancos eran *risk absorbers*, durante los malos tiempos podían mantener los préstamos hasta el vencimiento habiéndose aprovisionado adecuadamente en los buenos tiempos. En el modelo origen/distribución los tenedores finales de los préstamos no son *risk absorbers*, sino *risk managers* —y si el riesgo se incrementa, pueden disponer de él—. En cierto sentido el modelo nuevo es más *resilient* a pequeños *shocks* en los que la liquidez se mantiene abundante, pero es más frágil en el caso de que la liquidez se desvanezca. No son *absorbers* sino más bien jugadores apalancados”.

Por todo ello, es necesario realizar, entre otras tareas, una reconsideración de la utilización del modelo que permita corregir, con vistas al futuro, los problemas señalados; un reforzamiento de la gestión de los riesgos en aquellas áreas que están presentando una mayor vulnerabilidad, una evaluación de los riesgos que no se pueden calibrar con el sistema de medición tradicional, etc. Todo ello para conseguir un sistema financiero más resistente y capaz de reaccionar con rapidez.

El Acuerdo de Basilea II es un marco adecuado para evaluar la importancia de algunos de estos problemas e intentar una solución mediante la introducción en el mismo de las adaptaciones necesarias. En este sentido, las autoridades responsables han puesto de manifiesto la necesidad de mantener la estructura vigente con la incorporación de las enseñanzas derivadas de la crisis. Por ello es conveniente acelerar la implantación de Basilea II en aquellas jurisdicciones que todavía no la han llevado a cabo, lo que permitirá hacer frente a los problemas con mayor seguridad.

En resumen, los cambios que se consideran necesarios, respecto al Pilar 1 y el tratamiento del capital en relación con los productos estructurados y complejos, son los requerimientos de capital más ajustados al riesgo.

Al mismo tiempo, es urgente la implantación de facilidades de liquidez para hacer frente a las exposiciones del *trading book* —instrumentos ilíquidos con riesgo de crédito, similar a los del *banking book* pero con menos requerimiento de capital—, que han crecido rápidamente y cuyo tratamiento habitual ya no es el adecuado, pues no permite capturar los eventos extraordinarios que pueden afectar a dichas exposiciones. El comité va a revisar también los requerimientos nuevos de capital a lo largo del ciclo y adoptará medidas para los problemas que se detecten.

En el Pilar 2 la crisis ha puesto de manifiesto debilidades importantes en el control y tratamiento de los riesgos de las entidades. Los supervisores deberán reforzar los *stress tests* (pruebas de esfuerzo) que realizan, prestando una mayor atención a los realizados sobre los créditos contingentes, contractuales y no contractuales. En el reciente episodio se ha puesto de manifiesto cómo los bancos se han visto obligados a asumir de nuevo su balance (las “exposiciones” que posiblemente no pensaban volver a ver), y esto ha sido así en algunos casos por la existencia de compromisos más o menos formales (líneas de crédito) y, en otros, por razones puramente reputacionales.

También en el Pilar 3 son necesarios algunos refuerzos de su actual estructura. La falta de transparencia y las dificultades de valoración de productos complejos han contribuido a la acumulación de créditos estructurados e ilíquidos en el sistema bancario. Esto ha tenido el efecto de un rápido desarrollo de la desconfianza sobre la situación de las entidades; desconfianza que se ha visto acentuada por la absoluta falta de transparencia de las posiciones de riesgo. Esta situación exige un reforzamiento de los procesos de transparencia que desarrollan las entidades y al tiempo se propone desarrollar guías que los supervisores puedan usar para estimar el riesgo de los procesos de valoración que desarrollan los bancos.

Además de las medidas anteriores acordadas por el comité en relación con los tres pilares, existe otro asunto que no se aborda con suficiente amplitud en el acuerdo original. Se trata del tratamiento del riesgo de liquidez en el que Basilea parece que sigue apostando por un enfoque de recomendación de buenas prácticas y no normativo, que es el que ha utilizado para otros riesgos. Es posible que el razonamiento implícito en esta diferencia de tratamiento se basara en la opinión de que los bancos,

con una fuerte base de capital, no estarán tan propensos, como otros con capital débil, a verse afectados por problemas de liquidez, cosa que se ha demostrado completamente incierta como ya se ha visto antes en el trabajo.

Pero lo cierto es que el aparente papel protector del capital se ha mostrado insuficiente en la reciente crisis a la hora de blindar a las instituciones. En cualquier caso, todos los análisis tanto oficiales como de instituciones y asociaciones privadas se decantan por la opción de guías a la hora de tratar el riesgo de liquidez. Por otro lado, ya antes de la crisis se había iniciado el trabajo sobre el tratamiento del riesgo de liquidez, que se ha acelerado ante el desarrollo de la misma con la publicación en junio un documento de consulta sobre este asunto. En él se busca una mayor integración del riesgo de liquidez con los restantes riesgos del balance ya contemplados en el Pilar 2 y se insiste en un reforzamiento de las pruebas de esfuerzo sobre liquidez, la mejora en los productos de captación de las posiciones contingentes fuera del balance y la constatación de que existen planes sólidos para cubrir las necesidades previstas y potenciales de liquidez<sup>53</sup>.

### 8.3.2 Transparencia, valoración y agencias de *rating*

En Basilea II confluyen la transparencia, las normas de valoración de activos y la actividad de las agencias de *rating*, cuyas actuaciones están relacionadas.

Está claro que los mercados financieros no pueden funcionar adecuadamente y cumplir con su función si no existe información y transparencia, tanto hacia los participantes en los mercados, como hacia los reguladores y supervisores, cosa que ha quedado meridianamente clara en el caso de la crisis de mercados todavía hoy no resuelta.

Es cierto que los nuevos instrumentos, el desarrollo de derivados complejos y su opacidad, entre otros factores, impiden una adecuada valoración de las pérdidas de las entidades financieras, así como imposibilitan desvelar en poder de quién están los activos tóxicos (Roubini, 2008) y cuáles son por lo tanto las pérdidas latentes. La incertidumbre se acrecienta, todos los agentes tratan de protegerse, etc. En resumen, la falta de transparencia produce la desaparición del mercado<sup>54</sup>.

Esto merece, al menos, una reflexión que no trata de poner en cuestión el hecho de la necesidad de transparencia, que es incuestionable al igual que la necesidad de su continua puesta al día. Se trata de considerar, en este momento en que se va a producir un refuerzo adicional en este tema, si en ocasiones no se está transformando, por la vía de la acumulación de normativa, en un instrumento de ocultación más que de clarificación. Dicho de una forma más directa, una transparencia cualitativa con

---

53. Es posible que este enfoque —las guías— necesitara ser complementado con la exigencia (¿recomendación?) de colchones cuantitativos de liquidez en las entidades para la buena gestión de este riesgo.

54. No deja de ser paradójico, en cualquier caso, que en el periodo en el que la CRISIS se estaba gestando, y quizás algo antes, los esfuerzos en pos de la transparencia fueran abundantes y proliferaran los estándares de todo tipo y para todas las instituciones (códigos para las políticas de transparencia utilizados en los ejercicios de evaluación de los sistemas financieros por el FMI/BM [FSAP], principios de Gobierno Corporativo de las entidades, principios para títulos valores [IOSCO], para seguros [IAIS], etc., todos ellos de organismos internacionales, a los que habría que añadir los elaborados por las autoridades nacionales siguiendo aquellos). Teníamos también el Pilar 3 de transparencia de Basilea II ya traspuesto en numerosas jurisdicciones, el de Solvencia II en camino, etc. Pues bien, en estas circunstancias es cuando se produce la falta de transparencia.

un seguimiento adecuado es indispensable para el funcionamiento de instituciones y mercados, no así la que podríamos llamar transparencia cuantitativa, que puede producir efectos contrarios. Es cierto además que la transparencia facilita el mantenimiento de la estabilidad financiera, aunque a veces puedan registrarse tensiones. Efectivamente, “en el corto plazo el grado de transparencia que requiere el funcionamiento de los mercados puede no coincidir con el que minimiza la complejidad de la situación en tiempos de estrés” (Restoy, 2008).

La transparencia depende en gran parte del conocimiento que los gestores tengan de los instrumentos con los que trabajan. Esto, que parece obvio, no lo ha sido tanto en la crisis *subprime*. Si la comprensión de los mismos no es completa, por opacidad o cualquier otra causa, difícilmente podrán someterse a un ejercicio de transparencia, de hecho es más que probable que lo eviten. La actuación de los supervisores podría haber reforzado la transparencia y de hecho este es generalmente el caso, pero no lo ha sido en la situación que estamos tratando. En el mercado *subprime*, “más de la mitad de los préstamos fueron hechos por prestamistas independientes sin supervisión federal”, en palabras de Gramlich (2007). Una transparencia de las empresas financieras más consistente, cuantitativa y cualitativamente, sobre las exposiciones a todos los riesgos, incluidas las de fuera de balance, es el camino para ayudar en la recuperación de la confianza de los mercados. Esta es la línea que Basilea está reforzando a través de su Pilar 3.

Otro de los aspectos que la crisis de mercados ha colocado en el primer plano ha sido el de la utilización del valor razonable, especialmente en circunstancias en las que la liquidez de los mercados desaparece, la negociación es muy escasa y, por lo tanto, no existe una estructura de precios de mercado que pueda ser utilizable en la valoración de los instrumentos financieros. En estas circunstancias es necesario realizar la valoración mediante la utilización de modelos que plantean una serie de dificultades y cuyo perfeccionamiento se ha puesto en marcha a raíz de los acontecimientos recientes.

El uso del valor razonable se ha desarrollado rápidamente en el pasado reciente y ha mostrado su utilidad en varios campos, entre ellos el de la valoración de determinados productos en los que la utilización del coste histórico ofrece menos, o más confusa, información sobre las señales de precios que los mercados emiten. Frente al coste histórico, el valor razonable ofrece una serie de ventajas que facilitan que la negociación en los mercados sea más fiable, se haga con mayor seguridad y, por lo tanto, incremente la eficiencia de los mercados.

Es cierto, por otro lado, que la aplicación del valor razonable de manera automática sin tener en cuenta las circunstancias subyacentes puede conducir, mediante la activación de mecanismos automáticos de ejecución de órdenes de las entidades a la liquidación de carteras, al requerimiento de márgenes adicionales por la caída de precios, o al requerimiento de garantías adicionales. Todo ello produce innecesarias pérdidas en las entidades que contribuyen a nuevas caídas de precios y a un agravamiento de la situación general.

Además de lo anterior, la aplicación del valor razonable puede suponer la aparición de otra serie de circunstancias debidas a sus limitaciones, que pueden entorpecer su funcionamiento: una mayor subjetividad implícita en la utilización de los modelos para sus cálculos, en el caso de que no existan mercados líquidos en funcionamiento. Esta subjetividad, en mayor o menor medida, siempre está presente y es inevitable,

ya que los modelos necesitan una serie de supuestos y estos pueden producir errores y asimetrías de información.

Por todo ello la utilización de los mercados puede introducir una mayor volatilidad en el balance de las entidades, en la cuenta de pérdidas y ganancias y, por lo tanto, en el capital regulatorio que los bancos necesitan mantener. Volatilidad que, por otro lado, puede inducir a la creación de incentivos inadecuados en las decisiones de los directivos que darían mayor importancia a las decisiones de corto plazo.

Todas estas limitaciones han sido puestas de manifiesto con mayor claridad a raíz de la crisis de mercados: “en resumen, la perturbación financiera ha puesto de manifiesto debilidades significativas de la aplicación del ‘valor razonable’ en al menos las tres siguientes áreas [...]. Desde un punto de vista cuantitativo ha puesto de manifiesto los fallos en el diseño de los modelos de valoración, que no han sido capaces de capturar las características de los productos más complejos [...]. Desde una perspectiva cualitativa, ha puesto de manifiesto problemas de *Governance* ya que no se han establecido los sistemas adecuados para valorar y comprobar las valoraciones realizadas [...]. La información comunicada a los mercados no parece haber sido suficiente para permitir a los usuarios la comprensión de la misma” (Viñals, 2008).

En cualquier caso, la solución de los problemas anteriores no puede pasar por la eliminación del valor razonable en circunstancias normales, y menos en las críticas —nadie parece apostar por ello—, tanto por el hecho de que no existe un sustituto válido, como por la circunstancia de que el valor razonable introduce elementos importantes de disciplina de mercado y transparencia insustituibles (mucho menos en estos momentos), reforzando así lo establecido.

Tanto la existencia de fallos con una presencia manifiesta a raíz de la crisis, como el convencimiento de la necesidad de un mecanismo como el del valor razonable que funcione adecuadamente en circunstancias diversas, hacen necesario un análisis más detallado del mismo en circunstancias como las actuales y también la aplicación en las entidades de medidas de actuación y normas que, en vez de “disparar” automáticamente las operaciones, funcionen como una señal para proceder a una reconsideración de la situación del momento.

Esto permitirá “utilizar el análisis producido por la aplicación del valor razonable con el fin de obtener mejor información sobre las decisiones de vender/comprar, en vez de utilizar una señal que dispare una venta compulsiva, y estimular a las empresas a realizar una consideración más cuidadosa de las expectativas para los futuros *cash-flow* de sus activos” (GFSR, 2008).

En este sentido es necesario desarrollar líneas de actuación para definir una estructura de valoración, en base al valor razonable capaz de combinar “requerimientos de gran importancia para el sistema financiero: la oferta de una información fiable, y comparable, para que los inversores puedan tomar sus decisiones adecuadamente; y, al tiempo, contribuir a la estabilidad financiera” (Viñals, 2008)<sup>55</sup>.

---

55. En el trabajo citado se analizan los enfoques susceptibles de mejorar los mecanismos de valoración, de forma que estos den una visión más verdadera y clara de los riesgos y beneficios que las entidades asumen a lo largo del ciclo. En esta línea se analizan en el trabajo dos enfoques susceptibles de mejorar el funcionamiento del valor razonable: el establecimiento de “reservas de valoración”, a constituir por las entidades sobre los productos valorados a precios de mercado, que facilitarán el reconocimiento en términos contables de las incertidumbres asociadas con el cálculo del valor razonable en condiciones especiales, y la creación de una provisión dinámica, ya tratada en otra parte de este trabajo.

Todo lo anterior plantea problemas nuevos que, tal como muestra el informe del Financial Stability Forum (FSF, 2008), están siendo abordados por diversas instituciones elaboradoras de estándares y guías<sup>56</sup>.

Junto a lo anterior está el funcionamiento de las agencias de *rating*. Basilea II concede a estas instituciones un papel muy importante en relación con las calificaciones de entidades e instrumentos. Su actividad en el pasado reciente no se ha caracterizado por su brillantez y les corresponde una buena parte de la responsabilidad en la aceleración de la crisis.

Las agencias de *rating* son un elemento fundamental para la negociación en los mercados financieros, muy importante para los inversores menos sofisticados, categoría que en el desarrollo de la reciente crisis *subprime* ocupa prácticamente la totalidad del conjunto.

Claramente la actuación de estas agencias ha agudizado el problema. La asignación de *ratings* elevados a productos estructurados complejos basándose en datos históricos, inadecuados o escasos y en modelos no bien fundamentados que han infravalorado las correlaciones en el rendimiento de los productos estructurados ha favorecido altas calificaciones de productos de inversión sin mucho fundamento. Su rápida sobrevaloración y su todavía mucho más rápida devaluación han contribuido con fuerza a la precipitación de la crisis. “Después de asignar *ratings* elevados entre los años 2004-2007 a algunos productos estructurados (RMBS y CDO)<sup>57</sup>, contribuyendo así al crecimiento rápido del préstamo *subprime*, desde mediados del 2007 han anunciado una caída acelerada en el nivel de *rating* de estos instrumentos; esto ha suscitado dudas acerca de la calidad de los mencionados *ratings* iniciales atribuidos a los productos estructurados” (FSF, 2008).

Los problemas surgidos con la calidad del trabajo de las agencias han sido diversos, no sólo en relación con los *ratings*, sino también con sus procesos internos y otros aspectos de su funcionamiento. Por un lado, los evidentes conflictos de interés que plantea el modelo de financiación de estas agencias —muy provechoso en estos últimos años— basado en el modelo de “pago por el emisor”, tanto por la concesión de la calificación como por la realización de tareas de consulta, modelización de procesos, etc.; por otro, el desarrollo del proceso de análisis interno, condicionado por la falta de datos históricos o la utilización de escenarios de análisis inadecuados; y, junto a ellos, la ausencia de información pública sobre los resultados históricos de sus calificaciones y las metodologías utilizadas, son algunos de los problemas que han puesto en cuestión el trabajo de estas agencias.

Además de los anteriores, otro aspecto de carácter distinto, pero igualmente preocupante, es el producido por la limitación de la competencia en el sector debida a las barreras de entrada y el papel semioficial que las agencias tienen de hecho, en general, y en Basilea II en particular.

El FSF (2008) propone recomendaciones, algunas de las cuales ya están en preparación, sobre los aspectos comentados: la mejora de la calidad de los procesos de

---

56. El IASB tiene en marcha un proyecto que pretende mejorar la valoración de instrumentos en situaciones como las mencionadas, en las que hay que realizar la valoración *mark to model*. El comité de Basilea está trabajando en el reforzamiento de las capacidades de las entidades para realizar valoraciones en procesos de *stress*. La International Auditing and Assurance Standard Board trata de mejorar las auditorías externas de los procesos de valoración y su transparencia.

57. RMBS, *Residential Mortgage Backed Securities*. CDO, *Collateralized Debt Obligation*.

*rating*; la diferenciación entre los productos estructurados y los otros; y las mejoras en la calidad de los datos subyacentes utilizados y en el uso de *ratings* por los reguladores e inversores. Dicho de otra manera y formulado desde un punto de vista no oficial, el territorio del cambio debería abarcar: apertura del sector a la competencia, desaparición del papel semioficial que las agencias desempeñan en Basilea II y en las decisiones de inversión de los gestores, prohibición de las actividades con conflictos de intereses y cambios en el “modelo de remuneración” de los emisores a los inversores (con la aplicación de medidas para evitar los inversores *free-riders*). Las agencias han perdido buena parte de su reputación y solamente reformas serias y creíbles —y no simples cambios cosméticos— serán capaces de restaurar su credibilidad en el negocio de las calificaciones (Roubini, 2008).

Con independencia de su funcionamiento, de las dificultades de valoración de determinados instrumentos, etc. el problema de fondo que se plantea desde hace tiempo es el del tipo de régimen regulatorio y supervisor de las agencias de *rating*. En este momento existen dos modelos: el vigente en Europa, que es de autorregulación con un Código de Conducta de IOSCO para reforzar los aspectos mencionados, cuya versión final se ha publicado en mayo de 2008 y cuyo cumplimiento es vigilado por el Comité Europeo de Reguladores de Valores; y el de la SEC, en Estados Unidos, responsable de elaborar normas y evaluar su cumplimiento, así como de conceder el reconocimiento oficial. El problema no es sencillo, lleva mucho tiempo planteándose y no hay una solución clara ya que ambos modelos presentan dificultades de distinta índole. Por un lado, el de autorregulación tiene evidentes dificultades de cumplimiento y su funcionamiento entorpece la aparición de nuevos miembros (opera en un régimen de monopolio natural). El modelo SEC también plantea dificultades operativas y requiere un volumen de conocimientos, técnicas de valoración, etc. difícil de conseguir y al tiempo podrían plantearse problemas con la evidencia de una tutela pública.

Las medidas de reforma indicadas en el informe del Financial Stability Forum, sin ser suficientes, son muy necesarias a la espera de la resolución del problema de fondo planteado. En este sentido se podría explorar una posible vía de cambio (Restoy, 2008 a y b) inspirada en los organismos que en estos momentos elaboran normas internacionales de información financiera y otros.

## **9 Cambios derivados de la Agenda Europea**

El segundo bloque de reformas que contribuirán en un futuro inmediato —algunas lo están haciendo ya— al cambio en nuestros mercados financieros en general, y en los de valores y las infraestructuras de mercado en particular, tiene su origen en la Agenda Europea para la Construcción del Mercado Único. De entre las diversas iniciativas, las de mayor repercusión sobre nuestro sistema son analizadas en este apartado del trabajo.

### **9.1 Directiva de Mercados e Instituciones Financieras (MiFID)**

Una de las piezas fundamentales de la legislación encaminada a la construcción del Mercado Único Europeo, en el ámbito del mercado de valores, es la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (MiFID), que pretende impulsar la construc-

ción de un mercado único para todas las transacciones con valores, sean estas al por mayor o de clientes minoritarios<sup>58</sup>.

Aunque la aprobación de la MiFID es posiblemente el catalizador de cambios más importante en el periodo inmediato, existen otras iniciativas, en distinto grado de desarrollo, que también contribuirán a modelar el futuro de las entidades que actúan en el mercado de valores y que requieren una atención especial por parte del supervisor de mercados. Tiene interés mencionar, al menos, dos de ellas antes de entrar en el análisis de la MiFID.

La terminación del proceso de transposición de la Directiva de Transparencia de los emisores con valores admitidos a negociación en un mercado regulado será otro desarrollo importante. El nuevo marco de difusión de información, que incorpora obligaciones de declaración de responsabilidad por parte de los administradores, la armonización de publicaciones y las normas más precisas de obligación de comunicación y remisión de hechos relevantes, son algunos de los elementos de la misma. La oportunidad de reforzar las cuestiones de transparencia, una tarea fundamental para el supervisor de mercados, se hace más oportuna en estos momentos en los que todavía estamos sufriendo las consecuencias de unas turbulencias de mercados en los que la falta de transparencia ha sido un factor que ha contribuido muy poderosamente al desencadenamiento de la crisis y a su agravamiento posterior.

La publicación del Real Decreto de Opas, que tiende a simplificar mecanismos anteriores, aclara las competencias entre operadores y trata de evitar, en la medida de lo posible, el uso de criterios subjetivos por el supervisor, constituye también otro elemento que contribuirá al desarrollo de los mercados de valores en el camino de la eficacia y la flexibilidad.

Volviendo a la MiFID, cabe señalar que el incremento de la competencia entre los centros de negociación de valores, con la supresión de la obligatoriedad de concentrar toda la operativa en mercados regulados; la armonización de toda la operativa en ellos y en los sistemas alternativos de negociación y el reconocimiento de la internalización como una vía de contratación; la capacidad de elegir los sistemas de negociación para operar, así como la mejora en la protección de los inversores mediante exigencias adicionales de transparencia, organización interna y normas de conducta, son los instrumentos que la directiva utiliza para conseguir un mercado integrado, eficiente y competitivo. Esta directiva tiene su marco de referencia en el objetivo de construcción del mercado único europeo y su forma de elaboración se basa en el Esquema Lamfalussy<sup>59</sup>.

### **El contenido de la MiFID**

El objetivo de este trabajo no es discutir con detalle el contenido de la directiva, sino poner de manifiesto la trascendencia de la misma para la transparencia de todos los elementos —agentes, clientes, autoridades reguladoras, etc.— que configuran la estructura y el funcionamiento de los mercados de valores. La búsqueda de la compe-

---

58. La transposición de la MiFID y, por lo tanto, su incorporación a la estructura jurídica española, se ha hecho a través de la modificación de la Ley del Mercado de Valores que, además de la MiFID, ha incorporado la nueva normativa sobre adecuación del capital de las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito.

59. Se trata de la primera regulación en los varios niveles establecidos por Lamfalussy: la MiFID es de nivel 1 y existen directivas y reglamentos de nivel 2 y recomendaciones y criterios de nivel 3.

tencia y la igualdad operativa entre todos los mercados existentes, la transparencia en todos los aspectos del negocio y en todas las fases del mismo y una amplia serie de requisitos para garantizar la protección a los inversores —mediante la norma de “mejor ejecución”<sup>60</sup>— son los elementos que forman el cuerpo de la directiva. Es, por lo tanto, una directiva ambiciosa que conseguirá la transformación de los mercados de valores pero que no está exenta de dificultades y requerirá un esfuerzo significativo por parte de las entidades que desarrollen cualquier actividad en los mercados de valores. Además, sin duda, la misma implicará costes importantes en las primeras etapas de su implantación, aunque abriendo, al mismo tiempo, importantes perspectivas de negocio<sup>61</sup>.

De una forma muy simplificada puede decirse que la directiva<sup>62</sup>:

- **Cambia** el ámbito de aplicación de su predecesora, la Directiva de Servicios de Inversión. Ahora se incluyen los bancos de inversión, las empresas de gestión de carteras, las instituciones de inversión colectiva, las empresas de *corporate* financieras y las empresas del mercado de futuros, materias primas, etc.
- **Reitera** el derecho a la libre prestación de servicios en todas las jurisdicciones para aquellas entidades que han sido aprobadas por un estado miembro.
- **Armoniza** los requisitos operativos para todos los sistemas de negociación existentes. Plantea, pues, un nuevo entorno de negociación, parcialmente ya incorporado, pero con importantes cambios en materias de estructura, organización y funcionamiento de los mercados. Los tres tipos de sistemas de negociación existentes en los mercados europeos —sistemas multilaterales de negociación (SMN), mercados regulados e internalizadores sistemáticos (IS)— actuarán en igualdad de condiciones y, además, podrán optar por una libre elección de sistemas de compensación y liquidación. Incluso podrán participar directamente en los mismos, aunque pertenezcan a otro estado miembro.

---

60. Algunas partes plantean problemas de interpretación previos a su aplicación. Un caso discutido es el de la “mejor ejecución”, cuya definición puede tener distintos componentes, con posibilidad de ponderación de los mismos que puede ser diferente en distintas circunstancias. La industria se ha mostrado preocupada por este modelo.

61. En las estimaciones de costes y beneficios de la aplicación de la medida, realizada por la FSA en su programa continuo de valoración de impactos, de todas las medidas legislativas, se establecía la asimetría que existe en la naturaleza de la regulación, puesto que los costes son relativamente fáciles de definir y cuantificar por las empresas, mientras que los beneficios son difíciles de fijar: “está claro que la implementación de la MiFID representa un coste para la industria, especialmente en los primeros años; pero crea el potencial de oportunidad de ingresos en el largo plazo” (FSA, 2007).

Como no se trata de una normativa de carácter nacional, el análisis de impacto no tiene la misma amplitud que en el caso de aquellas en la que el cálculo es más exigente y puede contribuir a su aceptación o rechazo; entre otras cosas, porque el cumplimiento, en el caso de cualquier directiva, es obligatorio y, por tanto, independiente de los resultados de la valoración de su impacto.

La cuantificación del impacto mostraba que la aplicación de la directiva podría generar 200m£/año en beneficios recurrentes (básicamente por reducción de costes de *compliance* y de transacción). La cuantificación, de una vez, de los costes puede ser de entre 870 millones y 1 billón de £ y un coste recurrente de 100 millones de £/año. Obvio es decir que estas cifras son agregadas y que el efecto sobre cada industria puede ser muy distinto por la forma en que afecta la directiva a unos y otros (FSA, citado).

62. En este punto estoy siguiendo el artículo de Nieves García “MiFID: un nuevo marco de competencia para los mercados de valores” (mayo 2007).

- **Exige** el establecimiento de requisitos estrictos de organización y conducta de las empresas y transparencia en todas las partes del negocio, incluyendo el servicio a la clientela.

Estos propósitos implican la puesta en práctica de un programa de trabajo de extraordinaria amplitud e indudables beneficios para la industria. Desde la extensión de las responsabilidades de los consejos, pasando por la función del cumplimiento normativo de los riesgos y de auditoría interna, hasta la consideración del incumplimiento como un riesgo que hay que prevenir —como cualquier otro— y dotar de las políticas adecuadas, son algunos de los nuevos requisitos que se pondrán en vigor con la directiva. Junto a ello, la elaboración de planes de contingencia y continuidad, así como la atención a las funciones operativas que hacen referencia a la relación con la clientela —reforzamiento del principio “conoce a tu clientela”— completarán el nuevo marco.

La protección a la clientela constituye un punto central de la MiFID, que para ello establece una serie de requisitos relativos a la relación con ella, empezando por una clasificación de la misma —minoristas, profesionales— que implica tratamientos determinados y comunicación de su clasificación y de las obligaciones y derechos que esta conlleva.

- **Implanta** el principio de mejor ejecución en todas las operaciones. Los cambios más radicales que establece la MiFID son “la ruptura de la regla de concentración de los mercados de valores, la generalización de los requisitos de transparencia y la obligación de las empresas de ejecutar, de la mejor forma posible, la órdenes de los clientes” (García, 2007). El contenido de este principio es amplio y tiene problemas de interpretación en la práctica de las entidades. Hay, no obstante, varias obligaciones claras: disponer de medidas operativas que permitan una gestión tendente al objetivo fijado (mejor ejecución), documentar la política que se va a ejecutar para lograr el objetivo y tratar de que esta sea consistente y ser capaz de demostrarlo.
- **Abarca** no solamente valores, sino todos los instrumentos financieros que puedan negociarse: derivados de tipo de cambio, acciones en instituciones de inversión colectiva, etc. Igualmente, están obligados al cumplimiento de sus normas todos aquellos mercados, sistemas de negociación e intermediarios financieros que presten dichos servicios y los gestores de inversiones que negocien instrumentos financieros.

### Diferencias en el tratamiento MiFID/entidad bancaria

Por otra parte, las entidades bancarias también prestan servicios de inversión y la MiFID tiene un carácter totalizador. Su definición no tiene en cuenta —posiblemente no podría tenerlo— que su aplicación se extiende a entidades más complejas en las que la operativa de servicios financieros, regulada en la directiva, es sólo una más de las que realizan.

A los ya de por sí importantes problemas de interpretación derivados del principio de mejor regulación, cabe añadir un grado mayor de dificultad cuando pensamos en el marco de las entidades bancarias. Hemos visto que la directiva establece categorías para la clientela con efectos prácticos muy concretos para su tratamiento. Esto

es así porque la categorización que establece la directiva responde a unas actividades diferentes en su naturaleza a las de las entidades bancarias.

Las características de las entidades bancarias son más complejas como consecuencia de la naturaleza de su negocio. No todos los clientes son tenedores de instrumentos financieros, pero pueden serlo en cualquier momento. Siendo así, ¿qué se hace con respecto a la clasificación de la clientela? Los criterios de la MiFID están claros, pero los problemas que se plantean en relación con el colectivo de clientes bancarios son complicados de resolver y la información sobre los mismos no siempre está disponible. La comercialización de los productos también plantea incertidumbres en relación, sobre todo, con los originados en la propia entidad. La directiva<sup>63</sup> parece indicar que los productos recomendados deben ser, además de adecuados para la clientela, los mejores existentes en los mercados. La forma en que esto se ponga en práctica puede llevar a conflictos de intereses en las entidades bancarias.

Puede ser relevante también el hecho de que la normativa, en su aplicación a las entidades bancarias, las obligue a tratar actividades análogas con requisitos diferentes. Esto es así porque la MiFID no podía tener en cuenta las características del servicio de carácter personal que la banca ofrece a la clientela, ya que los productos bancarios y financieros, en general, no están aislados en función de su naturaleza jurídica, sino que, al contrario, las fronteras entre los productos tradicionales de inversión (depósitos, valores, seguros, etc.) hace mucho tiempo que son permeables.

Lo anterior es sólo una parte de los conflictos, subsanables, que pueden producirse en la interpretación de las diferentes regulaciones que confluyen en entidades complejas (más complejas, desde luego, de lo que la MiFID contempla). El problema “no está en la contradicción entre unas disposiciones y otras, sino en el enfoque global de las exigencias, basados en un caso, el concreto de la actividad con valores, en una detallada regulación imperativa, por más que esté matizada con el principio de proporcionalidad al tamaño y complejidad de los servicios prestados, y, en otro, en principios supervisores para la organización en su conjunto que se tratarán dentro del marco de la relación entre supervisor y supervisado y, muy en especial, en la valoración por aquel de la exposición de este a los riesgos de su actividad total” (De Miguel, 2007).

El problema de la transparencia de los mercados, o para ser más exactos, de la falta de la misma, ha adquirido relieve en los últimos meses a raíz de la crisis *subprime*. Desde luego, los objetivos que persigue la MiFID sólo se cumplirán cuando la transparencia sea efectiva y, por eso mismo, entre los requisitos que fija la directiva se encuentran los de transparencia para todos los proveedores de servicios financieros. Estas obligaciones que establece la directiva están señaladas en diferentes artículos de la misma. Para los mercados regulados y SMV son iguales, y diferentes para los internalizadores. En el caso de los primeros, que son mecanismos de negociación públicos, los requisitos son más amplios y generales que en el caso de los últimos.

---

63. Si se adopta un criterio restrictivo en la definición se separarán dos grupos de clientela sin justificación prudencial alguna, ya que todos ellos son objeto de ofertas de instituciones financieras. Por otro lado, un enfoque amplio puede crear inseguridad y alarma en clientes que en absoluto esperan la comunicación que la MiFID exige.

## Competencia y coordinación

Existen dos aspectos relacionados con la estructura de la MiFID que merecen un comentario adicional. El primero de ellos es el relacionado con su aplicación transfronteriza y el segundo remite a sus efectos en el sistema bancario. La necesidad de mejorar la DSI hizo que surgiera la MiFID para dar cobertura y facilitar el desarrollo de los mercados dentro del Plan de Mercado Único. Para ello la directiva consigue armonizar y delimitar todos los requisitos organizativos y normas de conducta, asignando al estado miembro de origen la plena supervisión de los ESI que realizan actuaciones transfronterizas en régimen de libre prestación de servicios y estableciendo, en el caso de una sucursal, la autoridad competente del estado miembro de acogida, que será el responsable de que los servicios prestados en su desarrollo cumplan las obligaciones establecidas.

En lo que se refiere a los aspectos transfronterizos, al igual que ocurría con los trabajos del CEBS, el CESR (Comité de Nivel 3) ha estado trabajando en perfeccionar el régimen de actuación transfronteriza de varios artículos de MiFID “con el fin de alcanzar una armonización máxima de los procedimientos de notificación de pasaportes, así como el establecimiento de unas bases que refuercen la colaboración entre supervisores de origen y acogida, tanto en el proceso de autorización, como en la supervisión posterior” (Martínez, S., 2007). De los diferentes asuntos que ha tratado el comité<sup>64</sup>, el de más entidad y más controvertido ha sido el referente a la responsabilidad de los supervisores de origen y de acogida. Hasta tal punto que la única recomendación del CESR en este apartado es impulsar a los estados miembros a comprometerse a continuar trabajando para encontrar una vía de cooperación práctica.

También son importantes los potenciales efectos en la organización interna, ya que frente al detalle de la MiFID, la Directiva Bancaria establece principios generales de buena organización, si bien el Comité Europeo de Supervisión Bancaria está desarrollando estos principios generales mediante su publicación en guías (algunas sobre procedimiento de control interno ya están publicadas) que puedan dar consistencia a la aplicación de ambas normativas, ayudando a paliar los problemas de las diferencias de enfoque.

La conjunción de estas dos realidades —entidades bancarias y empresas de valores— exigirá, como es obvio, un proceso de adaptación que no tiene por qué ser fácil, dada su diferente naturaleza. No obstante, el problema tiene solución y habrá que buscarla por la vía de la elaboración de normas nacionales de transposición de la directiva y con el concurso coordinado de los comités de Nivel 3, que ya están trabajando en estos asuntos con una visión más armonizada.

Una última consideración merece ser tenida en cuenta en relación con las actividades de supervisión que, como se sabe, en este momento están distribuidas entre el BE —para las entidades bancarias— y la CNMV —que es responsable de la supervisión del mercado de valores, incluso cuando el operador afectado es una entidad de crédito—. Como ya se ha mencionado en otra parte de este trabajo, el deseable cambio del modelo supervisor actual, que es marcadamente sectorial, hacia otro en el que la solvencia de todas las entidades sea vigilada por el BE y todo el funciona-

---

64. Calendario, pasaporte de agentes vinculados, actividad de las oficinas de representación, acuerdos fronterizos, armonización de las medidas practicadas, etc.

miento de los mercados de valores esté supervisado por la CNMV, ayudará a resolver estos problemas.

## 9.2 Directiva sobre Seguros: Solvencia II

Otro cambio regulatorio importante en el área de la UE será, sin duda alguna, la futura directiva Solvencia II. Aunque las provisiones sobre su aprobación marcan una fecha aún lejana (2012), su propio proceso de elaboración y los diferentes ejercicios realizados están sin duda anticipando el cambio en el área de seguros de la UE.

Este proyecto, con una estructura paralela a la de Basilea II, tiene por objeto realizar una profunda revisión de los estándares de solvencia en el sector de los seguros de la UE. El acuerdo busca, en términos muy generales, que el enfoque económico sea el predominante, no el único, utilizado para valorar los riesgos del balance de las compañías de seguros. Las propuestas concretas que el acuerdo extrae de ese propósito general son (BCE, 2007):

1. Reforzamiento de la protección de los tenedores de pólizas mediante la mejora de la fortaleza financiera y de la *resilience* de la industria.
2. Una completa integración del mercado europeo para las aseguradoras.
3. Mejorar la competitividad para estas últimas.

El acuerdo fue aprobado por la Comisión en el año 2005 y está prevista su transposición como directiva para el año 2012. Este acuerdo cubrirá seguros de vida, no vida y reaseguros. Al igual que Basilea II, tendrá tres pilares.

El Pilar 1 establece los requerimientos de capital de las empresas y pretende reforzar, al igual que ocurría en el caso de la banca, su sensibilidad al riesgo. En este caso los requisitos de capital tienen dos niveles: requerimientos de solvencia de capital y requerimientos mínimos de capital. El primero de ellos se refiere al nivel de capital necesario que deberá tener la empresa para asegurar que las pérdidas imprevistas puedan ser absorbidas en un año con un nivel de probabilidad. El segundo requerimiento indica el umbral de capital por debajo del cual el supervisor deberá tomar alguna acción inmediata<sup>65</sup>.

El Pilar 2 tiene como objetivo la armonización de los procedimientos supervisores y el estímulo de un tratamiento adecuado de los riesgos y de la gobernanza. La evaluación cualitativa de los riesgos no considerados en el Pilar 1 se realizará en este pilar.

El Pilar 3, al igual que el de Basilea, se ocupará de la información supervisora y la transparencia con el fin de impulsar la disciplina de mercado.

Un aspecto importante del acuerdo es que favorecerá, o al menos este es uno de sus objetivos, la consistencia de la supervisión prudencial del sistema bancario y el asegurador, lo que constituye un elemento importante para favorecer la estabilidad de todo el sistema financiero, dada la estrecha relación entre ambos sectores. Por esta razón, los impactos de este acuerdo irán más allá de sus efectos sobre el sector seguros y repercutirán sobre todo el sistema financiero y, en especial, sobre el sistema bancario.

---

65. Solvencia II, además de los riesgos cubiertos en Basilea II, incluye los de mortalidad, longevidad, catástrofes, etc., en línea con las coberturas que ofrece el sector de seguros.

El informe del BCE, ya mencionado, subraya estos potenciales efectos, que van desde la promoción de la convergencia mencionada hasta una reducción de las deficiencias en la asignación de capital entre sectores (al reducir las posibilidades de arbitraje regulatorio), pasando por el hecho de que al producirse, como resultado probable del acuerdo, un mayor incentivo a invertir en bonos corporativos, los bancos (que son los principales emisores de los mismos) resultarán beneficiados y al existir menor presión sobre los diferenciales se podrá reducir el coste de capital. Aunque este último aspecto es de dudoso efecto.

Esta futura directiva se elabora en el marco del Esquema Lamfalussy y por ello su estructura general será aprobada por el Consejo de ministros y el Parlamento europeo, previsiblemente antes de finalizar este año. En el ínterin se está elaborando el QIS 4, que trata de medir el impacto del proyecto en el marco regulador de la industria de seguros.

Las discusiones sobre los pilares 2 y 3, revisión supervisora y transparencia, también han llevado a acuerdos importantes. Existen todavía algunos problemas de acuerdo en relación con el régimen del “grupo de supervisores” y el consiguiente nombramiento de un supervisor de grupo (en la línea de la directiva de Basilea) con responsabilidades claras para supervisar todas sus actividades en la UE y establecer un régimen para facilitar el tratamiento del capital dentro del grupo.

En cualquier caso, los responsables de elaborar el acuerdo están considerando en qué medida los efectos de la crisis sobre el acuerdo de Basilea II —ya en funcionamiento en bastantes jurisdicciones, y que ha sido analizado en otra parte de este trabajo— pueden repercutir en algún aspecto de su trabajo, aprovechando así la posibilidad de sacar lecciones aplicables a su proceso en elaboración.

### 9.3 Zona Única de Pagos en Euros (SEPA)

Al igual que ha ocurrido en otras áreas, las contradicciones, cada vez más acentuadas, entre un sistema de pagos minorista fragmentado nacionalmente y un espacio económico dotado de unidad de mercado, han sido los estímulos que han impulsado el desarrollo de la iniciativa SEPA, *Single Euro Payment Area*, cuya finalidad es la desaparición de las diferencias entre pagos nacionales y transfronterizos “creando un mercado único para pagos en euros, de modo que los ciudadanos europeos puedan efectuar pagos en toda la zona desde una cuenta bancaria única, utilizando un único conjunto de instrumentos de pago y con la misma sencillez y seguridad con que lo hacen, actualmente, en el ámbito nacional” (BCE, 2006).

El proyecto surge de la autorregulación y no por iniciativas legislativas, si bien es cierto que las autoridades europeas y nacionales —bancos centrales, gobiernos, administraciones públicas y Comisión europea— están apoyando el proceso y participando en su desarrollo de manera muy efectiva<sup>66</sup>.

En términos muy generales, el proyecto cubre cuatro áreas esenciales:

- a) Instrumentos electrónicos. Los instrumentos en papel quedan fuera de su ámbito, que, por el contrario, incluye transferencias, adeudos directos (domicilia-

---

66. Como respuesta a la publicación del Reglamento 2560/2001 del Parlamento y del Consejo sobre los pagos transfronterizos en euros, la comunidad bancaria lanzó el proyecto SEPA, creando un Consejo Europeo de Pagos (EPC) encargado del diseño y dirección del proyecto.

ciones bancarias) y tarjetas. El Consejo Europeo de Pagos (EPC) ha elaborado normas técnicas y de negocio para las transferencias y las domiciliaciones y un marco de normas y principios para las tarjetas de pago.

- b) Infraestructuras para el proceso de los instrumentos de pago. Mediante la separación de infraestructuras e instrumentos, el proyecto trata de asegurar la interoperabilidad de aquellas permitiendo el procesamiento automático de órdenes de principio a fin. Conseguido este objetivo, el funcionamiento del mercado llevará probablemente a reducir el número de operadores.
- c) La elaboración y aplicación de estándares comunes garantizará que las relaciones interbancarias y las de entidades con otros agentes participantes en el procesamiento de órdenes se desarrollen de una manera eficiente.
- d) El ámbito legal en el que se desarrollan los pagos es fundamental para el buen funcionamiento de los mismos. En otras palabras, la fragmentación del ámbito legal es una barrera importante. La CE ha desarrollado una directiva que define el necesario marco armonizado<sup>67</sup>.

El calendario de implantación tiene dos fechas importantes:

1. 2008: SEPA de los ciudadanos. En esta fecha los instrumentos empezarán a estar disponibles para la clientela bancaria, tanto en operaciones transfronterizas como nacionales.
2. 2010: SEPA de las infraestructuras. La armonización completa deberá ser un hecho. En el primer escalón, el de 2008, las infraestructuras ya están en disposición de procesar tanto los viejos instrumentos como los nuevos. A finales de 2010 deberá haberse producido la migración de los nuevos instrumentos de manera que se haya alcanzado una masa crítica que haga del proceso algo irreversible.

Hasta aquí una descripción muy somera de la estructura de funcionamiento de SEPA, que va a suponer un empuje muy importante para la construcción del mercado único de servicios financieros. El proceso, que ya ha comenzado a funcionar en la fecha prevista —en abril existen ya 4.000 bancos adheridos al esquema de transferencias, con un volumen de 100.000 operaciones diarias<sup>68</sup>—, plantea las lógicas incertidumbres de una transformación de este tipo, que genera costes importantes durante un periodo de tiempo dilatado. Tiene sentido comentar algunos de estos aspectos.

Uno de ellos, que se considera definitivo para el impulso del proyecto, es la participación de las administraciones públicas en el mismo. En la UE estas representan aproximadamente el 50% del PIB e intervienen en un 15-20% de todos los pagos. Por ello, su temprana participación en el proyecto contribuiría a crear una masa crítica que arrastraría a la industria, eliminando sus vacilaciones.

En el caso de España, las administraciones públicas son, en grupo, las mayores usuarias de los sistemas de pago, ya que las estimaciones más recientes indican que estas generan en torno a un 20% de los pagos. Por tanto, el problema que se plantea aquí y en toda la UE es saber si van a asumir los cambios que plantea la SEPA y si lo van

---

67. La Directiva de Servicios de Pago se aprobó por el Parlamento europeo el 24 de abril y por el Consejo el 15 de octubre, habiéndose fijado el 1 de noviembre de 2009 como fecha límite para su transposición. En cada país las comunidades nacionales y los bancos centrales están trabajando con ese propósito.

68. McCreevy (abril 2008): "Single Euro Payment Area: Releasing the Power of Payments".

a hacer con rapidez. A pesar de todas las buenas intenciones y de los continuos llamamientos de las autoridades comunitarias —Comisión, Parlamento y Consejo— se perciben reticencias en algunas áreas<sup>69</sup>.

Los procedimientos de gestión de pagos en España suelen ser distintos para los diferentes organismos públicos. Dada la importancia de alguno de ellos para el procesamiento de su operativa, como las recaudaciones de tributos o las cotizaciones a la seguridad social, se cuenta con mecanismos específicos al margen del Sistema Nacional de Compensación Electrónica, con su propio marco regulatorio. ¿Qué pasará con estos procedimientos ajenos a las normas comunes que quiere establecer la SEPA?

Cabe distinguir tres áreas principales de impacto para los sistemas españoles<sup>70</sup>. En el plano técnico, los cambios de formato para comunicación de informaciones entre entidades o entre estas y su clientela. En España se vienen utilizando los del SNCE, cuya transformación es necesaria y no difícil, por ejemplo, mediante el uso de convertidores. Respecto al área de las prácticas y usos bancarios, lo más destacable será el uso del IBAN como identificador de cuentas, los plazos de devolución y la cláusula de gastos SHARE. Por último, también el marco competitivo podría verse sustancialmente alterado, tanto en el procesamiento como en las relaciones con la clientela. En el primer caso, se consagrará la separación de esquemas y de procesos. Una vez unificados los esquemas, los participantes podrán elegir la infraestructura de proceso que prefieran (máxime teniendo en cuenta la exigencia de interoperabilidad entre ellos), lo cual será un estímulo a la competencia.

El mismo fenómeno se producirá en relación con la captación de clientela. Un caso destacable será el de los recibos domiciliados que practican los grandes emisores a través de cuentas bancarias en todo el territorio nacional y mediante la utilización del sistema de pagos nacional. Esto supone un cierto obstáculo para la competencia, ya que las entidades extranjeras no tienen acceso al Sistema Nacional de Compensación Electrónica (o no les sería rentable tenerlo). Esto desaparece con la eliminación de las barreras técnicas, haciendo posible que cualquier emisor de recibos utilice los servicios de cualquier entidad del ámbito geográfico de la SEPA. Además, se abre el acceso a los sistemas de pago nacionales, que se hará con las mismas condiciones y requisitos independientemente del país de origen de la entidad extranjera, posibilitando que entidades foráneas participen en el SNCE.

Otro aspecto que tendrá repercusiones notables en toda la UE y que obligará a cambios importantes en un mercado extraordinariamente activo es el de las reformas que propicia el proyecto SEPA para tarjetas. En este momento hay en el área UE 350

---

69. Luces y sombras: a declaraciones políticas de apoyo a SEPA, tanto en ECOFIN como en el Comité de Servicios Financieros, se unen manifestaciones claras en el sentido de que las administraciones, como cualquier otro usuario, no cambiará a instrumentos y procesos nuevos que supongan un deterioro de las condiciones actuales. A eso hay que unir el hecho de que la decisión de migrar a SEPA requiere un cierto tiempo en las administraciones, que tienen que dotar en sus presupuestos las partidas correspondientes para adaptar sus procesos de pago. En definitiva, no se ve una tendencia clara a que las administraciones sean *early adopters* en SEPA (salvo en Bélgica).

En España la administración está trabajando en los preparativos de la migración y se han constituido grupos de trabajo, si bien no se espera que la migración a la SEPA por parte de las administraciones públicas tenga lugar antes de 2010.

70. En el artículo de A. Orland y J.L. López (2007): "Impacto para la comunidad bancaria española del proyecto SEPA" (BE).

millones de tarjetas en circulación, que son utilizadas para hacer más de 12 billones de transacciones de pagos y 6 billones de retiradas de cajeros al año.

El objeto de la reforma es crear un entorno SEPA —*SEPA Card Framework (SCF)*— en la UE y fijar las condiciones que deberán cumplir las tarjetas que deseen actuar en el mismo. La idea perseguida es que los ciudadanos europeos puedan utilizar las tarjetas en cualquier lugar de la zona en idénticas condiciones en toda ella y con completa libertad de selección, tanto para ellos como para los comerciantes.

El ámbito de funcionamiento que se pretende crear tendrá las siguientes características: a) los consumidores podrán escoger entre la diversidad de esquemas de tarjetas competidoras; b) se creará un mercado competitivo fiable y eficiente en costes, incluyendo a los proveedores de infraestructuras; c) todas las provisiones técnicas y contractuales, las prácticas de negocio y los estándares que han producido la segmentación en el área UE desaparecerán. En particular, no habrá ningún obstáculo para que los comerciantes acepten cualquier tipo de tarjeta que cumpla con las condiciones SEPA (BCE, 2006).

Desde el punto de vista del Eurosistema, para cumplir con las normas de SEPA las redes de tarjetas deben garantizar la interoperabilidad con tarjetas y terminales de otras redes; aplicar la misma tasa de intercambio en toda la zona euro, haciéndola pública y explicando su forma de cálculo; cumplir con los principios de la Comisión; mantener una separación efectiva entre el gobierno de las redes y los procesos de operaciones; facilitar al emisor y al adquirente la posibilidad de elegir el centro de proceso y evitar las prácticas que favorezcan a los servicios de procesos propios; contribuir al diseño de estándares abiertos, luchar contra el fraude, etc.

El entorno SEPA define tres opciones para que una tarjeta pueda ser aceptada en el nuevo entorno que se quiere crear: 1) reemplazar el esquema nacional por uno internacional (que ya sea adecuado), 2) alianzas con otros sistemas o expansión en toda Europa y 3) desarrollar el sistema de *co-branding*.

La opción primera exigiría que el esquema internacional adaptase sus servicios para el área euro a los requisitos de la SEPA. El BCE considera que varios esquemas nacionales están pensando en esta solución, que representaría una forma sencilla de adoptar el SCF, pero le preocupa que las tasas de intercambio más altas que aplican estos esquemas internacionales puedan traducirse en costes más altos para los comerciantes, con lo que la competencia quedaría reducida a estos dos esquemas (VISA y MasterCard). La segunda opción podría materializarse en la creación de un esquema europeo aceptado por todos, o en alianzas entre los esquemas europeos, con funcionamiento independiente de cada uno. La tercera, el *co-branding*, es la que se está utilizando hoy en día en España. Esta solución, de generalizarse y mantenerse en el tiempo, perpetuaría la situación actual y no cumpliría los objetivos de SEPA, ya que los esquemas nacionales se aplicarían al ámbito nacional y no habría economías de escala. A la vista de todo lo anterior, “el Eurosistema espera que al menos un esquema europeo de tarjetas pueda aparecer en los próximos años” (BCE, 2006)<sup>71</sup>.

---

71. De un estudio realizado por Accenture en 2006 —trabajando con 47 grandes bancos europeos (siete de ellos españoles), proveedores, organizaciones y especialistas de la industria de pagos de trece países— se deducen algunas opiniones interesantes sobre el futuro de la industria en los próximos cinco años: En opinión de los encuestados, los dos esquemas de tarjeta internacional serán los competidores de las empresas de EEUU y la UE. En el 2010, First Data, MasterCard y VISA serán las tres tarjetas más significativas en este mercado.

## Análisis de Impacto

La Comisión encargó a Capgemini un estudio de evaluación de los costes y beneficios de la SEPA para el periodo 2007-2012, para los bancos (oferta de servicios) y para los consumidores (demanda). No es este el momento de analizar ni de describir el trabajo y, para hacernos una idea, puede bastar el siguiente resumen.

En el escenario más favorable —aquel en el que los bancos son muy proactivos en relación con SEPA y los usuarios ejercen una demanda intensa— el estudio estima unos beneficios (acumulativos en seis años) de 123 mil millones de euros. La distribución de este beneficio neto supondría 175 mil millones de beneficios para usuarios y 52 mil millones de pérdidas para los bancos. En este escenario la pérdida de los bancos —razona el informe— es debida a que la SEPA conduce a una más rápida convergencia de precios en comparación con la alternativa sin SEPA.

En el escenario más desfavorable —ni en la demanda ni en la oferta existe interés por el cambio— el resultado total sería de pérdidas por 43 mil millones de euros (16 mil millones para usuarios y 27 mil millones para bancos). La razón principal de este resultado es que, por un lado, no hay ahorro de coste, mientras que, por otro, los participantes incurren en los gastos derivados de la participación en SEPA y los costes de mantener sistemas duales de proceso durante el periodo de transición.

### 9.4 Infraestructuras de Sistemas de Mercado de Valores y de Sistemas de Pago (TARGET 2/TARGET 2 SECURITIES)

La construcción del mercado único requiere el desarrollo de actividades muy diversas. Al margen de las ya mencionadas en anteriores capítulos, la eliminación de la fragmentación de las infraestructuras de los mercados de valores y la integración de los sistemas de pago en toda la UE es un paso imprescindible para lograr el fin deseado.

Por lo que se refiere a la infraestructura de grandes pagos que respalde de una manera eficiente y segura las transferencias de efectivo en toda la UE, el trabajo empezó, hace ya bastantes años, con la creación por el Sistema Europeo de Bancos Centrales de TARGET como sistema de liquidación bruta en tiempo real, que vinculaba todos los sistemas de los bancos centrales europeos bajo estándares comunes, pero que se mantenían en cada BC. El desarrollo de este sistema, que resultó altamente satisfactorio, se enfrentaba con un entorno financiero cada vez más consolidado, lo que llevó a las autoridades europeas a proponer la centralización técnica total del mismo y la introducción de mejoras adicionales. Así quedó constituido TARGET2, que, iniciado su funcionamiento en el 2007, permite a todas las entidades bancarias europeas condiciones iguales y añade las ventajas de poder concentrar toda la liquidez en una sola cuenta de efectivo, haciendo más ágil la tesorería.

Mejorada así la eficiencia y seguridad de los sistemas de pago mediante la concentración de los mismos, se pusieron de manifiesto las ineficiencias derivadas de la fragmentación existente en las formas de liquidación de valores. Por ello, se inició

---

El 66% de las entidades no cree que los esquemas domésticos europeos puedan sobrevivir más allá del 2010.

Piensan que en Europa se va a producir una fuerte consolidación: tarjetas de crédito y de débito de once (actualmente) a cuatro; procesadores domésticos interbancarios de quince a siete; ACH de once a siete. Los escenarios de consolidación más probables son las fusiones transfronterizas de procesadores interbancarios domésticos.

un proyecto, el TARGET 2 Securities (T2S), mediante la integración, en una sola plataforma técnica, de las cuentas de valores de los depositarios centrales de valores (DCV), en la que se concentrará la liquidación conjunta de cuentas de valores y efectivo<sup>72</sup>.

La situación de las infraestructuras de contratación y de post-contratación (que incluye registro, compensación y liquidación) que respaldan el mercado de valores justificaban, como he dicho antes, la necesidad de un cambio. No obstante, la situación se había modificado en los últimos tiempos, ya que se habían producido, en los años más recientes, procesos de consolidación de desigual intensidad en las diferentes fases. Así, en la contratación se está produciendo un proceso más acelerado de consolidación, tanto a nivel nacional como internacional, mediante compras y fusiones. Este movimiento<sup>73</sup> también ha tenido lugar en España pero, a diferencia de otros, el nuestro ha sido de ámbito puramente nacional y se ha concretado en la constitución del *holding* de Bolsas y Mercados (BME), ya mencionado en otra parte de este trabajo. No es este el momento de especular sobre las ventajas o inconvenientes de quedarse aislado en estos movimientos e incorporarse tardíamente a los mismos, pero rezagarse tiene evidentes riesgos<sup>74</sup>.

En este sentido habría que replantearse, si no se ha hecho ya, a la vista de todos los procesos de consolidación y cambio analizados, cuál es el futuro inmediato del *holding* y en qué medida existen en nuestro sistema factores que puedan dificultar la decisión. La existencia de peculiaridades en determinadas áreas de nuestra práctica doméstica puede estar impidiendo o retrasando innecesariamente la participación de los sistemas españoles en los procesos de consolidación que se están desarrollando en Europa, tanto en el área de contratación como en el de post-contratación. Concretamente, se trata de la pervivencia en nuestro sistema de unas prácticas, en renta variable, que hace tiempo deberían haberse eliminado: la firmeza en el momento de la contratación, en vez de en el momento de la liquidación, y, vinculada, la existencia de las referencias de registro. Todo lo anterior configura una situación en la que la integración del sistema español en los proyectos europeos de este tipo se hace difícil<sup>75</sup>.

---

72. La apertura de cuentas en efectivo y cuentas de valores se seguirá haciendo como hasta ahora y todas las relaciones de negocio-depósito, transferencia, etc. seguirán, desde un punto de vista legal, sin cambios. El Consejo de gobierno del BCE tomó una decisión inicial sobre el desarrollo de este proyecto en julio de 2008. Se espera una nueva fase de compromiso sobre el proyecto en el curso del primer trimestre de 2009.

73. Pueden mencionarse: a comienzos del 2007, la fusión de la Bolsa de Nueva York y el Grupo Euronext; la consolidación de los mercados nórdicos y bálticos en el Grupo OMX; en junio de 2007, la fusión de la Bolsa de Londres con el grupo de Borsa Italiana, que a su vez surgió de un proceso de consolidación vertical de las infraestructuras de negociación, compensación y liquidación italianas; la constitución del Deutsche Börse Group, resultado de un proceso de concentración vertical de ámbito nacional que incluye a Clearstream. El *holding* de Bolsas y Mercados Españoles ha surgido también de un proceso de concentración vertical nacional.

74. Por otro lado, en la estructura del *holding* español existe un elemento anómalo, pero secundario, que es la participación del Banco de España en la propiedad del mismo. Este hecho es perfectamente comprensible dadas las condiciones del proceso de creación del *holding* —al que el BE aportó la Central de Anotaciones de Deuda Pública—, pero a pesar de ello y de que el banco ya ha reducido una parte sustancial de su participación, lo lógico es la desaparición total de la misma, pues su presencia puede introducir “ruidos” en cualquier proyecto de fusión que se quiera emprender.

75. En el informe ya mencionado de la CNMV, en el boletín del primer trimestre de 2008, se analiza con más amplitud la situación de los agentes en el mercado y sus perspectivas.

En la post-contratación la integración ha sido menor y se mantiene un gran número de depositarios que son monopolísticos en sus países respectivos<sup>76</sup>.

Esta desigual situación de fragmentación, marcos legales, estándares técnicos y convenciones de mercado diferentes en unos países y en otros —las Barreras Giovannini— fueron puestas de manifiesto con claridad en los informes del Giovannini Group (2001 y 2003), que sirvieron de acicate para la adopción de una serie de medidas por parte de las autoridades de la UE.

Por una parte, la Comisión europea estuvo contemplando la idea de una nueva directiva para eliminar los obstáculos de la creación del mercado único, pero no se llevó a cabo el proyecto a la espera de los resultados del Código de Conducta que el comisario McCreevy promovió y que firmó la industria<sup>77</sup>. La interoperabilidad de las infraestructuras de negociación y de post-contratación y de estas entre sí es el objetivo para poder establecer la total competencia y la reducción de los costes de operaciones transfronterizas. Se trata de un código de autorregulación de carácter voluntario, aplicable, en principio, a renta variable únicamente, pero ampliable a otros valores. Sus medidas incluyen: transparencia de los precios, condiciones de acceso e interoperatividad, separación administrativa en los ámbitos de precios y contables y seguimiento del código por los propios promotores y por la Comisión.

Tal como señala el informe de la CNMV y el BE sobre los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa<sup>78</sup>, junto a las ventajas que representa la autorregulación, en el sentido de que no necesita los dilatados plazos de cualquier directiva, el seguimiento de la misma por las autoridades debe ser exigente e impulsar los objetivos más allá de lo que por sí misma fijaría la industria. Menciona, igualmente como aspecto complicado, el fomento de la competencia sin que exista, a priori, como punto de partida inicial, un marco regulatorio armonizado que permita competir en igualdad de condiciones. La asunción de que el aumento de competencia, entre jurisdicciones, de los proveedores de servicios debe traducirse en una automática reducción de precios en la operativa transfronteriza, dependerá mucho de los costes derivados del establecimiento de la interoperabilidad y la falta del punto de partida nivelado, que mencioné antes.

Para el sistema español de post-contratación, la transparencia de precios y servicios no ha supuesto grandes cambios e Iberclear tendrá que intercambiar servicios con otras infraestructuras, aunque estas últimas deberán cumplir los requisitos aplicables en el país de la emisora.

Desde el punto de vista del Eurosistema, el posible carácter sistémico que los fallos en las infraestructuras de los mercados pueden tener afecta desde luego a la que respalda la operativa con valores. Una incidencia de este tipo podría entorpecer los

---

76. Destacan el Grupo Euroclear —DCV de Francia, Bélgica, Holanda, Reino Unido y el depositario de valores internacional Euroclear Bank—, que está desarrollando una plataforma de liquidación común para los DCV nacionales, así como otra plataforma similar que ha sido desarrollada por los países nórdicos (Grupo NCSD).

77. El Código de Gobierno anunciado por el Comisario de Servicios Financieros McCreevy, "European Code of Conduct for Clearing and Settlement", se firmó en julio de 2006 y fue publicado en noviembre del mismo año.

78. Se trata del documento elaborado conjuntamente por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España que analiza de manera muy exhaustiva la post-contratación y las infraestructuras que la soportan, su situación en Europa, su marco regulador y las iniciativas en marcha, que ya han sido comentadas en el texto. Así mismo, analiza el impacto de las mismas en España y el posible camino a seguir.

procesos de compensación-liquidación y bloquear los movimientos de efectivo canalizados por la plataforma T2, en caso de que la liquidación de valores no pudiese llevarse a cabo. No menos importante es el hecho de que las operaciones de política monetaria y todas las operaciones de crédito del BC tienen que estar respaldadas por valores —hoy en día depositados en las depositarias centrales de valores (DCV)— y, por lo tanto, la fragmentación existente en la liquidación de los mismos y la no existencia de soluciones de mercado previsibles autorizan a pensar que, en este ámbito, la consolidación es más importante que en cualquier otro, “y ello hasta el extremo de que, si se considera exclusivamente el punto de vista operativo y de control de riesgos de liquidación, lo deseable es la consolidación en un mismo sistema o plataforma de la liquidación de todos los valores, de manera que puedan minimizarse los fallos en las entregas de valores y, por tanto, los riesgos de liquidación. Dadas las interdependencias entre los sistemas de pagos y de valores es más seguro y eficiente mantener, en una misma plataforma, las cuentas de valores y efectivo que facilitan el proceso de entrega contra pago en la provisión de crédito por parte de los BC, automatizándola prácticamente cuando su plazo es intradía” (Núñez y Jiménez, 2007).

Las consideraciones anteriores llevaron al Eurosistema a promover la creación de una plataforma que concentra las operaciones de valores en euros, en la que estarían las cuentas de valores y de efectivo. La plataforma gestionará ambos tipos de cuentas de tal forma que facilitará la gestión de la liquidez y la de los valores que actúen como garantías. Será meramente un soporte técnico para facilitar la liquidación y sin pretender sustraer ninguna de las capacidades u operaciones de la CDV con su clientela, de tal forma que registros, custodia, negociación, administración, etc., seguirán desarrollándose como hasta ahora.

El objetivo de este trabajo no es describir el funcionamiento y características de esta plataforma (cosa que se hace minuciosamente en varios de los artículos citados en la bibliografía), sino más bien poner de manifiesto cómo, además de eliminar el elevado coste de las transacciones transfronterizas producido por la fragmentación, los beneficios para el sistema serán múltiples. El artículo citado menciona, entre otros: liquidación de las operaciones transfronterizas (entrega contra pago) reduciendo el riesgo de principal y de liquidez, aumentando la eficiencia operativa de las operaciones nacionales y transfronterizas; aprovechamiento de las economías de escala y red típicas de este tipo de actividad; simplificación de la maraña de conexiones técnicas entre los depositarios favoreciendo la interoperabilidad, etc. En resumen, la gestión transfronteriza del colateral será más sencilla y será posible la libre elección y el acceso de las empresas del sector y las infraestructuras de contratación a los diversos sistemas de liquidación.

Como no podía ser menos, las características del negocio en España se verán alteradas con intensidad diferente en unas áreas y en otras.

Por lo que se refiere a la renta fija, con negociación descentralizada y bilateral, o en plataformas de mercado pero en todo caso con liquidación individualizada, operación a operación (Iberclear-CADE), no cabe esperar grandes cambios. Más complicada puede resultar la situación de la renta variable ya que, en este caso, no sólo el

modelo es diferente, sino que la normativa del mercado y algunas prácticas administrativas necesitarán reformas importantes<sup>79</sup>.

La participación en estos proyectos europeos —mucho más en este área de infraestructuras de pagos en el que España ha mantenido posiciones destacadas— es imprescindible. De hecho, en la primera etapa del proyecto, representantes de las autoridades españolas, de Iberclear, de las entidades de crédito, etc. han estado participando en los diferentes grupos de trabajo organizados y el Banco de España forma parte del grupo de cuatro bancos centrales que lo van a desarrollar.

La confluencia y complementariedad de los tres proyectos mencionados en este y en otras partes del trabajo —T2S, MiFID y Código de Conducta— hace que sus efectos se refuercen mutuamente para lograr, a medio y largo plazo, la diversificación internacional de carteras, el acceso más fácil a otros mercados y la eliminación de la necesidad de acudir a custodios internacionales, lo que implicará, en resumen, menor complejidad en toda la cadena, negociación, compensación, liquidación y registro y ahorro de costes.

## 10 Evolución económica y financiera: escenarios de cambio

### 10.1 Sistema bancario

En partes anteriores de este trabajo se ha analizado la evolución del sistema financiero en los últimos años. La situación, excepcionalmente buena, de todos los ratios que se utilizan para definir una determinada situación: beneficios, rentabilidad, eficiencia, solvencia, dotaciones, etc., ha mostrado una evolución muy favorable del sistema financiero español.

Todos los factores que han estado contribuyendo a esta evolución en los últimos diez años están experimentando cambios importantes que condicionarán el desarrollo de nuestro sistema y, sin duda, abrirán una nueva etapa que requerirá la aportación de estrategias nuevas, tratando de mantener la solvencia y la seguridad del sistema.

Durante todo este tiempo, el elemento dinamizador de la economía española ha sido el mercado inmobiliario (promotores, construcción y adquisición de vivienda por las familias). El entorno macroeconómico ha ayudado en este proceso. Durante la mayor parte del periodo, la economía ha estado registrando tasas de interés reales que han permitido un rápido endeudamiento y un acelerado desarrollo del sector de la construcción. En paralelo a este desarrollo y, en parte, impulsado por él, se ha registrado un extraordinario flujo de inmigrantes que además de cubrir las necesidades de mano de obra ha permitido controlar el incremento de los salarios.

---

79. Efectivamente en la renta variable los cambios serán más importantes. La negociación se hace en un mercado único, centralizado y multilateral que liquida sus operaciones en Iberclear, en varios ciclos de liquidación —bruta en valores y neta en efectivo—, que es un modelo diferente al de T2S. Como se decía en el texto, las normas de funcionamiento del mercado y alguno de los procesos administrativos que lo sustentan, amparados en la exclusividad del negocio en bolsa, el registro, la compensación, etc., tendrán difícil encaje. Entre estos procesos difícilmente adaptables cabe mencionar también el problema de las referencias de registro. El requerimiento de firmeza de la operación en el momento de la contratación y la exigencia, como paso previo a la liquidación, de la justificación de las operaciones realizadas en la bolsa (RR) no encajan en este nuevo marco y deberán ser revisadas, cosa que debería haberse hecho hace ya mucho tiempo.

A partir de 2005 empezó a producirse un paulatino incremento de los tipos de interés de la zona euro que, al actuar sobre un mercado de hipotecas a tipo variable (casi en su totalidad), ha desencadenado importantes elementos de tensión en el mismo —así lo muestra el hecho de que la ratio deuda/renta disponible de las economías domésticas haya crecido tan rápidamente—. En este contexto, el elemento más perjudicial es la caída del empleo y, por ello, a medida que este se deteriore se producirá un agravamiento de la situación.

Pero al margen de la situación de las economías domésticas, la contemplación del problema desde el punto de vista de la promoción y construcción también plantea un panorama negativo. Así, la financiación a estos sectores desde el punto de vista de los bancos y especialmente de las cajas<sup>80</sup> ha generado un volumen de actividad y un nivel de exposición muy importante que, en un contexto de liquidez escasa y, por lo tanto, con problemas de financiación y menor demanda de vivienda, ha hecho que estos sectores que se habían involucrado en un proceso a todas luces excesivo se hayan colocado, junto con las entidades financiadoras, en una situación difícil de la que sólo cabe esperar —ya se está produciendo— un incremento de los fallidos y un ajuste rápido de las empresas dedicadas a promoción y construcción. Proceso este inevitable dado el nivel de implicación de todos los agentes participantes en él y cuyo completo desarrollo es la única manera de reconducir la situación sin recurrir a actuaciones que suelen presentarse como soluciones mágicas, siendo con frecuencia simplemente interesadas.

Merece la pena hacer un inciso para colocar la situación de la crisis inmobiliaria en una perspectiva adecuada. Los problemas que están apareciendo en el sector de la construcción no son, como con frecuencia se oye, consecuencia de la crisis. Esta y sus problemas son el resultado de comportamientos previos de los participantes en el negocio inmobiliario: empresas constructoras, agentes inmobiliarios, entidades financiadoras, administraciones locales y territoriales, etc., que son, por tanto, en primer lugar responsables de lo que está ocurriendo. Es cierto, como se dice en otra parte del trabajo, que no todos han actuado igual, pero la corriente ha sido bastante poderosa. Es verdad, por otra parte, que el crecimiento se ha asentado sobre unas condiciones favorables de demanda (situación económica y tipos de interés reales) que han actuado como acicates del negocio. Pero esto no justifica nada y da un poco de vergüenza tener que decirlo.

Todo este proceso alimentó una burbuja sufragada por las entidades financieras que concentraron la mayor parte de su negocio (no todas en la misma medida) en esta línea, desoyendo las continuas advertencias de prudencia de los organismos supervisores. Efectivamente, tanto organismos internacionales (FMI/BM) como el propio Banco de España habían advertido de los riesgos de la situación y de la necesidad de moderación.

Los primeros, tal como se señala en otra parte del trabajo, advirtieron, en 2006, que la evolución del mercado de la vivienda era uno de los elementos más preocupantes para el sistema y el que presentaba mayores riesgos para su futuro. Por otro lado, el BE, en la misma línea —en reuniones con las entidades, en las manifestaciones pú-

---

80. Los préstamos a promotor y construcción, como media, han representado el 46% y el 23% respectivamente del total del crecimiento en los últimos cinco años. En los últimos diez años, el crecimiento de estos segmentos de riesgo en el negocio ha sido más intenso en las cajas que en los bancos (las cajas han mantenido la intensidad del proceso, cuando en los últimos años los bancos habían empezado a ralentizar. La explicación está relacionada con la fuerte expansión geográfica de aquellas en dicho periodo).

blicas y discursos de sus autoridades, o en sus publicaciones, Informe de Estabilidad Financiera y Boletín Económico— ha estado haciendo advertencias sobre lo arriesgado de la evolución y la necesidad de moderación, así como recomendando una aplicación estricta de las condiciones de los préstamos. El resultado fue nulo y sólo a mediados de 2006 se empezó a notar alguna señal de preocupación y ralentización de sus políticas en algunas entidades del sector bancario.

A esta situación se ha unido la crisis internacional, el contagio en la evolución de los mercados de la crisis *subprime* de los Estados Unidos y la evolución negativa de los precios de la energía. Este conjunto de factores anuncia un cambio radical respecto al proceso de crecimiento de los diez últimos años. Frente a este cambio y desde el punto de vista financiero, lo sensato es plantearse cuáles son los puntos fuertes del sistema financiero español y, apoyándose en los mismos, explorar cuáles son las medidas más adecuadas para reorientar la actividad, tratando de mantener los excelentes parámetros de funcionamiento y solvencia del sistema.

En el lado positivo de nuestras entidades está, en primer lugar, el hecho de que no ha existido en nuestro sistema financiero un fenómeno similar al de las *subprime* de EEUU y, por lo tanto, no se han planteado los problemas de otras jurisdicciones, ya que la titulización en el sistema español ha sido una forma de obtener liquidez “para los bancos, permitiéndoles diversificar sus bases de inversión y facultándolos para contribuir al incremento del plazo medio de los pasivos bancarios, además de casar activos y pasivos en términos de vencimiento. Mantener el riesgo en el balance ha ayudado a apoyar la calidad de las hipotecas y a mantener, consecuentemente, los colchones de capital” (Informe de Estabilidad Financiera, abril de 2008).

Otro aspecto importante a señalar es que el sistema bancario ha sido capaz de generar activos suficientes para obtener financiación del BCE. El mercado español de titulización ha alcanzado, en 2007, un volumen emitido de 143 billones de euros. Aproximadamente la mitad del mismo ha sido emitido en la segunda mitad del año y se ha utilizado, básicamente, como garantía de préstamos del BCE. Es cierto, por otro lado, que las entidades españolas han aumentado su recurso al BCE y, en contra de interpretaciones interesadas, lo cierto es que dicho aumento en la participación en las subastas con el fin de obtener financiación del BCE, inicialmente en niveles muy bajos, no ha superado el 10%, que es la cifra de la participación de las entidades españolas en los activos totales del Eurosistema.

También la amplia red de sucursales de las entidades españolas por todo el país y, con ella, la especial cercanía a la clientela han permitido, en un periodo corto de tiempo, obtener importantes cantidades de financiación vía depósitos, invirtiendo la tendencia al desfase existente en los años anteriores —sirva como ejemplo el hecho de que, después de las tensiones de los mercados en el verano de 2007, las entidades españolas de depósito han conseguido captar 71 billones de depósitos, el nivel más alto desde 2002 (Moody's, 2008)—. Junto a estos elementos de fortaleza cabe mencionar todos aquellos relacionados con la presencia de un regulador proactivo y conservador que ha asegurado, en tiempos buenos, un volumen elevado de provisiones genéricas anticíclicas que ofrecen una cobertura importante.

A pesar de los elementos de fortaleza presentes en nuestro sistema, lo cierto es que la situación general —macroeconómica y financiera— ha empeorado, dando lugar a la aparición de una alta concentración de riesgo en las entidades en el sector de la construcción, al deterioro de la capacidad de las economías domésticas para hacer

frente con holgura a los pagos de la deuda y a una caída del volumen de negocio que inevitablemente condicionará la evolución de las entidades, planteándoles la necesidad de adaptar su operativa a la nueva situación.

Por lo tanto, a corto plazo las entidades de depósito españolas deberán hacer frente a la gestión del riesgo que lleva aparejado todo proceso de desaceleración económica. La respuesta, en general, será proporcional a la intensidad del proceso de expansión crediticia que hayan llevado a cabo las entidades en los años recientes y, en particular, a su mayor concentración de crédito en aquellos segmentos de negocio que presentan un mayor grado de riesgo: promoción inmobiliaria, créditos con garantía hipotecaria para adquisición de residencia no habitual, segmentos de negocio nuevos (emigrantes) sobre los que existe escasa información histórica sobre su capacidad de pago en condiciones desfavorables, etc.

En la medida en que el ciclo de la construcción muestra signos de agotamiento claros y acelerados, las entidades de depósito españolas deberán recomponer la estructura de sus balances bancarios de acuerdo con el nuevo entorno económico, lo que pasará, sin duda, por una disminución del peso relativo de la financiación a empresas de construcción y promoción inmobiliaria y un aumento del negocio con las empresas no financieras del resto de sectores, buena parte de ellas PYMES<sup>81</sup>. En el crédito a familias, las entidades se enfrentarán también a la necesidad de una recomposición, con un aumento relativo de los segmentos de mayor calidad crediticia. Estos cambios en la estructura del balance suelen producirse de forma lenta.

Otro aspecto que requiere un importante esfuerzo a corto plazo es la obtención de financiación mayorista en el entorno de los mercados financieros internacionales, que resultará difícil. La facilidad con la que las entidades españolas colocaban sus emisiones de cédulas hipotecarias y de titulaciones ha desaparecido completamente. Desde agosto de 2007 los inversores de estos productos, en su mayoría extranjeros, han desaparecido literalmente del mercado. Las entidades se enfrentan a un mercado *hostil*, en el que no existe apetito por los valores de renta fija españoles y, en todo caso, las únicas operaciones se realizan a tipos de interés sustancialmente superiores a los observados apenas un año antes.

En este contexto, las entidades han redoblado sus esfuerzos de captación de fondos en el mercado minorista, tanto a través de un aumento de los precios ofrecidos por los depósitos como mediante una mayor agresividad en la venta de estos frente a otros productos alternativos (fondos de inversión entre ellos). La elevada bancarización del sistema financiero español (recuérdese que las entidades de depósito, a través de sus sociedades gestoras de inversión colectiva, controlan más del 80% del patrimonio de los fondos de inversión y más del 50% del de los fondos de pensiones,

---

81. La financiación de la actividad productiva se acerca, a finales de 2007, al billón de euros, con crecimientos anuales superiores al 13%. De este total, la mitad aproximadamente correspondería a la construcción y actividades inmobiliarias y, el resto, a empresas de otros sectores. Lógicamente, la diversificación entre estos últimos se dirigirá claramente hacia los sectores más activos: gestiones informáticas, seguros y otras actividades empresariales, aunque los de mayor VAB son comercio, hostelería y transportes ("Crisis y Cambio de Ciclo: implicaciones estratégicas", AFI, 2008).

También el proceso de envejecimiento de la población y las nuevas necesidades financieras que se están creando —aseguramiento de la dependencia, necesidades extraordinarias a cubrir, etc.— están siendo considerados como una posibilidad de diversificación, como ocurre con la financiación de PYME que algunas entidades están contemplando. Habrá que prestar atención a los riesgos inherentes de estas estrategias en momentos de caída de actividad.

así como la mitad del negocio de seguros de vida) va a facilitar el proceso de sustitución de financiación obtenida en el mercado mayorista por financiación minorista.

De todo lo anterior se derivará la necesidad de enfrentarse con la evolución de la cuenta de resultados. Las dificultades de la financiación mayorista van, por un lado, a aumentar el coste de la financiación y, por otro, a contribuir a la desaceleración del crédito. Aunque las entidades de depósito españolas han mostrado históricamente una elevada capacidad de traslación de sus costes financieros a los tipos de activos, cabe pensar que dicha capacidad se va a resentir en un entorno de desaceleración económica y menor presión de la demanda de crédito, junto con una recomposición hacia los segmentos de mayor calidad crediticia. Por lo tanto, las entidades van a soportar una elevada presión en sus márgenes.

Aunque las entidades españolas tienen un elevado grado de eficiencia, la caída de la actividad va a presionar a dichas ratios, en particular porque los costes de estructura no se suelen ajustar a la baja a la velocidad que lo hace el negocio. Una parte de las ganancias de eficiencia de las entidades españolas se ha debido a la fuerte expansión del negocio, que ha diluido los gastos. Si el negocio se para, los gastos de explotación empezarán a presionar los resultados de las entidades.

A diferencia de otras fases de desaceleración económica, a corto plazo el aumento de la morosidad no va a traducirse en un empeoramiento muy marcado de las dotaciones a insolvencias, gracias al mecanismo contracíclico creado en 2000 y reformado en 2004. Dicho mecanismo constituye una pieza básica en el marco regulador español, reforzando la estabilidad de las entidades españolas de una manera transparente. Si el resto de reguladores bancarios hubieran adoptado un esquema similar y una estrategia común frente a los creadores de normativa contable, muy probablemente la falta de confianza que reina entre las entidades bancarias internacionales sería menor.

A medio plazo se plantea la cuestión del modelo de negocio. El diseño que las entidades adopten puede ser diverso. En primer lugar, por las distintas características de los dos grupos de entidades presentes en nuestro sistema, bancos y cajas. Y este podría ser un buen momento para que se produjese un acercamiento mediante la introducción de algunos elementos de mercado en el funcionamiento de las cajas que, a su vez, reforzarían su posición de capital —estoy pensando en las cuotas participativas— y las harían más homologables con el resto de las entidades. Bien es cierto que habría que pensar en la emisión de cuotas que, de acuerdo con su diseño original, den a los cuota-partícipes derechos políticos, con el gradualismo que se desee, en la administración de las cajas, lo cual inevitablemente llevaría a una reestructuración de los órganos de gobierno.

En segundo lugar hay que decidir la intensidad de la especialización en el negocio minorista, un negocio que va a ser sometido a crecientes presiones por parte de competidores a distancia (apoyados en las tecnologías de la información). Otro aspecto a tener en cuenta es el de la dimensión geográfica de dicho negocio minorista. ¿Hasta cuándo va a ser válido el modelo de extensión geográfica de sucursales que hemos vivido en los últimos años? ¿Podría plantearse un proceso de consolidación?. Parece complicado, tanto por el hecho de que en el sector bancario la posición de los dos grandes grupos no parece propiciar movimientos muy significativos, como por la normativa de las cajas.

En tercer lugar hay que replantearse la naturaleza del negocio a desarrollar, en particular, para las cajas de ahorro, que si emprenden una senda de crecimiento interna-

cional van a ser progresivamente cuestionadas por su falta de accionariado y, por el contrario, si avanzan hacia la vía accionarial van a ver cuestionada su propia esencia. Creo que tiene sentido hacer una reflexión sobre este asunto y su importancia para las cajas. La evolución financiera en estos últimos años, con su acento más importante en la financiación inmobiliaria, ha supuesto para las cajas de ahorro —mucho más que para los bancos, cuyo modelo de negocio ha sido más diversificado y abierto— un cambio muy importante en la estructura de su balance ya que una buena parte del mismo, aproximadamente el 25%, se ha nutrido de recursos procedentes de mercados internacionales. El nuevo entorno económico y financiero del negocio bancario obligará a que las entidades cambien en varias direcciones. Para las cajas, un objetivo a medio plazo debería implicar un aseguramiento de la financiación internacional, que ha sido fácil de conseguir en el pasado reciente y cuyo mantenimiento en el futuro requerirá cambios operativos importantes. El objetivo debería ser tratar de mantener los niveles de financiación externos, para lo cual algunas cajas están, seguramente, más preparadas que otras, pero para todas es necesario un replanteamiento que les permita, por así decirlo, hacerse visibles en esos ámbitos mediante procedimientos de sobra conocidos (redes de comercialización, presencia en los mercados, etc.).

Todo este proceso, como es obvio, encuentra dificultades en otro aspecto importante: la normativa de las cajas, que en esta nueva etapa está requiriendo cambios importantes que faciliten la adaptación de las mismas al nuevo entorno en el que deberán desarrollar su actividad. En efecto, su normativa plantea algunas dificultades importantes. Dentro del propio sector, las fusiones y adquisiciones entre entidades están sujetas a la aprobación de las autoridades de las comunidades autónomas concernidas. Además, la fusión o adquisición de una caja por entidades bancarias tampoco está exenta de dificultades. En efecto, generalmente se alude a la imposibilidad de que una caja de ahorros pueda ser objeto de adquisición en atención a su especial naturaleza. Es cierto, en este sentido, que ni el régimen de gobierno de las cajas, ni la estructura de su capital responde a los parámetros comunes a las sociedades mercantiles, lo que dificulta enormemente su adquisición por terceros<sup>82</sup>.

Ello no obstante, tal adquisición sí es posible indirectamente por la vía de negocios jurídicos como la cesión total o parcial de activos y pasivos que, en cualquier caso, estarán usualmente sometidos a la previa autorización de la comunidad autónoma en la que se encuentre domiciliada la caja, como ocurre con los supuestos de fusión o escisión.

---

82. Esta situación impide el ejercicio pleno de la disciplina de mercado. Esta, como complemento de la regulatoria, es un acicate para que las entidades, en su búsqueda del beneficio individual, no introduzcan inestabilidad en el sistema financiero. El mecanismo funciona en base al proceso de formación de precios, que absorbe información del mercado —tomándola de diferentes fuentes— y la transmite a todos los participantes en los mercados —inversores, entidades, agentes, etc.—. Este proceso de formación de precios puede condicionar la financiación, en cantidad o en precio, o en el momento temporal, que una empresa desea obtener en el mercado mediante emisiones o cualquier otro procedimiento. El sistema de disciplina de mercado tiene unas condiciones para poder funcionar eficazmente. Una de ellas es la transparencia de la información al mercado, asunto del que se ha hablado mucho. Sin ella el mercado no puede ejercer su función, es cierto y es la base de todo. Pero existe un paso adicional que da fuerza a todo el sistema y que hace que funcione con eficacia: el elemento de sanción que debería llevar consigo. Esta puede revestir formas distintas, desde restringir, o hacer más caro, el volumen de financiación disponible para algún proyecto que no resulte atractivo en términos de riesgo/rendimiento, hasta el cierre de algún negocio o la adquisición por parte de algún competidor. El grado en que esta función puede ejercitarse condicionará la eficacia del mecanismo de disciplina de mercado.

Por otro lado, las cuotas serían un paso inicial que ayudaría a una transformación más profunda de la estructura de gobernanza de las cajas, dando a estas entidades mayor autonomía de gobierno y decisión empresarial. En este punto tiene interés mencionar que, en el reciente ejercicio de evaluación del sistema financiero realizado por el FMI/BM, se recordaba que los principios de Basilea para una supervisión bancaria efectiva no eran compatibles con las capacidades de regulación/supervisión de las comunidades autónomas y su designación de una parte de los miembros de sus órganos rectores.

Aunque algunos de estos cambios son muy importantes, la experiencia de las entidades de depósito españolas en los últimos treinta años es muy esperanzadora. Las entidades han sido capaces, tal como se ha visto al comienzo de este trabajo, de transformarse y adaptarse desde un entorno completamente regulado y protegido a otro con elevada competencia y abierto al mundo. Tienen, tenemos, por delante un proceso de exploración y todas las alternativas representan oportunidades, riesgos y dificultades de implantación.

## 10.2 Sector de seguros

A un año del inicio de la crisis de los mercados, diversos informes del Committee of European Insurance and Occupational Pensions (CEIOPS) señalan cómo hasta el momento el impacto de aquella parece ser reducido en este sector.

El canal de influencia obvio de la crisis *subprime* sobre este sector será el de la exposición de las compañías a los productos estructurados y a los *Asset Backed Securities* (ABS), pero parece que hasta el momento no ha habido ningún efecto negativo. El único motivo de preocupación por ahora, y donde se perciben más riesgos, es en el sector de *monolines*, activas sobre todo en Estados Unidos pero no en Europa, salvo algunas subsidiarias de aquellas que actúan básicamente en el Reino Unido. Se trata de compañías con actividad distinta de la de las compañías de seguros, consistente en suministrar mejoras crediticias a los emisores de bonos<sup>83</sup>. Se centraban tradicionalmente en bonos municipales de los Estados Unidos, pero recientemente han derivado su actividad, en buena parte, hacia el territorio de los productos estructurados, otorgando mejoras crediticias a determinados tramos (*senior*) de algunas titulizaciones que, en ocasiones, tenían como subyacente activos de mala calidad. Los problemas experimentados por estos últimos productos han puesto en peligro los *ratings* de las *monolines* (algunas agencias ya han anunciado su revisión), de tal manera que las cotizaciones han caído y esto puede afectar a los *ratings* de los bonos que habían garantizado, lo cual podrá repercutir, agravándola, en la situación de los mercados de crédito.

Recientemente la presión de los mercados también ha afectado a estas empresas, que han experimentado pérdidas en sus posiciones al ser valoradas a precio de mercado, lo que se ha traducido en un empeoramiento de sus cotizaciones bursátiles. En general, estas entidades deben hacer frente a sus compromisos cuando el banco correspondiente que haya sido garantizado los impugne. Pero antes de llegar a este punto, en la medida en que las pérdidas mencionadas en sus posiciones reflejan

---

83. Estas empresas dan mejores créditos a los emisores de bonos, que típicamente se concretan en una garantía, incondicional e irrevocable, sobre el principal e intereses de los bonos que son garantizados. Esto permite que los emisores tengan una mayor calificación crediticia de la que les habría sido otorgada en ausencia del seguro ofrecido por las *monolines* (IEF, 2008).

un empeoramiento de la calidad de los títulos, aumentará la probabilidad de que las *monolines* deban hacer frente en el futuro a sus compromisos y, por lo tanto, se verán afectadas negativamente en sus calificaciones por los agentes de *rating* correspondientes. Esto es lo que algunas agencias ya han anunciado.

En cuanto a Europa, estas repercusiones han sido muy pequeñas, dada (con la excepción del Reino Unido) la nula presencia de estas empresas. Por otro lado, siguiendo en el contexto europeo, en lo que podríamos llamar compañías tradicionales, el impacto de la crisis ha sido muy escaso. Las grandes compañías han invertido en productos estructurales importes muy limitados de sus inversiones (2% - 10%) mientras que las pequeñas y medianas compañías no han registrado hasta el momento exposiciones reseñables, tal como señalan los analistas y las agencias de *rating*<sup>84</sup>.

En el contexto europeo la situación de las compañías de seguro españolas mantienen una posición bastante saneada y sin exposiciones tóxicas. Los últimos datos sobre la evolución del negocio muestran una desaceleración del sector durante el año 2007, que parece mantenerse en la primera mitad de 2008 (aunque el carácter cíclico de la actividad se traduce siempre en un primer trimestre de crecimiento fuerte que puede inducir a esas impresiones sobre la evolución de la primera parte del año).

A pesar de la ralentización mencionada, algunos indicadores pueden dar una idea de la favorable situación de estas compañías hasta el momento:

- En cuanto al volumen de primas de seguro: mientras que en el ramo de vida (y en el *unit-linked*) el año 2007 mostraba un crecimiento, en 2008 el crecimiento registrado ha sido mayor (sin duda por el efecto estacional antes mencionado).
- Activos del balance: las políticas de inversión se mantienen sin cambios sustanciales respecto a la evolución del periodo temporal pasado más reciente. En el primer trimestre de 2008 la partida "otras inversiones financieras" ha representado la parte más importante del activo, el 67% del total (148.000 nivel 3). El 74% de este total está integrado por renta fija y el resto son inversiones de renta variable. La preponderancia de la renta fija es una característica tradicional del sector asegurador español y ello indica que tiene un riesgo inferior que el existente en otras compañías europeas respecto a la fluctuación de los mercados bursátiles<sup>85</sup>.
- Cobertura de provisiones técnicas: también este elemento pone de manifiesto la fortaleza de las empresas, aunque se ha reducido en los últimos ejercicios. Las provisiones han alcanzado en el primer trimestre del año unos valores de 110.000 y 30.000 millones de euros en vida y no vida respectivamente. Estos niveles implican exceso, del 17% en vida y de más del 30% en no vida.
- El margen de solvencia también es sólido, con un exceso en porcentaje sobre las cuantías mínimas exigidas del 107% en vida y el 240% en no vida.

Los datos anteriores y los análisis ponen de manifiesto que en las aseguradoras españolas, al igual que en las europeas, la exposición a productos tóxicos derivados de

---

84. Cierta preocupación ha empezado a aparecer, en el contexto europeo, sobre las exposiciones indirectas que estas compañías puedan tener a los *hedge funds* en la medida en que estos últimos puedan estar expuestos a los vehículos estructurados.

85. Uno de los últimos informes del CEIOPS, que analiza las inversiones de las aseguradoras europeas, pone claramente de manifiesto la favorable posición de nuestro mercado asegurador.

la crisis *subprime* ha sido mínima. Pero, a pesar del margen de seguridad que ofrece la situación descrita, la existencia de riesgos en áreas distintas a la mencionada pueden, mediante su materialización o agravamiento, acabar afectando a las compañías y a otros agentes de los mercados. A medida que el empeoramiento macroeconómico se acentúa, cualquier sector de la economía acusará sus efectos. Un claro ejemplo puede ser la reducción de la riqueza de las economías domésticas, que en este contexto de crisis, con un fuerte efecto negativo del sector inmobiliario, puede, entre otros efectos, reducir la demanda de cualquier tipo de seguros y especialmente de aquellos que tienen un fuerte componente de ahorro.

### 10.3 Mercados de valores

Al igual que ocurre con el sistema bancario y las compañías de seguros, en el sector de sociedades y agentes de los mercados de valores tampoco se aprecia ninguna exposición importante a los elementos de la crisis iniciada en Estados Unidos hace ya más de un año. Esto no quiere decir que en un futuro inmediato no puedan producirse tensiones derivadas, no tanto de la aparición de los productos mencionados, sino más bien del empeoramiento de la situación macroeconómica general.

Por otro lado, hay que tener en cuenta que los sectores incluidos en este apartado, y otros muchos, estarán sometidos adicionalmente a una serie de reformas operativas y alteraciones en su ámbito de actuación, derivadas de los procesos de reforma emprendidos por la UE.

Así pues, existen varias corrientes de cambio que, cabe pensar, experimentarán un desarrollo satisfactorio dada la excelente posición de partida de las empresas del sector, pero que requerirán esfuerzos adicionales de todas ellas. Un grupo importante de los vehículos de inversión que actúan en los mercados de valores son los fondos de inversión, que, como ya se vio en otra parte del trabajo, tienen un perfil de riesgo muy bajo (2/3 son de renta fija o garantizada), un elevado nivel de liquidez y poca exposición. Tienen en cambio otros riesgos susceptibles de materializarse —ya lo están haciendo—, derivados de los cambios de expectativas de los inversores que han estado desviando inversiones desde los fondos hacia depósitos bancarios, tendencia esta última reforzada por la política de las entidades bancarias en busca de liquidez. Conviene recordar en este punto que una buena parte de las entidades bancarias son gestores de aquellos fondos (gestionan aproximadamente un 80% del patrimonio de los fondos de inversión y en torno a un 50% de los fondos de pensiones), lo que puede influir en el desvío de inversiones mencionado.

Por otro lado, el empeoramiento de la situación económica y especialmente del sector inmobiliario introduce riesgo en la actuación de estos agentes. Un caso claro es el de las IIC inmobiliarias, cuyos riesgos han aumentado rápidamente su exposición. No obstante, su tamaño es reducido y no cabe esperar una fuerte influencia negativa sobre el sector.

También pertenecen a este grupo de vehículos de inversión las IIC de inversión libre, de reciente aparición e importancia muy limitada hasta ahora.

Por lo que se refiere a las empresas de servicios de inversión (ESI)<sup>86</sup>, que ejecutan determinadas funciones (órdenes de clientes, gestión de inversiones, etc.) en relación

---

86. Sociedades de valores (SV), agencias de valores (AV) y sociedades de gestión de cartera (SGC).

con los mercados de valores, registran una satisfactoria rentabilidad y mantienen una solvencia adecuada.

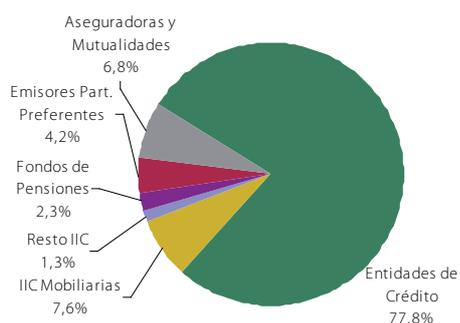
El aumento de la actividad, la renta y la riqueza en los últimos años ha contribuido a que el público haya diversificado de forma creciente sus formas de ahorro mediante la adquisición de seguros, fondos de inversión y fondos de pensiones. Las compañías de seguros han vivido un ciclo expansivo, con fuerte aumento de la actividad y, en menor medida, de las primas obtenidas. Una parte de la expansión de estos productos responde al aumento de la renta y otra, con una importancia creciente, se ha visto favorecida por el fuerte crecimiento del negocio inmobiliario (seguros del hogar, aseguramiento de tramos de hipotecas, etc.). La favorable evolución de la actividad se ha traducido en una rentabilidad elevada y en unos márgenes de solvencia muy por encima de los mínimos reguladores. Así pues, en resumen, para seguros y valores la situación es estable por el momento (solvencia, liquidez y rentabilidad adecuadas), sin exposición a los riesgos derivados de la crisis, pero sometidas a un proceso de reforma a corto plazo y en una situación muy condicionada por el desarrollo de la crisis económica española.

## IV ANEXOS

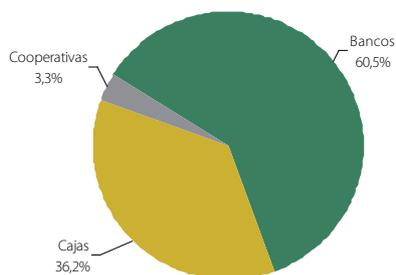
### ANEXO I

#### Características del sistema financiero español

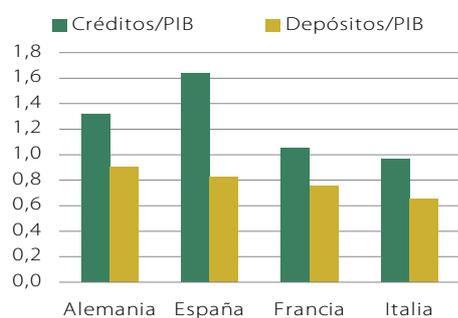
**Estructura del sistema financiero. 2007**



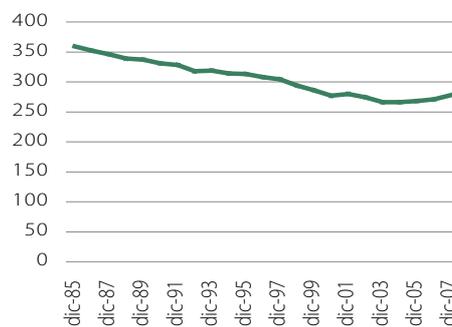
**Estructura del sistema bancario. 2007**



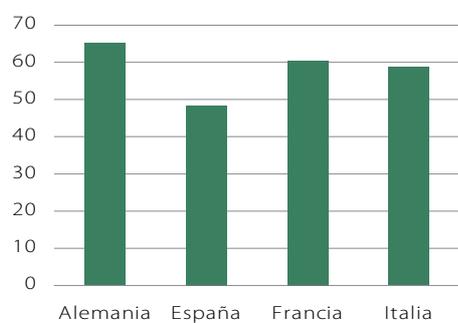
**Intermediación financiera. 2006**



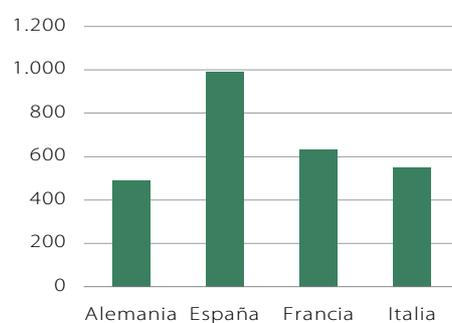
**Número de entidades de depósito**



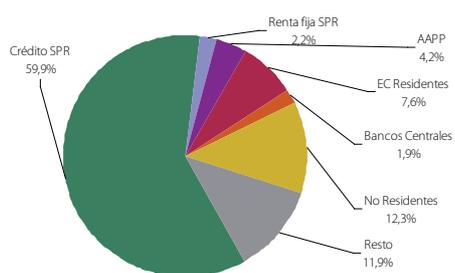
**Ratio de eficiencia. 2006**



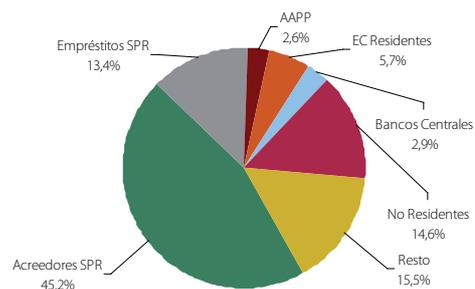
**Número de oficinas por millón de habitantes. 2006**



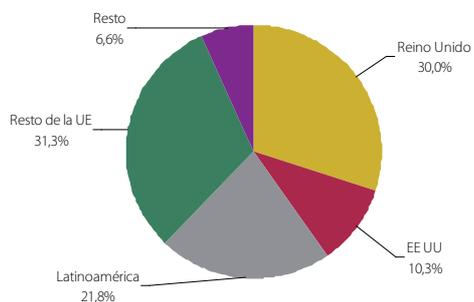
**Desagregación del balance. Activo.  
Entidades de depósito. 2007**



**Desagregación del balance. Pasivo.  
Entidades de depósito. 2007**



**Distribución geográfica de los activos.  
Entidades de depósito. 2007**



Fuente: Banco de España.

**Número de IIC, SGIC, depositarios y ECR 2007<sup>1</sup>**

<b>Tipo de entidad</b>	
<b>Total IIC de carácter financiero</b>	<b>6.296</b>
Fondos de inversión	2.954
Sociedades de inversión	3.290
IIC de IIC de inversión libre	31
IIC de inversión libre	21
<b>Total IIC inmobiliarias</b>	<b>18</b>
Fondos de inversión inmobiliaria	9
Sociedades de inversión inmobiliaria	9
<b>Total IIC extranjeras comercializadas en España</b>	<b>440</b>
Fondos extranjeros	225
Sociedades extranjeras	215
<b>SGIC</b>	<b>120</b>
<b>Depositarios IIC</b>	<b>126</b>
<b>Entidades de capital riesgo</b>	<b>210</b>
Fondos de capital riesgo	76
Sociedades de capital riesgo	134
<b>SGECR</b>	<b>66</b>

Fuente: CNMV.

1. Datos a 31 de diciembre de 2007.

**Cuota de mercado de las entidades de crédito en el mercado de los servicios de inversión en 2007<sup>1</sup>**

<b>Importes en millones de euros</b>	
Colocación y aseguramiento	84,0
Compraventa de valores	40,1
Gestión de patrimonios	61,5
Administración y custodia	96,2
Comercialización fondos de inversión	92,2

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

1. Datos a 31 de diciembre de 2007.

**Entidades que prestan servicios de inversión 2007<sup>1</sup>**

<b>Tipo de entidad</b>	
<b>Entidades nacionales</b>	<b>110</b>
Sociedades de valores	46
Miembros de bolsa	36
No miembros de bolsa	10
Agencias de valores	53
Miembros de bolsa	8
No miembros de bolsa	45
Sociedades Gestoras de Cartera	11
<b>Entidades extranjeras</b>	<b>1.394</b>
Con sucursal	29
En libre prestación de servicios	1.365
<b>Pro memoria:</b>	
<b>Representantes</b>	<b>7.287</b>

Fuente: CNMV.

1. Datos a 31 de diciembre de 2007.

---

**Relación de Mercados Organizados**

---

**Renta Variable**

Bolsas

- Mercado Continuo
- Corros
- Segundo Mercado

Mercado Alternativo Bursátil (MAB)  
Latibex**Renta Fija Pública**Mercado de Deuda Pública en Anotaciones  
Bolsas  
SENAF  
MTS-España**Renta Fija Privada**AIAF  
Bolsas**Derivados**

MEFF

- MEFF Renta Variable
- MEFF Renta Fija

Bolsas (warrants, certificados y otros)

Mercado de Futuros del Aceite de Oliva

**Compensación y Liquidación**

Iberclear

- Iberclear CADE
- Iberclear SCLV

SCLBarcelona  
SCLBilbao  
SCLValencia  
MeffClear

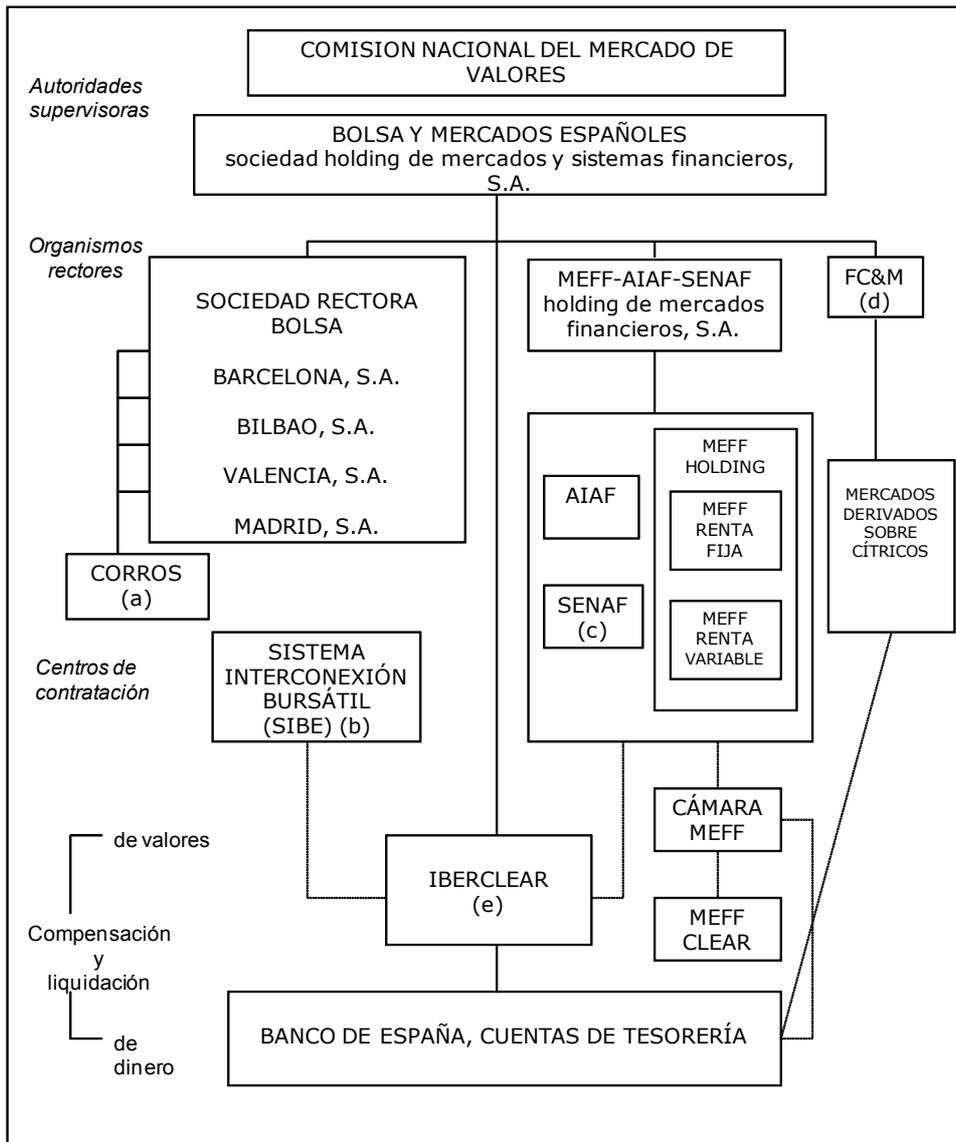
Mercados regulados MiFID: tienen esa consideración los mercados oficiales de la Ley del Mercado de Valores (Bolsas, AIAF, Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y MEFF).

Sistemas Organizados de Negociación de la LMV (Sistemas Multilaterales de Negociación MiFID): Latibex, MAB, SENAF y MTS-España.

---

Fuente: Elaboración propia

## Organización de los mercados de valores españoles



FUENTE: Banco de España

- La renta fija bursátil negociada en corros de liquida, en la actualidad, en el ámbito de las sociedades rectoras de las bolsas.
- En el SIBE se negocian acciones, renta fija y warrants.
- Sistema de negociación ciego de deuda pública anotada.
- IBERCLEAR es el Depositario Central de Valores español encargado del registro contable y de la compensación y liquidación de los valores. Integra las plataformas técnicas del SCLV y del CADE.



## V Bibliografía

Accenture (2006). *The European payments revolution*.

Alonso, E. (2007). “La Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros. Un análisis desde la perspectiva del mercado de valores español”, en CNMV, *Boletín trimestral*, trimestre IV.

Alonso, J. (2008). “Las tensiones de liquidez ante la crisis de las *subprime* y las respuestas de los bancos centrales”, en Banco de España, *Estabilidad financiera*, nº 14, mayo.

——— (2008). “El impacto sobre el sistema financiero español y la gestión de la liquidez”, en *La crisis financiera: su impacto y la respuesta de las autoridades*, jornada de la Escuela de Finanzas Aplicadas (AFI), 12 de mayo.

Baena, N. (2007). “El proceso de consolidación de los mercados de valores”, en CNMV, *Boletín trimestral*, trimestre IV.

Baliño, T. (2006). “El programa de evaluación del sector financiero del Fondo Monetario Internacional/Banco Mundial”, en Banco de España, “El Banco de España y la evaluación del sistema financiero”, *Notas de Estabilidad financiera*, nº 5.

Banco Central Europeo (BCE) (2006). *Hacia una zona única de pagos para el euro: objetos y plazos*.

——— (2006). *The Eurosystem's view of a “SEPA for cards”*, noviembre.

——— (2006). “Evolución de los sistemas de grandes pagos en la zona del euro”, en *Boletín mensual*, nº 8, agosto.

——— (2007). *Potential impact of Solvency II on financial stability*, julio.

——— (2008). “La titulización en la zona euro”, en *Boletín mensual*, nº 2, febrero.

Banco Central Europeo y Comisión Europea (2006). “Single Euro Payments Area”, joint Statement from the EC and the ECB, 4 May.

Banco de España (BE) (2005). *El análisis de la economía española*. Madrid, Alianza Editorial.

——— (2006). *Central Banks in the 21<sup>st</sup> Century*, international conference sponsored by the Banco de España, Madrid, 8-9 June (Fernández de Lis, S. & Restoy, F., ed.).

——— (2007). *Informe de estabilidad financiera*, noviembre.

——— (2008). *Informe de estabilidad financiera*, abril.

——— (2008). *Bretton Woods II Under Stress?*, simposium del Banco de España, Madrid, 18 de abril.

- Bank for International Settlements (BIS) (2008). *78<sup>th</sup> Annual Report: 1 April 2007-31 March 2008*, June.
- Bank of England (2006). *The Framework for the Bank of England's Operations in the Sterling Money Markets*, November.
- (2008). *Special liquidity scheme: information*, April.
- (2008). *Financial Stability Report*, April.
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) (2008). *Press Release*, April.
- Benink, H. (2008). "Perverse incentives that the FSF crucially fails to address", en Global Risk Regulator, *Newsletter*, May.
- Benink, H. & Kaufman, G. (2008). "Turmoil reveals the inadequacy of Basel II", en *Financial Times*, 27 February.
- Bernanke, B. (2007). "Central banking and bank supervision in the United States", speech at the Allied Social Science Association Annual Meeting, in Chicago, Illinois, January 5.
- (2008). "Regulatory restructuring", testimony before the Committee on Financial Services, US House of Representatives, 10 July.
- Blanco, R. y García Herrero, A. (2004). "Las pruebas de estrés en los programas de evaluación del sistema financiero", en Banco de España, *Estabilidad financiera*, n<sup>o</sup> 6, mayo.
- Borio, C. (2008). "The financial turmoil of 2007-?: a preliminary assessment and some policy considerations", en Bank for International Settlements, *Working Papers*, No 251, March.
- Borio, C. & Nelson, W. (2008). "Monetary operations and the financial turmoil", en Bank for International Settlements, *Quarterly Review*, March.
- Brouwer, H. (2002). "After Enron: Financial Supervision in Europe", statement on Public Hearing at the Committee of Economic and Monetary Affairs of the European Parliament. European Central Bank, 10 July.
- Caruana, J. (2007). Remarks at Institute of International Bankers' Seminar on Basel II, New York, 11 December.
- (2008). "Regulación e innovación en la reciente crisis financiera", en Banco de España, *Estabilidad financiera*, mayo.
- Caterineu, E. y Pérez, D. (2008). "La titulización de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial", en Banco de España, *Estabilidad financiera*, n<sup>o</sup> 14, mayo.
- CNMV (2008). "Los Mercados de Valores y sus Agentes: Situación y Perspectivas", en CNMV, *Boletín trimestral*, trimestre I.
- CNMV-Banco de España (2007). *Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*, diciembre.

- Comisión Europea (2005). *White Paper on Financial Services Policy (2005-2010)*, December.
- Corrigan, E (2007). “Recent Financial Markets Dislocations”, remarks at the Financial Stability Forum Workshop, Washington, D.C., 17-18 October.
- De Luna-Martínez, J. y Rose, T. (2003). “International survey of integrated financial sector supervision”, in The World Bank, *Policy Research Working Paper Series*, No. 3096, July.
- Duffie, D. (2008). “Innovations in credit risk transfer: implications for financial stability”, in Bank for International Settlement, *Working Papers*, N° 255, July (includes comments by Mohamed El-Erian).
- Elizalde, A. y Gallo A. (2008). “Understanding credit derivatives and their impact on credit and financial markets”, en Banco de España, *Estabilidad financiera*, n° 14, mayo.
- European Financial Services Round Table (2007). *Monitoring Progress in EU Prudential Supervision*, September.
- Ferguson, R. (2000). “Alternative approaches to financial supervision and regulation”, en *Journal of Financial Services Research*, No 16, December.
- Fernández de Lis, S. (2008). “El origen y desarrollo de la crisis en los mercados internacionales”, en *La crisis financiera: su impacto y la respuesta de las autoridades*, jornada de la Escuela de Finanzas Aplicadas (AFI), 12 de mayo.
- Financial Services Authority (FSA) (2006). “FSA sets out costs and benefits of MiFID”, press release, 24 November.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (2006). “Spain: Financial System Stability Assessment, including reports on the observance of standard and codes”, *Country Report*, No 06/212, June.
- (2006). “Spain: Financial Sector Assessment Program Technical Note on Nonfinancial Equity Investments of Spanish Credit Institutions”, *Country report*, No 06/214, June.
- (2007). “Financial Market Turbulence: Causes, Consequences and Policies”, en *Global Financial Stability Report*, October.
- (2008). “Market Update”, en *Global Financial Stability Report*, July.
- Financial Stability Forum (FSF) (2008). *Report of the Financial Stability Forum on enhancing markets and institutional resilience*, 7 April.
- Fuentes I. (2007). “La titulización en España: principales características”, en Banco de España, *Boletín económico*, diciembre.
- García, N. (2007). “MiFID: un nuevo marco de competencia para los mercados de valores”, en Banco de España, *Estabilidad financiera*, n° 12, mayo.
- García-Vaquero, V. (2007). “El proceso de integración de los mercados de valores”, en Banco de España, *Boletín económico*, octubre.

- Gil, G. (2007). “Agencias Regulatoras Financieras Independientes”, en CNMV, *Boletín trimestral*, trimestre III.
- Gil, G. y Segura, J. (2007). “La supervisión financiera: situación actual y temas para debate”, en Banco de España, *Estabilidad financiera*, nº 12, mayo.
- Godeffroy (2006). “Ten frequently asked questions about TARGET 2 – Securities” speech to the British Bankers Association, London, 20 September.
- Gómez, M<sup>a</sup> J. (2007). “MiFID: nuevo enfoque normativo y de supervisión orientado al riesgo”, en CNMV, *Boletín trimestral*, trimestre I.
- Goodhart, Ch. y Persaud, A. (2008). “A party pooper's guide to financial stability”, en *Financial Times*, 4 June.
- (2008). “How to avoid the next crisis”, en *Financial Times*, 30 June.
- Gordo, E., Martín, C. y Tello, P. (2008). “La internacionalización de las empresas españolas a través de la inversión extranjera directa”, en Banco de España, *Boletín económico*, enero.
- Gramlich, E. M. (2007). “Booms and busts: the case of *subprime* mortgages” by the Federal Reserve Bank of Kansas City's symposium *Housing, housing finance, and monetary policy*, in Jackson Hole, Wyoming, August 30-September 1.
- (2007). “*Subprime* mortgages: America's latest boom and bust”. Urban Institute Press.
- Gray, S. & Stella, P. (2008). “IMF assesses central banks' reaction”, en FMI, *Survey Magazine: Policy*, January.
- Institute of International Finance (IIF) (2007). *Principles of liquidity risk management*, March.
- (2008). *Interim report of the IIF Committee on market best practices*, April.
- Jenkinson, N. (2008). “Strengthening regimes for controlling liquidity risk: some lessons from the recent turmoil”, en Bank of England, *Quarterly Bulletin*, quarter 2.
- Lastra, I. de la (2007). “Iniciativas europeas de compensación y liquidación”, en CNMV, *Boletín trimestral*, Trimestre IV.
- Martínez, E. (2007). “El análisis financiero y las normas de conducta. El recorrido regulador hasta la MiFID”, en CNMV, *Boletín trimestral*, trimestre III.
- Martínez, M. y Rodríguez V. (2007). “Cambios en los mercados financieros y su reflejo en España”, en CNMV, *Boletín trimestral*, trimestre III.
- Martínez, S. (2007). “Régimen de actuación transfronteriza (pasaportes) según la MiFID”, en CNMV, *Boletín trimestral*, trimestre II.
- Moody's (2008). *Banking System Outlook Spain*, April.
- Núñez, S. y Jiménez, M. (2007). “Target 2-Securities”, en CNMV, *Boletín trimestral*, trimestre IV.

Paddoa, T. (2002). “Statement on EU Structures for Financial Regulation, Supervision and Stability”, Public Hearing on *After Enron: Financial Supervision in Europe*, Parlamento europeo.

Parlamento británico, House of Commons (2008). *The run on the Rock. Fifth report of session 2007-2008*.

Reich, J. M. (2007). “Remarks to the British Bankers' Association”, London, 3 October.

Restoy, F. (2008). “Lecciones para la regulación y supervisión financiera”, en *La crisis financiera: su impacto y la respuesta de las autoridades*, jornada de la Escuela de Finanzas Aplicadas (AFI), 12 de mayo.

——— (2008). *The subprime crisis: some lessons for financial supervisors*. Madrid, CNMV, julio.

Río, P. del (2008). “Comparación histórica de episodios de turbulencias financieras globales”, en Banco de España, *Estabilidad financiera*, nº 14, mayo.

Rojo, L.A. (2005). “El largo camino de la política monetaria española hacia el euro”, en Información Comercial Española (ICE), *Revista de economía*, nº 826.

Roldán, J.M. (2008). “Global implementation of Basel II and the recent market turmoil”, presentation to the China Banking Regulatory Commission, London, 30 April.

——— (2008). “Cyclicality or excess procyclicality”, en *The Banker*, junio.

Roubini, N. (2008). “Ten fundamental issues in reforming financial regulation and supervision in a world of financial innovation and globalization”, en *RGE monitor*, 31 March.

Sánchez, F. y Yanes, J.A. (2008). “De los modelos de la banca y gestión de riesgo”, en Banco de España, *Estabilidad financiera*, nº 14, mayo.

Segura, J. (2008). *Presentación del Informe Anual correspondiente al ejercicio de 2007*. CNMV, mayo.

The Giovannini Group (2001). *Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union*. Commission of the European Communities.

——— (2003). *Second report on the EU clearing and settlement arrangements*. Commission of the European Communities.

Ubide, A. (2008). “Anatomy of modern credit crisis”, en Banco de España, *Estabilidad financiera*, nº 14, mayo.

Vegara, D. (2006). “Funciones y objetivos del Comité de *Estabilidad Financiera* (CES-FI)”, en Banco de España, *Estabilidad financiera*, nº 11, noviembre.

Viñals, J. (2008). “Improving fair value *accounting*”, en Banque de France, *Financial Stability Review*, no. 12, October.

Welling, N. (2007). “Risk Management and Financial Stability. Basel II and Beyond”, remarks at the Global Association of Risk Management 8<sup>th</sup> Annual Risk Management Convention and Exhibition, New York, 27 February.



## VI Addenda

El trabajo anterior se cerró el 2 de septiembre y por ello todos los importantes acontecimientos posteriores a esa fecha no pudieron ser recogidos. Ya con la preparación para su publicación muy avanzada, los editores me ofrecieron la oportunidad de completar su contenido con las últimas evoluciones.

### A Desarrollo

La crisis, cuyas primeras manifestaciones externas tuvieron lugar hace ahora algo más de un año, surgió inicialmente, y de ahí su nombre, de los problemas derivados de las hipotecas *subprime* y de la caída del mercado inmobiliario en Estados Unidos. El fenómeno de creación de burbujas no es nada nuevo, está muy estudiado y generalmente se explica muy bien a posteriori. Se trata de un fenómeno recurrente cuya detección es difícil aun en el caso de que los supervisores y reguladores y las entidades financieras desarrollen sus capacidades y obligaciones de manera solvente, cosa que no siempre ocurre (como ha sido el caso ahora en varias jurisdicciones).

En el caso que nos ocupa, los fuertes descensos de los tipos de interés a lo largo de los primeros años del siglo (2000-2005), negativos en términos reales en buena parte del periodo, impulsaron una elevada liquidez, un exceso de capacidad en las entidades financieras y el desarrollo por parte de algunos bancos de un modelo de funcionamiento (originar/distribuir) que permitía un fuerte ahorro de capital al titular y sacar fuera de balance todas las operaciones, despreocupándose los gestores automáticamente de los riesgos implícitos en las mismas. Dicho modelo, que también ha producido efectos positivos y ha facilitado desarrollos importantes en el pasado, es susceptible de una utilización peligrosa, como así ha sucedido.

Este fenómeno originó un elevado apalancamiento y un progreso incontrolado y opaco, con un intenso desarrollo de la mal llamada “innovación financiera”<sup>87</sup>. La interrelación de entidades y mercados financieros lo transformó en un fenómeno sin fronteras y estos hechos fueron el germen que impulsó los procesos que nos han llevado a la situación actual.

Otro elemento fundamental que ha hecho posible, en términos muy generales, el desarrollo de esta crisis han sido los fallos, en algunos casos, de los mecanismos de regulación y supervisión, que han permitido que los procesos de mercado señalados se desarrollasen sin normativas claras, o ajenos a las mismas en caso de que existieran.

---

87. Desde el punto de vista de las entidades financieras que participaron activamente en el desarrollo de la situación y se pusieron, a sí mismas y al sistema, en una situación de excesiva exposición, tiene interés el análisis de un participante directo. Ver “A personal view of the crisis: confessions of a risk manager”, *The Economist*, 7 de agosto de 2008.

Ha transcurrido algo más de un año de crisis, si el cómputo se empieza en agosto de 2007, hasta el momento actual<sup>88</sup>, con dos etapas muy diferenciadas en cuanto al análisis de la situación y la adopción de medidas. En la primera de ellas la mayor preocupación, y los problemas, estaban centrados sobre todo en Estados Unidos y en menor medida en Reino Unido, mientras los países miembros de la UE pensaban que básicamente era un problema americano. Durante este primer periodo, al margen de las actuaciones de la Reserva Federal (Fed), el Banco de Inglaterra (BoE) y el Banco Central Europeo (BCE), que articularon la primera respuesta a los problemas de liquidez que se estaban planteando, pocas iniciativas adicionales pudieron verse y desde luego, las que hubo se desarrollaron sin ningún tipo de coordinación. Nada de lo que ocurrió después había sido previsto, sobre todo la aceleración producida en la última etapa.

Es destacable que durante esta primera parte se produjo una multiplicación de los análisis sobre el proceso, sus causas y sus posibles remedios, en la que participaron tanto organismos públicos como privados; hecho que contrasta fuertemente con la escasez de medidas prácticas y con que, cuando las hubo, fueron siempre individuales.

La segunda parte del periodo se caracteriza por una fuerte aceleración de todos los procesos, cuyos efectos se extienden a zonas cada vez más amplias de los sistemas financieros de todos los países. La aceleración se produce no sólo en Estados Unidos, sino que también se traslada a Europa, aunque inicialmente sus autoridades mantuvieron una posición más distanciada, lo que impidió que durante las primeras fases estas reaccionaran con agilidad (y, desde luego, cuando lo hicieron fue sin ningún tipo de coordinación). La actuación coordinada de los bancos centrales en el movimiento de bajada de los tipos de interés fue la primera de este tipo; después vendrían las otras.

Mientras tanto, en un par de semanas el panorama del sistema financiero norteamericano cambió radicalmente<sup>89</sup>. Las autoridades políticas y financieras probaron todo tipo de estrategias para detener el proceso de deterioro: rescates, ayudas, fusiones, absorciones, quiebras, etc., hasta que finalmente (dejando a un lado los principios

---

88. Al menos desde abril de 2007 empiezan a detectarse problemas que, aisladamente al principio, se van acumulando como una clara señal de que algo no estaba funcionando. Ya a comienzos de abril quiebra la New Century Financial Corporation, segundo prestamista de hipotecas *subprime* en EEUU. Poco después la UBS anuncia el cierre de su *hedge fund* Dillon Read por pérdidas en *subprime*. A partir de este momento se desarrolla una cadena de acontecimientos negativos relacionados de una u otra manera con las hipotecas *subprime*. El papel de las agencias de *rating* fue decisivo, cientos de rebajas de calificaciones de ABS y otro tipo de bonos fueron realizadas por Moody's, Standard and Poor's y Fitch. Simultáneamente, cierran *hedge funds* de otras entidades (Bearn, BNP, etc.). El acontecimiento más importante de este periodo quizás fue el de los problemas de Northern Rock, que tuvo que solicitar liquidez de emergencia y que acabó pasando al sector público mediante una forma de nacionalización sin ese nombre, que ha quedado muy empuñada por lo que después, en la segunda etapa mencionada, ha ocurrido. Otros bancos (HSBC, West LB, HS Nordbank y City) se ven obligados a financiar sus vehículos fuera de balance o a integrarlos en el mismo. Mientras City, UBS y otros bancos obtienen fondos de Sovereign, flujo que ha durado poco tiempo.

89. En un par de semanas se nacionalizan Fannie Mae y Freddie Mac; cae Lehman; *Bearn Stern* y Merrill Lynch son comprados por bancos comerciales; Morgan y Goldman se convierten en bancos ordinarios —lo que supone la desaparición de los bancos de inversión en EEUU, existentes desde 1934—; la aseguradora AIG, la mayor del mundo, tiene que ser rescatada; el Shadow Banking System, que representa la parte más desregulada del sistema —fondos de mercado monetario, *securities dealers*, *hedge funds*, etc.— cambia su operativa rápidamente.

de riesgo moral, *too big to fail*, etc.), conscientes de que nada de esto funcionaba, optaron por un enfoque global, el Plan Paulson, que no sin problemas en el Congreso fue finalmente aprobado el 8 de octubre con 700.000 millones de dólares para rescatar activos tóxicos del mercado (y simultáneamente se aprobó la ampliación de cobertura del FGD).

Finalmente, esta etapa culmina con el convencimiento, a uno y a otro lado del Atlántico, de que la crisis no puede abordarse si no es de una manera coordinada, ya que este es el único modo de actuar dadas las características del sistema financiero internacional, cuyo grado de interrelación es muy intenso<sup>90</sup>. Junto a ello, como se verá más adelante, se llega a la conclusión de que la única forma de redirigir el proceso e intentar una reducción de los riesgos que ya se estaban manifestando es la ayuda de los poderes públicos.

## B El problema

En el largo periodo de gestación de la crisis las decisiones adoptadas por el Eurogrupo, en el segundo fin de semana del mes de octubre, marcaron las líneas generales de un plan en cuyo marco los gobiernos nacionales deberían actuar. Este plan, junto con el adoptado por las autoridades británicas, dio lugar a que todos los países coordinadamente emprendiesen las actuaciones más convenientes en función de sus respectivas situaciones.

Todas las actuaciones propuestas tienen una finalidad inmediata que, simplificando un poco, puede decirse que se orienta a hacer factible que el proceso de desapalancamiento pueda realizarse lo más pronto posible para evitar que la crisis financiera haga más difícil y dilate la solución de la crisis económica.

La tarea de deshacer el proceso de apalancamiento de los mercados financieros ha venido desarrollándose en los últimos meses —en base a la iniciativa privada únicamente—, pero de una manera desordenada que añade dificultad a una tarea ya de por sí confusa y difícil. El proceso es complicado porque de lo que se trata es de poner en marcha un conjunto de estrategias que deberían actuar simultáneamente y que resultan muy difíciles de aplicar por las propias entidades en la presente situación de los mercados financieros.

Como señala el último *Global Financial Stability Report* (GFSR)<sup>91</sup> del FMI, el desapalancamiento requiere una serie de actuaciones que afectan a todo el balance de las entidades. Así, por el lado del pasivo, estas estrategias implican la obtención de capital nuevo y asegurar fuentes de financiación diversificadas, duraderas y a plazos largos. Por el lado de los activos, la estrategia consiste en evitar la concentración de exposiciones de activos ilíquidos o arriesgados y adoptar estrategias de cobertura adecuadas que se ajusten con precisión a las exposiciones asumidas.

En base a dicho documento merece la pena dedicar algunos comentarios a este problema, que es el núcleo de la situación.

---

90. Como muy bien dice el reciente premio Nobel: "El acuerdo posible debe ser en sus aspectos clave internacional, porque el sistema financiero es así: una crisis que empieza con una burbuja en los chalets de Florida y las mansiones de California ha creado una catástrofe en Islandia" (P. Krugman, *El País*, 12 de octubre).

91. Ver: "Financial Stress and Deleveraging. Macrofinancial Implications and Policy". *Global Financial Stability Report* (octubre de 2008).

El primer problema es el de la captación de capital. Durante los primeros momentos de la crisis las entidades fueron, en general, capaces de captar capital nuevo acuciadas por el elevado apalancamiento con el que estaban trabajando. Las estimaciones del FMI señalan que desde la segunda mitad del 2007 hasta septiembre de este año los bancos globales han podido captar una cifra de capital en torno a 400 billones de dólares)<sup>92</sup>. Pero las circunstancias se endurecieron muy rápidamente a medida que la crisis se desarrollaba.

En efecto, a medida que el proceso avanzaba, la situación macroeconómica general, y no sólo la hipotecaria, seguía deteriorándose. Las pérdidas registradas por los tenedores de acciones, las de los Sovereign Funds que entraron al principio aportando capital y que también han registrado pérdidas, la escasa aceptación de emisiones nuevas en los mercados etc., hacen que la captación de capital sea una tarea imposible.

Si se cumplieran las estimaciones del World Economic Outlook (WEO) para la economía internacional —un lento inicio de recuperación muy a finales del 2009 y una ralentización de la caída de precios del mercado inmobiliario— las perspectivas de ganancias podrían mejorar y con ello la posibilidad de recapitalización de las entidades. Si esto ocurriera, continúa la estimación, los bancos globales podrían captar alrededor de 675 billones en los próximos años, a partir de 2010.

El segundo problema está en el lado de los activos, ya que la venta de los mismos resulta complicada y además generan pérdidas que agravan el problema del capital. Además, en esta situación los mercados ejercen una fuerte discriminación que se añade a la escasez de recursos y dificulta los procesos de financiación. En este contexto las entidades con un modelo de negocio excesivamente concentrado son discriminadas en relación con aquellas que tienen modelos y estrategias más diversificadas: la desaparición de los bancos de negocios, un modelo de banca existente desde 1934, es un buen ejemplo.

Esto no quiere decir en absoluto que los bancos comerciales tengan una situación más relajada; no es así y la discriminación en base a su implicación en el mercado hipotecario y a la naturaleza de sus fuentes de financiación también está jugando un papel importante a la hora de captar fondos. La utilización del indicador precio de mercado/valor en libros (P/B) es una excelente medida de esta situación<sup>93</sup>.

En Estados Unidos, antes de la crisis, la media del P/B para los bancos estaba por encima del 2 y ahora ha pasado a estar por debajo de 1. En Europa, los bancos más expuestos al mercado hipotecario (Gran Bretaña, Irlanda, Dinamarca) han visto cómo se reducía su valoración rápidamente. En este grupo estaría España, aunque en mejor situación que otros europeos, ya que como el informe señala existe otro conjunto de factores que también “califican” y permiten una valoración de los bancos más completa. Utiliza así el caso español para completar su argumentación: “España, pese a tener una exposición muy importante en el inmobiliario, está por encima de otros europeos ya que ha mantenido un ratio P/B de 1,6, por encima de aquellos. Esto puede ser el reflejo de bajos niveles de apalancamiento en comparación con

---

92. Junto a esa cifra, para el mismo conjunto los fallidos alcanzan una cifra algo superior a los 500 billones de dólares con una fuerte concentración —los tres mayores perdedores acapararían el 30% del total y el conjunto de los 20 mayores el 75%—. El 90% de las bajas estarían entre Europa y Estados Unidos.

93. Un P/B menor que 1 implicaría una falta de confianza de los mercados sobre la habilidad de los bancos, en sus respectivos países, para lidiar con las pérdidas potenciales.

otros países europeos, la mayor confianza en la financiación vía depósitos estables y un mejor entorno regulatorio”.

Por otro lado, posibles fuentes alternativas de financiación tampoco están muy boyantes. La titulización ha dejado de ser en Europa un instrumento de mercado (sigue siéndolo para obtención de financiación en el BCE) y las colocaciones privadas o la financiación transfronteriza no ofrecen mucho alivio en estas circunstancias.

En resumen, este proceso de desapalancamiento es complicado y su efecto es reducir la disponibilidad de crédito, elevar el coste del mismo y en todo caso acentuar la recesión de la economía. En cualquier caso hasta ahora ha sido imposible resolverlo, pero hay que tener presente que sin él no hay salida posible y la tardanza en lograrlo ya está teniendo efectos visibles en Estados Unidos y Europa, con pronósticos de un 2009 bastante duro, a la luz de los informes internacionales.

La salida de esta situación requiere una serie de cambios y actuaciones difíciles de instrumentar por las entidades y mercados financieros aisladamente y esto ha conducido al convencimiento de que se necesitará el apoyo efectivo de las autoridades políticas, financieras y monetarias para que el efecto sobre la situación económica sea lo más atenuado posible.

El informe utilizado anteriormente plantea la cuestión con mucha claridad: “En un proceso de desapalancamiento desordenado, donde el sector privado no puede inyectar capital nuevo en los bancos, o retirar activos dañados, la evolución del crédito se hará rápidamente negativa, ejerciendo un impacto igualmente negativo sobre la economía real. La intervención del Gobierno inyectando capital y retirando activos con problemas es necesaria para evitar tal desarrollo”<sup>94</sup>.

## C Las soluciones

Las complejas características del proceso que se ha dejado en manos del sector financiero privado durante bastantes meses han conducido al convencimiento de que sólo con la participación de los poderes públicos sería posible atenuar, que no eliminar totalmente, los efectos negativos sobre la situación macroeconómica.

Así, durante el segundo fin de semana del mes de octubre, transcurridos catorce meses de lo que se considera el inicio de la crisis, se ha llegado a un acuerdo en el Eurogrupo que establece un marco de actuación para los países miembros (el plan

94. El FMI ha realizado un ejercicio de estimación de sensibilidades que contempla tres escenarios en el caso de que las ayudas se hubieran, o no, producido.

No existe aportación/recapitalización del sector público y la privada no funciona.

EEUU	R. Unido	UE (sin RU)
-7,3%	-6,3%	-4,5%

Con recapitalización del sector privado. Nada público.

EEUU	R. Unido	EU (sin RU)
-2,7%	-2,2%	-1,3%

Con capitalización del sector público (2 trillones de \$)

EEUU	R. Unido	EU (sin RU)
-0,1%	-0,1%	-0,2%

de Paulson y el de Brown fueron anteriores, del 2 y el 8 de octubre, y este último ha marcado la línea a seguir). Las características del plan son su carácter global y sistémico y la coordinación de las soluciones. La experiencia norteamericana en sus primeros intentos de rescate “caso a caso” había mostrado su ineficacia y su tendencia a agravar los procesos y esto se tuvo en cuenta. Por otro lado, el carácter global es perfectamente compatible con que cada país dentro de las líneas del plan ponga más énfasis en unos aspectos que en otros, o deje de aplicar algunas de las propuestas. Claro que tal como está la situación sólo cabe esperar que todos los países tiendan a igualarse en los máximos, siguiendo la conocida tendencia que, en buena parte, nos ha llevado hasta aquí.

Así, todos los planes aprobados en el curso de la semana siguiente al acuerdo tratan de combatir lo que *The Economist* llama “el monstruo de tres cabezas”. Es decir, tratan de resolver, o paliar sería más exacto, los problemas claves de la crisis: solvencia, financiación y liquidez.

Todos los planes tienen un contenido parecido en términos generales:

- Aseguramiento de la liquidez a corto, básicamente mediante actuaciones de los bancos centrales.
- Recapitalización de los bancos, mediante la compra de acciones preferentes u otros instrumentos con la misma finalidad.
- Garantías de Estado a las emisiones necesarias para la refinanciación. Este es el núcleo, luego también existen otras acciones posibles: compra de activos sanos, compra de activos tóxicos, financiación directa a empresas (papel comercial), ampliación de los fondos de garantías, etc.

## **D El plan español**

Partiendo pues del acuerdo del Eurogrupo, todos los países han estado formulando propuestas en base a las líneas probadas, aunque su contenido exacto es todavía cambiante y su concreción en medidas prácticas varía de unos países a otros. Una estimación de la cuantía comprometida por el momento en los planes, en su situación actual, arroja la cifra de en torno a los 2,5 billones de euros en Europa (en torno al 20% del PIB europeo). La cifra del plan de Estados Unidos es de 700.000 millones de dólares.

Los elementos que incluye el plan español, dentro de las líneas del acuerdo del Eurogrupo son los siguientes:

- a) Un fondo para la adquisición de activos financieros con las siguientes características:
  - Su finalidad es comprar activos financieros emitidos por entidades de crédito y fondos de titulización, respaldados por créditos a particulares, empresas y entidades no financieras, que serán, en todo caso, activos de calidad.
  - El importe destinado será de 30.000 millones de euros ampliable a 50.000.
  - Se financiará con cargo al presupuesto.

- El fondo estará adscrito al Ministerio de Economía y tratará de que la financiación llegue a empresas y particulares.
- Los órganos de gobierno del fondo estarán integrados por un consejo rector y una comisión ejecutiva cuyo presidente será el Secretario de Estado de Economía. Contará con la accesoria del BE y la CNMV y será controlado por el Interventor General y el Parlamento.

b) Ampliación del FGD a 100.000 euros (esta era una medida adoptada ya antes del plan).

c) Avales. Estos tienen por objeto ofrecer el aval del Estado a las operaciones de financiación nuevas, vía pagarés, bonos y obligaciones admitidos a cotización en los mercados nacionales (la garantía del Estado ayudará a su colocación). Se prevé la posibilidad de su extensión a los depósitos interbancarios (dudosa).

Las características conocidas hasta el momento son:

- El acceso a los mismos requerirá el cumplimiento de las obligaciones que fije el Ministerio de Economía y Hacienda, incluyendo las condiciones de solvencia que fije el Banco de España.
- El plazo de vencimiento de las operaciones será de 5 años.
- El plazo de otorgamiento de avales terminará el 31 de diciembre de 2009.
- En este año se podrán conceder hasta 100.000 millones de euros.

d) Recapitalización de entidades. Hasta el 31 de diciembre de 2009 se autoriza la adquisición de títulos emitidos por las entidades que necesiten reforzar sus recursos propios, incluyendo acciones preferentes y cuotas participativas. Se requerirá el previo informe del BE<sup>95</sup>.

Hasta aquí el contenido inicial del plan aprobado. El funcionamiento detallado del mismo está en estudio en el momento de escribir este trabajo.

## E Algunas incertidumbres

Los problemas que plantea el proceso analizado y las soluciones que se están buscando dejan un campo abierto a muchas incertidumbres sobre el periodo post-crisis. Merece la pena detenerse en algunas de ellas, principalmente en las relativas a la crisis y su tratamiento; en los potenciales efectos posteriores en el sistema financiero, especialmente en el ámbito de la regulación y la supervisión; y en los posibles efectos sobre las cuentas públicas.

---

95. La posición inicial es que este último recurso no es necesario, dada la situación actual de capitalización de nuestro sistema financiero. En cualquier caso, aun manteniéndose todo así, si los otros bancos del área acuden, como ya lo están haciendo, a recapitalizaciones, el terreno de juego competitivo estará claramente desequilibrado. Cabe pensar por ello que puede ser necesario utilizarlo. Por ejemplo en el Reino Unido ya han optado por la recapitalización el Royal Bank of Scotland, Lloyds y HSBO. Por su parte, Estados Unidos ya ha destinado 250.000 millones de dólares a esta finalidad, el 50% a distribuir entre Bank of America, Morgan, City, West Fargo, Goldman y Morgan Stanley, y el resto entre entidades pequeñas.

## 1 El tratamiento de la crisis

Al cabo de un año del inicio de la crisis, en septiembre de 2008, se producen una serie de acontecimientos en cadena para los que se buscaron soluciones individuales y un tratamiento caso a caso que no consiguieron resolver el problema y que llevaron al convencimiento de que las entidades por sí solas no podían superar la situación; de ahí la necesidad de intervención pública. Esta se concretó en la elaboración de un conjunto de planes de *bail out* por parte de las autoridades políticas y financieras de Estados Unidos, Reino Unido y la Unión Europea, cuyo contenido básico ya se ha mencionado. El propósito común de todos ellos es reducir todo lo posible el apalancamiento existente en el sistema, de tal manera que el crédito empiece a fluir evitando que la crisis de la economía real reciba presiones adicionales que hagan aún más difícil y larga su recuperación.

Alcanzado este punto, la prioridad máxima debería ser aclarar la “letra pequeña” que guíe la aplicación efectiva de los planes aprobados. Esta es la tarea prioritaria y la que debería concentrar todos los esfuerzos. Por ello la organización de cumbres para discutir la arquitectura del nuevo sistema financiero resulta poco práctica y puede contribuir a aumentar la confusión<sup>96</sup>. Habría que concentrarse en la aplicación efectiva de los planes, cuyo resultado en estos momentos está por ver. Muchas cosas van a cambiar, pero no se sabe cuál va a ser la situación del campo financiero después de la batalla.

Es cierto que, al nivel que se había llegado, la solución finalmente adoptada era la necesaria, pero en estos momentos lo que se percibe en los mercados es una extraordinaria confusión. Hay que tener en cuenta que, si los planes se aplican con prontitud, los efectos negativos de la crisis financiera sobre la situación de la economía real se verán atenuados. El éxito de los *bail out* será el de aliviar de manera importante algunas circunstancias, pero ello no supondrá la contención de la crisis económica que, todo apunta a ello, requerirá un periodo más largo de recuperación.

Muchos elementos del sistema financiero van a verse afectados, ya que muchos de ellos han sido puestos en cuestión a lo largo de esta crisis. En primer lugar, un elemento clave de esta crisis es la participación del sector público, que, aun siendo necesaria, como todo el mundo admite, debería ir acompañada de una clara manifestación de su carácter temporal. También es necesario replantearse el funcionamiento de las agencias de *rating*, la aplicación del valor de mercado en circunstancias difíciles o la propia situación de Bailea II: ¿dónde queda la función de los coeficientes de capital como elemento de control de riesgo y disciplina, con todas la capitalizaciones de los gobiernos?; ¿en qué medida estas capitalizaciones son realmente selectivas y no se transforman en un instrumento que desnivele el campo competitivo?

Si nos detenemos un poco en nuestro caso particular cabe plantearse si, aunque es cierto que el sistema financiero está mejor capitalizado y de momento no es necesario aplicar esa medida ya prevista, lo conveniente sería no hacer demasiado “ruido”, pues todo puede depender de cómo se hagan, o se estén haciendo (porque la información

---

96. La mayor crisis financiera desde la Gran Depresión merece una “respuesta comprensiva y mesurada y un cuidadoso diagnóstico acerca de cómo la economía global debería ser dirigida. Pero lo que el mundo va a oír es un ejercicio grandilocuente, con viejas y cansadas ideas sacadas del armario y reconvertidas en atrevidas y nuevas iniciativas” (*Financial Times*, 17 de octubre de 2008).

es bastante escasa), las recapitalizaciones en otros sistemas, y el desequilibrio que puedan producir en el campo de la competencia.

Y los fondos de garantía de depósitos, ¿cómo funcionarán si un país dice que garantiza todo, pero es una decisión política que no figura en ninguna ley? Además, al tratarse en muchos casos de fondos dotados a posteriori, ¿Qué puede pasar cuando un banco "agobiado" pero en funcionamiento tenga que aportar recursos para otro ya hundido?

## 2 La supervisión y regulación

Aunque es evidente que durante el periodo de incubación de la crisis ha habido decisiones macroeconómicas, monetarias y financieras que han abonado el terreno, lo cierto es que hay una serie de factores, sobre todo en este caso, responsables del desarrollo de la misma. Así, en la situación actual es evidente que ha habido importantes fallos regulatorios y de supervisión en algunos sistemas financieros que han tenido un papel crucial en todo lo que ha ocurrido.

El riesgo más importante de estas situaciones es que automáticamente el pensamiento deriva aceleradamente hacia un fuerte incremento de la regulación, y este es un territorio que requiere el ejercicio de un cuidadoso equilibrio. Es evidente que se trata de un asunto difícil de tratar, sobre todo teniendo en cuenta que los fallos han sido muy importantes y han acabado afectando a todos. Es cierto que esto debe ser corregido, pero una regulación muy intensa no protege de las crisis y, lo que es peor, acaba impidiendo el funcionamiento del sistema financiero y paralizando todo el desarrollo económico.

Es útil recordar lo que recientemente ha señalado M.S. Sholes: “durante el periodo fuertemente regulado que se produjo después de la depresión de los años treinta, las economías occidentales no fueron capaces de generar valor hasta bien avanzada la década de los setenta”<sup>97</sup>. No puede olvidarse tampoco que durante muchos años una disminución controlada de la regulación ha estado produciendo importantes beneficios no sólo a las entidades financieras, sino a las economías de muchos países que han podido así asentar su desarrollo<sup>98</sup>.

Por otro lado no es sólo un problema de regulación o ausencia de la misma, ya que la actuación de los supervisores ha dejado mucho que desear en algunos sistemas que han sido decisivos en la precipitación de todo lo que ha ocurrido.

El problema que se plantea en este terreno una vez superada la crisis no es, o no es sólo, el de la ausencia de una regulación concreta y minuciosa cuyo cumplimiento

---

97. Formulada en un debate organizado por *The Economist* en octubre de 2008. Por otro lado, también nuestra experiencia podría respaldar esa opinión. Todos los economistas de mi generación y de las siguientes iniciamos nuestra vida profesional en un sistema financiero fuertemente regulado y también recordamos cómo acabó aquello.

98. “La actual crisis financiera frecuentemente se utiliza como razón para ‘tocar a retirada’ —volver en la negociación financiera a los métodos mas simples de ayer—. Esto sería un error. Por el contrario, la situación actual es realmente una oportunidad para redoblar nuestros esfuerzos, para repensar y mejorar nuestros sistemas de control de riesgos y la estructura que sostiene nuestro crecientemente sofisticado sector financiero. A pesar de la presente crisis, las finanzas modernas han producido históricos logros en décadas recientes y son un poderoso motor de crecimiento económico, desde el impulso a los negocios en el sector privado hasta el respaldo a la vital investigación en las universidades y la construcción de escuelas y hospitales, en el sector público” en Robert J. Shiller, “*The Subprime Solution*” (2008).

deba revisar el regulador y sancionar en caso necesario. Y no lo es porque este enfoque minimiza la función supervisora y la coloca en una situación de esterilidad, ya que su tarea, en estos tiempos, es mucho más compleja en correspondencia con la evolución, interrelación y complejidad de los mercados.

Evidentemente la regulación es necesaria, y también la vigilancia de su cumplimiento, pero acumular regulación sobre regulación y limitarse a su vigilancia probablemente no cubriría aspectos fundamentales. Tampoco la supervisión en base a principios, que había suscitado esperanzas y que era la bandera de la regulación en el Reino Unido, ha sido muy brillante, posiblemente porque su aplicación ha sido más rápida de lo deseable y de lo que podían absorber las entidades e instituciones supervisoras.

Es necesario un reforzamiento de la supervisión orientada al riesgo, con normas que deben respetarse y vigilarse pero, al mismo tiempo, con mayor intensidad de implicación de los supervisores en el conocimiento de los negocios, del entorno en que se realiza la actividad de una entidad concreta y de todo el conjunto del sistema y un enfoque más macro que permita detectar tendencias. En fin, un problema difícil de resolver en la práctica, pero que la simple acumulación de normas no soluciona, o si lo hace es con unos costes difícilmente asumibles.

### 3 Las cuentas públicas

A pesar de considerar el *bail out* público como algo inevitable dadas las circunstancias, hay que tener en cuenta que esta decisión tendrá inevitablemente una repercusión, difícil de precisar en estos momentos, sobre la evolución de las cuentas públicas presupuestarias y el nivel de endeudamiento de los gobiernos. Es evidente que, aunque difíciles de cuantificar<sup>99</sup>, se producirán incrementos del déficit y del volumen de emisión de deuda pública. Con los planes aprobados en estos momentos en Estados Unidos la deuda se incrementará en 10 puntos, lo que la llevará a representar un 70% del PIB; en el Reino Unido la deuda pasará del 44 al 50% del PIB y en España del 37 al 42%.

¿Producirá esto alguna alteración en los mercados? ¿Qué pasará con los planes de estabilidad y crecimiento y/o con los acuerdos sobre déficit excesivos establecidos en la UE?

Como de hecho las intervenciones se traducen, al menos inicialmente, en una transferencia de recursos de los accionistas de las instituciones financieras, es inevitable que los accionistas sufran la dilución correspondiente.

Por otro lado, un punto importante y cuyas repercusiones son difíciles de anticipar es el de la participación de los poderes públicos en los bancos privados, una

---

99. En Estados Unidos el déficit público en el periodo 2004 -2007 pasó de 413 billones de dólares a 162 billones, en buena medida como efecto de los elevados importes de la recaudación impositiva, producida no sólo por el incremento de la recaudación, derivada del incremento de las rentas durante el *boom* de esos años, sino también por la redistribución de las mismas. Frente a dichas cifras, el déficit fiscal para 2008 que termina en septiembre fue de 455 billones, muy por encima de lo proyectado en julio de dicho año. Para 2009 el director de la oficina presupuestaria estimaba en octubre que el déficit podría elevarse a 750 billones, como consecuencia del impacto añadido de los gastos de seguro de desempleo y los costes asociados a los *bail out* de los gobiernos. La estimación es que el déficit podría ser del 5% del PIB (*The Economist*, 25 de octubre de 2008).

nacionalización parcial de hecho. Por muy necesaria que haya sido y aunque en el momento de escribir todavía no se vea clara su extensión, la forma de llevarla a cabo y su influencia, dicha decisión plantea un horizonte bastante incierto en cuanto a la situación futura. Claro que igual de negativa ha sido la actuación de algunos gestores y el ejercicio de la regulación y supervisión, que han dado lugar a la aparición de esta fuerza de rescate que representan los gobiernos. Y aunque en esta ocasión el rescate no es ideológico sino pragmático y basado en el hecho cierto de que la no intervención hubiera sido infinitamente más costosa, lo necesario es que la operación se realice minimizando los costes para los contribuyentes y que los accionistas vean una clara dilución de su capital.

Tomada la decisión, lo importante en estos momentos es que funcione lo más rápidamente posible, de manera que la intervención pueda retirarse y no dé lugar con su permanencia a la generación de mayor riesgo moral y a la politización de los préstamos o del negocio bancario en general. Y este propósito debería quedar claramente formulado para evitar daños adicionales<sup>100</sup>.

---

100. "Los asiáticos señalan que el Occidente parece estar moviéndose hacia un modelo más 'dirigista': 'los maestros tienen algunos problemas', decía un líder chino". Artículo sobre la intervención y el capitalismo desde un punto de vista general, "Capitalism at bay" (*The Economist*, 16 de octubre de 2008).



### 3 Los mercados de valores: perspectiva global



### 3.1 Jane Diplock

Presidenta de la New Zealand Securities Commission

Presidenta del Comité Ejecutivo de IOSCO

#### Introducción

Mi artículo versará sobre el futuro de la regulación global de valores. Para aquellos que teman que esto pueda ser como mirar la bola de cristal o adivinar el futuro, señalo una reciente reflexión del profesor Alan Kay: “La mejor manera de predecir el futuro es inventarlo”.

Yo creo que tenemos la capacidad de inventar el futuro de la regulación de los mercados de valores y que estamos ya muy encaminados.

Los mercados de capitales españoles son ahora actores importantes en el ámbito global. El grupo Bolsas y Mercados Españoles —o BME— fue el año pasado el cuarto más grande en términos de capitalización de mercado en Europa, detrás de las bolsas de Euronext, Londres y las alemanas, y ocupa el décimo lugar en el mundo. Está en el segundo puesto en cuanto al número de empresas cotizadas registradas en todo el mundo, y obtuvo el cuarto valor de contratación de Europa y el séptimo del mundo el año pasado. España ha abrazado claramente los mercados globales del siglo XXI, y continúa mostrando crecimiento y liderazgo en este campo.

#### Los retos de los mercados de capitales globales

Pero pasemos a los retos que tienen planteados las finanzas de hoy. El año pasado fue traumático para los mercados de capitales del mundo. Las secuelas de la crisis del mercado de *subprimes* en EEUU continúan resonando en todos los mercados financieros globales, y varias economías del mundo están afectadas o en recesión. Desde luego, los mercados financieros mundiales se enfrentan a las turbulencias más graves de los últimos años. Y de lo que no hay duda ahora es de que los mercados de capitales son verdaderamente globales. La globalización abarca los extraordinarios índices de crecimiento de los flujos de capitales e inversiones transfronterizas, y la creciente interdependencia de los mercados en las distintas jurisdicciones nacionales. La forma misma de los mercados está cambiando. Hoy en día los operadores de mercados tienen la capacidad, gracias a la tecnología y a los incentivos financieros para la desmutualización de las estructuras de propiedad del mercado, de ampliar su alcance global. Las bolsas (y otras plataformas de contratación) están ahora motivadas para maximizar los beneficios de los accionistas, y así competir para captar la más amplia base de clientes posible a través de diversos tipos de alianzas estratégicas, relaciones, franquicias y directamente, fusiones. Están motivadas para responder a la demanda de mecanismos de contratación cada vez más efectivos en términos de coste.

El dinamismo internacional de los mercados de capital de hoy en día, unido al trauma de las actuales turbulencias financieras, ha aumentado la intensidad de un debate muy importante que lleva desafiando a los reguladores y a la comunidad financiera

desde hace al menos una década. Dicho debate gira en torno a la futura arquitectura financiera global. Desde una perspectiva regulatoria, ¿cómo podemos gestionar la tensión que surge ante unos mercados globales en rápido crecimiento y un comercio transfronterizo pujante, mientras nuestras infraestructuras regulatorias siguen siendo nacionales?

Las jurisdicciones de todo el mundo tienen sus propios problemas de soberanía y sus prioridades nacionales, así como sus propias historias y antecedentes jurídicos, culturales y políticos, con distintas normas y tradiciones comerciales y con una gran diversidad de sistemas de mercado. Esto es así tanto en los mercados desarrollados como en los emergentes.

El desarrollo de la arquitectura regulatoria global más efectiva y apropiada para abordar la creciente globalización ha sido un desafío desde hace ya más de una década. Se ha debatido sobre el “santo grial” de la regulación financiera, la propuesta de que hace falta un “superregulador” de los mercados de capital globales. Se han barajado diversas opciones pero, en mi opinión, todas ellas son inviables. Exigen que los reguladores nacionales cedan parte de su jurisdicción al “superregulador”, en un momento en el que la regulación nacional en muchas jurisdicciones está experimentando cambios significativos para adaptarse a los cambios de sus mercados y la competencia por el capital para desarrollar aún más los mercados y las economías es muy fuerte. Todas las soluciones planteadas han sido estructurales.

Los volúmenes de ahorro e inversión nacional también convierten este asunto en una cuestión política, y las recientes turbulencias han demostrado el poder de los mercados para impulsar la actividad económica.

Recuerdo que en una conferencia hace unos cinco años me hicieron esta misma pregunta desde el público. Me preguntaron si creía que se establecería un único regulador global para ordenar los mercados financieros de todo el mundo. He de decir que mi respuesta en aquel momento, y la opinión compartida por mis colegas en IOSCO, fue:

— Probablemente yo no llegaré a verlo.

En aquella época todos pensábamos en una estructura o entidad concreta, en un organismo o institución.

Hoy, si me hicieran la misma pregunta, no estaría tan segura.

Haré una audaz (algunos dirían imprudente) predicción sobre cómo podría ser el futuro de la arquitectura financiera global. Mi opinión es que necesitamos buscar soluciones conceptuales (o virtuales) del siglo XXI para obtener los resultados regulatorios adecuados para los mercados de capitales de este siglo, verdaderamente globales.

Al contrario de lo que respondí hace cinco años, hoy sí creo que es posible que estemos viendo el principio de lo que se podría considerar como una superregulación virtual. Pero a diferencia de lo que se sugería hace unos cinco años, esta podría adoptar una forma mucho más acorde con el siglo XXI. Yo sugiero que este concepto de superregulación virtual, que está en sus comienzos, podría surgir de una red de acuerdos de reconocimiento que se están discutiendo por todo el mundo. Dichos acuerdos reconocerían y garantizarían las diferencias necesarias entre los enfoques

regulatorios nacionales. En vez de exigir que se copien los enfoques regulatorios, dependerían de la equivalencia regulatoria.

Por tanto, la emocionante perspectiva de una superregulación virtual es, de hecho, la suma de los acuerdos de mutuo reconocimiento firmados por los principales mercados de capitales del mundo. Los principios de IOSCO y los memorandos multilaterales de entendimiento serán el núcleo de estos acuerdos, aunque las cuestiones nacionales podrán dar lugar a otros añadidos según los casos. Volveré a hablar sobre IOSCO y este tema dentro de poco.

### **Mutuo reconocimiento**

Pero ahora permítanme que les explique un poco más la situación actual del mutuo reconocimiento. Se trata de un sistema que está adquiriendo cada vez más aceptación y reconocimiento internacional. Existe una fe internacional cada vez mayor en el mutuo reconocimiento como solución para la regulación efectiva en el mundo del comercio transfronterizo.

Para explicar el mutuo reconocimiento: en vez de imaginar marcos modelo estandarizados en todas las jurisdicciones, el mutuo reconocimiento permite que las legislaciones y regulaciones nacionales reflejen los imperativos internos, a la vez que da cabida a la cooperación y el cumplimiento de los reglamentos transfronterizos.

Para ser efectivo, el mutuo reconocimiento requiere una respuesta coordinada y un enfoque coherente de la regulación de las transacciones transfronterizas. Como primer paso para lograr el mutuo reconocimiento, hay que estar de acuerdo en una base común de principios sobre los que evaluar la efectividad de las regulaciones extranjeras y el trabajo del regulador extranjero. Los principios de IOSCO que detallaré más adelante proporcionan precisamente esta base.

Todavía falta mucho para la aplicación mundial del mutuo reconocimiento. Sin embargo, recientemente se han dado una serie de pasos tanto en acuerdos bilaterales como multilaterales que se están acercando a un enfoque más amplio del mutuo reconocimiento. Uno de estos pasos ha sido el MoU de 2006 entre la Comisión de contratación de futuros sobre materias primas (CFTC) de EEUU y la Autoridad de servicios financieros (FSA) del Reino Unido sobre consulta y cooperación en relación con algunas bolsas de EEUU y Reino Unido. La Unión Europea misma es una importante forma de mutuo reconocimiento.

La Comisión de valores y bolsas de EEUU (SEC) anunció a finales de marzo una serie de acciones para avanzar en la aplicación del mutuo reconocimiento con varios países, en particular Australia, Canadá y la UE. El pasado 25 de agosto firmaron un acuerdo de mutuo reconocimiento con la Comisión de valores e inversiones australiana (ASIC) que proporciona un marco para que la SEC, el gobierno australiano y ASIC consideren exenciones regulatorias que permitan a los EEUU y a las bolsas y sociedades de valores australianos que reúnan los requisitos operar en ambas jurisdicciones, sin necesidad de que dichas entidades (en algunos aspectos) sean reguladas por separado en ambos países. También se han iniciado procesos cuyo fin es lograr sistemas de mutuo reconocimiento con Canadá y la UE.

Nueva Zelanda y Australia han introducido este año el mutuo reconocimiento de las ofertas de valores. Este régimen permite a las empresas de Nueva Zelanda recaudar capital en Australia utilizando documentos de oferta de Nueva Zelanda, y viceversa.

Los inversores también se beneficiarán de poder elegir entre un abanico mayor de oportunidades de inversión.

Sin embargo, no sólo en los mercados desarrollados estamos viendo la aplicación de esta solución de mutuo reconocimiento. Varios mercados emergentes están adoptando este enfoque. Un ejemplo es el plan de adhesión voluntaria al mutuo reconocimiento de planes de inversión colectiva no especializados ofrecidos a inversores mayoristas, desarrollado por un grupo de trabajo del Comité regional de Asia-Pacífico de IOSCO y ratificado en la reunión de dicho comité celebrada en Seúl el pasado mes de noviembre. Este acuerdo está abierto actualmente a los miembros de IOSCO de la región de Asia-Pacífico —que comprende una mayoría de economías de mercado emergentes— siempre y cuando se cumplan ciertos requisitos, como el de la implementación de los principios de IOSCO aplicables. Es un importante primer paso hacia acuerdos de reconocimiento posiblemente más amplios.

Todos estos acuerdos, y existen otros ejemplos que no he mencionado, reconocen la importancia de la regulación local aplicable a los mercados locales y crean mecanismos de consulta y cooperación entre los reguladores.

El mutuo reconocimiento no requiere la adopción de una legislación idéntica. Lo que será esencial para la efectividad de los acuerdos basados en el mutuo reconocimiento es la confianza en que los respectivos acuerdos regulatorios pretenden y son capaces de conseguir los mismos resultados regulatorios. La confianza en la capacidad y disposición de los otros reguladores hacia el cumplimiento y la cooperación será también crucial. En otras palabras, requiere un marco regulatorio comparable aunque no idéntico y unas ganas parecidas de tomar medidas. Los reguladores nacionales que reconocen las ventajas de los acuerdos de mutuo reconocimiento tendrán que analizar sus propios acuerdos regulatorios y asegurarse de que cuenten con los marcos regulatorios y las capacidades de cumplimiento necesarios que otros puedan reconocer y con los que puedan interactuar. Bajo el mutuo reconocimiento existirá una verdadera confianza en los marcos regulatorios de dos, e incluso de múltiples, jurisdicciones.

IOSCO ha entablado un diálogo con el sector en el que uno de los temas importantes es la necesidad de que los reguladores faciliten las transacciones transfronterizas y aligeren la carga de cumplimiento de las mismas. El mutuo reconocimiento lo consigue. De hecho, cito el ejemplo de la Coalición UE-EEUU (la Coalición) sobre regulación financiera, un grupo de asociaciones del sector financiero que ha destacado el mutuo reconocimiento como uno de los requisitos necesarios para formar la base de la modernización regulatoria.

Vuelvo a mi audaz idea de que podría aparecer en los próximos diez años una superregulación “virtual”, como suma de los acuerdos de reconocimiento firmados por los principales mercados de capitales del mundo. Me gustaría entrar un poco más en detalle en cómo creo yo que podría ocurrir esto.

De fundamental importancia para cualquier economía, como saben todos los ministros de economía y demás actores políticos, son los mercados fuertes con un potencial de crecimiento sostenible. Aquí es dónde los acuerdos de mutuo reconocimiento adquieren un valor especial. Lejos de meramente facilitar la actividad regulatoria, a medida que maduran estos acuerdos de mutuo reconocimiento ofrecen marcos que refuerzan de forma efectiva la liquidez y elasticidad de los mercados. En el momento en que exista un impulso suficiente en alguno de los grandes mercados de capital

del mundo que dé acceso a mercados más profundos y líquidos, es probable que los emisores, inversores y demás partícipes de mercados que carezcan de estos acuerdos presionen para que se establezcan acuerdos similares en sus propios mercados.

El mutuo reconocimiento aporta un marco para aprovechar exponencialmente la fuerza de los mercados de todo el mundo, aportando diversidad, impulsando mejores prácticas y eficiencia y abriendo multitud de oportunidades para el sector local de servicios financieros, las empresas y los consumidores.

Como resultado, es probable que la participación en el proyecto adquiera un valor de mercado. A su vez, los políticos querrán asegurarse de que los beneficios de una mayor liquidez fluyan hacia sus mercados nacionales. Será la demanda de los partícipes del mercado la que más probablemente, en mi opinión, consiga la voluntad política de las jurisdicciones para llevar a cabo este ejercicio.

Mirando, pues, más allá del horizonte, veo un mundo en el cual los principales mercados reconocen a los demás en la gama completa de sus actividades en el mercado financiero. Desde los emisores y emisiones de valores, hasta los *brokers* y demás intermediarios, las bolsas, los fondos gestionados y otras entidades, todos podrían acogerse a regímenes de reconocimiento. La regulación de entidades y transacciones transfronterizas podría quedar cubierta, lo mismo que agencias multinacionales como las de calificación de crédito. Esta red cubriría el planeta garantizando que hubiera altos niveles de exigencia, basados en los principios y el MoU de IOSCO. Es de esperar que ello llevase a un mayor rigor mundial en las exigencias, en la medida en que cada jurisdicción se esforzase por garantizar que sus estándares fueran lo suficientemente elevados para poder ser considerados equivalentes a otros a fin de lograr el mutuo reconocimiento.

Dichos acuerdos no requieren vínculos con ningún otro marco internacional. Los acuerdos de libre comercio, protocolos de inversión y demás tipos de acuerdos pueden seguir siendo independientes de los acuerdos de mutuo reconocimiento. Esto permite que cuestiones externas complejas que pueden haber obstaculizado otras negociaciones, como las fiscales o las de subvenciones, permanezcan fuera de cualquier discusión sobre el mutuo reconocimiento.

La analogía que resuena con mayor fuerza en mi mente es la del propio mecanismo que sostiene la internacionalización de los mercados financieros. Internet y los avances tecnológicos asociados a él han creado un mercado más cercano y conectado. Sus fundamentos no son los de un cerebro controlado de forma centralizada, sino una serie de sistemas interconectados, vibrantes en sus diferencias pero conectados a través de su adherencia a un conjunto de protocolos acordados que facilitan el intercambio de información. ¿Podemos nosotros, como guardianes de las leyes que impulsan los mercados financieros del mundo, aprender de este paradigma? Yo creo que sí. El concepto de fomentar y desarrollar una red interconectada de entendimientos mutuos es mucho más elegante y sostenible que la búsqueda quijotesca de un gran hermano regulatorio centralizado. Por tanto, les exhorto a reflexionar más sobre este concepto de superregulación virtual.

## IOSCO

Ya he mencionado a IOSCO varias veces en el contexto de este concepto de superregulación virtual. Esto se debe a que, como he dicho, el mutuo reconocimiento

es posible gracias a un proceso de comparación mediante el cual se reconocen la equivalencias con los marcos regulatorios de los demás. En mi opinión IOSCO, la Organización internacional de comisiones de valores, ofrece los puntos de referencia necesarios que constituirían el núcleo fundamental de los acuerdos de mutuo reconocimiento.

Muchos conocen IOSCO y su labor como entidad reconocida para establecer los estándares globales de la regulación de valores. Con sus 109 miembros reguladores, IOSCO promueve activamente sus treinta principios para la regulación de valores, de aplicación plena en el marco regulatorio de cada jurisdicción miembro. Estos principios no constituyen normas y regulaciones que de ser implantadas conseguirían la convergencia entre los reguladores. Más bien son un conjunto de estándares de referencia a partir de los cuales cualquier jurisdicción puede medir y alinear sus propias leyes de forma coherente con sus propias prioridades, tradiciones, desarrollo y condiciones de mercado y marcos jurídicos. Como tales, proporcionan los cimientos que permiten que surja el mutuo reconocimiento, o reconocimiento de equivalencia, entre las jurisdicciones.

Otro elemento importante de cualquier acuerdo de mutuo reconocimiento será, por supuesto, la capacidad de los reguladores de compartir información y cooperar para conseguir una aplicación efectiva a través de las fronteras. Con este fin, IOSCO ha desarrollado una prestación a través de su Acuerdo de entendimiento multilateral (MMoU de IOSCO), al que pueden apuntarse los miembros. Como firmantes, los reguladores de valores pueden recopilar información de sus homólogos extranjeros en casos de uso de información privilegiada u otras infracciones de la ley de valores que estén investigando. Actualmente hay unas 65 jurisdicciones en todo el mundo que, bien han firmado el MMoU de IOSCO, bien se han comprometido a realizar los cambios necesarios para hacerlo, e IOSCO ha establecido el ambicioso objetivo de que todas las jurisdicciones miembro se hayan inscrito o se hayan comprometido a hacerlo para 2010.

IOSCO es fundamental para reunir a los reguladores de valores de todo el mundo, y sus principios y MMoU son los cimientos esenciales para lograr la cooperación entre los reguladores de valores en una arquitectura financiera global. Estos aportan los cimientos para que surja el mutuo reconocimiento.

Han aparecido otros fenómenos más recientemente que están abriendo el camino para que el mutuo reconocimiento surja más fácilmente.

En particular, el trabajo que está realizando el Consejo internacional de normas contables (IASB) para lograr un conjunto verdaderamente global de normas de contabilidad de alta calidad es crucial y ha abierto un mecanismo para lograr un mayor nivel de convergencia o cooperación entre jurisdicciones distintas. El trabajo hacia el objetivo de un único conjunto de normas de contabilidad globales, conocido como el sistema de Normas internacionales de información financiera (IFRS), ha sido una labor ambiciosa y loable, que ahora ha cobrado impulso global, reconocimiento internacional y un creciente compromiso por parte de todo el mundo. La idea es que un conjunto de normas único y global permita a los inversores de todo el mundo beneficiarse de un alto nivel de comparabilidad y, consecuentemente, de un alto nivel de calidad en la información financiera.

El impacto de este trabajo se verá disminuido si empiezan a aparecer distintas interpretaciones de IFRS por todo el mundo. Es por eso que IOSCO ha declarado que

cualquier variación nacional debe comunicarse claramente. Además está desarrollando mecanismos para fomentar el intercambio de opiniones sobre este tema entre los miembros de IOSCO, por ejemplo a través de la base de datos de IFRS de IOSCO. Sin embargo, todavía queda trabajo por hacer en este sentido.

La implicación de los EEUU en este proyecto de armonización y la eliminación del requisito de conciliación del GAAP (PCGA) estadounidense ha acelerado mucho el proyecto de IFRS. Más aún, el 27 de agosto la SEC anunció que presentaría a discusión pública una propuesta de hoja de ruta que podría llevar al uso de IFRS por parte de los emisores de EEUU a partir de 2014. La SEC tomará una decisión en 2011 sobre si la adopción de IFRS es de interés público y beneficiaría a los inversores. La nota de la SEC anunciando esto indica que “la creciente integración de los mercados de capitales del mundo, que ha resultado en que dos tercios de los inversores de EEUU posean valores propiedad de empresas extranjeras que presentan su información financiera utilizando IFRS, ha hecho que el establecimiento de un único conjunto de normas de contabilidad de alta calidad sea una cuestión cada vez más importante”.

### Red virtual

La visión de una superregulación virtual que actúe como una red de acuerdos de reconocimiento que se extienda por el mercado de capitales global tendrá críticos y detractores. De hecho, he escuchado algunas opiniones bastante cínicas de compañeros reguladores intimidados por las dificultades prácticas a las que se enfrentan los acuerdos de reconocimiento. No son sencillos y pueden exigir una voluntad política importante. Esto último no debe infravalorarse, ya que deberá existir un significativo liderazgo de opinión, así como un liderazgo práctico para encarar los retos que nos esperan.

Algunos de estos retos, por ejemplo, incluyen la cuestión de los intereses nacionales legítimos, que deberá tenerse en consideración en el mundo en que vivimos. Probablemente la participación de las jurisdicciones en los acuerdos será voluntaria. Habrá que considerar modelos de cumplimiento como el modelo del regulador líder en comparación con la ruta de exención. Habrá que explorar más la cuestión de la congelación de activos. Habrá que determinar modelos de compensación y resolución de disputas, sobre todo en relación con las inversiones minoristas. Además, será responsabilidad de IOSCO asegurar que las normas se mantienen en un nivel elevado y relevante. Mediante el establecimiento de un grupo de seguimiento del MMoU hemos implantado un proceso para asegurar que las jurisdicciones se atienen a las normas con las que se comprometieron cuando firmaron el MMoU. Existe un mecanismo para tratar con las jurisdicciones que no lleguen a los niveles acordados.

En mi opinión, los retos a los que nos enfrentaremos para avanzar no serán insuperables.

Permítanme que recuerde los importantes avances que IOSCO ha conseguido ya en circunstancias que han requerido una significativa voluntad política. Si hace diez años alguien hubiera insinuado que diversas jurisdicciones famosas por su secretismo bancario iban a recortar o abolir dicho secretismo con el propósito de adoptar un MoU internacional de IOSCO, es posible que todos se hubieran reído y, sin embargo, eso es precisamente lo que se ha logrado. Se ha logrado porque la realidad es que existe un valor de mercado por ser signatario del MoU de IOSCO que los emisores,

inversores y demás partícipes del mercado exigen, y al que han respondido las fuerzas políticas.

Yo creo que se podrá liberar un conjunto similar de fuerzas a medida que los participantes de los mercados nacionales, inversores y emisores vean y exijan los mercados más líquidos que los acuerdos de reconocimiento propiciarán. Por supuesto el mutuo reconocimiento (o, de hecho, los acuerdos unilaterales) serán más fáciles y probablemente se inicien entre jurisdicciones con mentalidades similares que tengan vínculos estrechos en política exterior u otras esferas. En algunos casos es más probable que empiecen en los mercados mayoristas, a medida que las cuestiones más potencialmente espinosas (como la protección de los inversores minoristas nacionales) se vayan resolviendo. Y creo que esto probablemente no quedará aquí. La exigencia por parte de los actores del mercado de acceder a una mayor liquidez no hará más que aumentar y la demanda de acceso a otros mercados también aumentará.

Los retos de los acuerdos de reconocimiento entre jurisdicciones que no tienen vínculos estrechos en otras esferas tal vez sean difíciles, pero el éxito del MoU de IOSCO demuestra que los miembros de IOSCO pueden, y así lo hacen, trabajar juntos aunque la política exterior de los distintos gobiernos pueda diferir, y yo creo que este compromiso en el espacio regulatorio se ampliará mediante mecanismos mutuos y unilaterales. Sus impulsores serán la mayor liquidez que aporta la creciente globalización de los mercados de capitales y las ganas de participar en otros mercados, así como la necesidad de que los participantes estén debidamente regulados. Los acuerdos variarán pero se apoyarán en la adherencia a los principios de IOSCO y la firma de su MoU.

Es probable que siga existiendo la necesidad de encontrar soluciones a algunas estructuras del siglo XX para problemas específicos que surjan. Por ejemplo, sigue siendo una cuestión abierta si hace falta una estructura global de IOSCO para supervisar a las agencias de calificación de crédito o si bastará con los marcos regulatorios nacionales y el Código de conducta de IOSCO. IOSCO ha actualizado recientemente sus fundamentos para el código de conducta de las agencias de calificación de crédito.

### Comentarios finales

El actual marco internacional consensuado de la regulación de los mercados de valores, a través del trabajo de IOSCO, proporciona una base sólida para desarrollos futuros en la arquitectura financiera global. Basándose en los cimientos establecidos por esta organización, veo ahora una posible solución a los retos que han desconcertado a los actores de los mercados financieros, los gobiernos nacionales y los reguladores por igual. Una respuesta es posible, y es posible que nosotros la veamos. Si bien tal vez hayamos estado persiguiendo un sueño basado en ámbitos tradicionales, yo creo que si adoptamos un enfoque del siglo XXI podremos cumplir ese sueño. Veo que existe una verdadera probabilidad, impulsada por las fuerzas de mercado del mundo globalizado de hoy, de que lleguemos a conocer el concepto de superregulación —superregulación virtual, es decir, una red de acuerdos de reconocimiento que abarquen todo el planeta.

Qué papel desempeñará IOSCO en esos desarrollos futuros aún está por ver. Pero una cosa sí está clara: IOSCO será un participante decisivo en los emocionantes desarrollos del futuro. IOSCO sin duda estará en el centro de la invención de la regulación global de los mercados de valores.

### 3.2 Kathleen Cassey

#### Consejera Ejecutiva de la US Securities and Exchange Commission

Quisiera comenzar mi ponencia con un reconocimiento al papel que desempeñó España en el desarrollo de nuestro entendimiento moderno sobre lo que debe ser un mercado de capitales.

Una comprensión superficial de la historia de la economía reconoce al gran filósofo moral escocés Adam Smith como creador del capitalismo moderno, aunque en sus dilucidaciones al respecto jamás empleara este término.

Si bien estamos en deuda con el autor de *La riqueza de las naciones*, la verdad es que más de dos siglos antes, en la Universidad de Salamanca, académicos españoles estaban diseñando con dedicación intensa un marco cosmológico para la economía moderna.

Fueron los neotomistas, entre los que destacaban Francisco de Vitoria y Francisco Suárez, a veces llamado el padre del derecho internacional, quienes separaron audazmente los reinos civil y divino del poder. Argumentaban que los simples monarcas no tenían poder sobre las almas de las personas, quienes debían —de hecho poseían el derecho natural— deambular por el mundo temporal y participar en actos comerciales.

Vitoria, Suárez y sus estudiosos colegas meditaron largamente sobre los principios de lo que se consideraba una sociedad mercantil y la necesidad de defenderla en todo el mundo. Creían que el orden natural requería “libertad de circulación” de personas, bienes e ideas. La libertad, predecían llenos de confianza, serviría para construir una hermandad global.

La Escuela de Salamanca, como los historiadores denominan a este órgano de pensamiento del siglo XVI, desarrolló sofisticadas ideas sobre el dinero, el valor, el precio y el interés. De hecho, Joseph Schumpeter elogió a estos académicos españoles como los verdaderos fundadores de las ciencias económicas.

Nosotros somos sus herederos, puesto que trabajamos, siguiendo las palabras de los Principios Básicos de IOSCO, para proteger a los inversores, asegurarnos de que nuestros mercados sean justos, eficientes y transparentes, y reducir el riesgo inherente al sistema.

Nuestro papel debe verse como la manifestación lógica y necesaria, en nuestra época, del orden infinito de la libertad económica.

Por lo tanto, ¿cuál podemos imaginar que habrá sido el progreso de nuestra misión universal cuando hayan pasado otros veinte años?

Una cosa que creo que podemos asegurar es que los mercados globales exigirán un lenguaje global. Siempre y cuando, por supuesto, no sacrifiquemos la precisión o la

calidad a la universalidad, un lenguaje contable común para todo el mundo daría a los inversores una mayor comparabilidad y confianza en la transparencia de los informes financieros en el mundo entero. Al fin y al cabo, ¿por qué debería detenerse la comparabilidad en las mismas fronteras que el capital atraviesa con una facilidad tan asombrosa?

La creciente integración de los mercados de capitales del mundo, que ha resultado, desde nuestra perspectiva, en que dos tercios de los inversores de EEUU posean valores emitidos por empresas extranjeras que presentan sus informes financieros utilizando las NIIF (Normas Internacionales de Información Financiera), ha hecho que establecer un único conjunto de requisitos contables de alta calidad sea una cuestión cada vez más acuciante.

Como prueba de nuestro entusiasmo por este fenómeno global, desde marzo de 2007 la SEC y su personal han organizado tres mesas redondas para examinar las NIIF, incluyendo una en agosto sobre el rendimiento de las NIIF y los PCGA de EEUU durante la crisis de las *subprime*. Hace casi un año, la Comisión emitió una nota de concepto sobre el permiso a los emisores de EEUU para preparar informes financieros utilizando NIIF.

Reconociendo el valor de una *lingua franca* para la contabilidad, tan sólo el mes pasado la SEC votó a favor de publicar, para comentario público, una propuesta de Hoja de Ruta que contempla que nos unamos a varias jurisdicciones alrededor del mundo en lo que a permitir el uso de NIIF en nuestro mercado se refiere. La Comisión tomará una decisión en 2011 sobre si la adopción de las NIIF es de interés público y beneficia a los inversores. Se trata de un plan a varios años que establece diversos hitos que, de lograrse, podrían llevar al uso de NIIF por parte de todos los emisores de EEUU.

Y, por supuesto, la SEC no es la única en reconocer las ventajas potenciales que ofrecen las NIIF. Hoy en día, más de cien países en todo el mundo, incluyendo toda Europa, exigen o permiten la utilización de las NIIF en sus informes. Aproximadamente 85 de estos países exigen informes basados en las NIIF para todas las compañías nacionales que cotizan en bolsa.

Entonces, ¿qué pasará dentro de veinte años?

Yo imagino que las NIIF habrán crecido en calidad y universalidad hasta tal punto que nos preguntaremos cómo pudimos vivir sin ellas, tan instintivamente habrán aprendido emisores e inversores, por no hablar de una nueva generación de contables, a hacer circular su información vital en un lenguaje común de informes financieros.

De hecho, yo predigo que todos los países del mundo integrados en el mercado emplearán NIIF.

Pero, por supuesto, un lenguaje global para un mercado global sólo es el comienzo. Para ser útil, un lenguaje debe no sólo comprenderse, sino transmitir información. Por tanto, combinar las NIIF con nuevos datos tecnológicos interactivos será crucial para ayudar a los inversores no sólo a llegar a conclusiones, sino a realizar comparaciones de la manera que sea más valiosa para sus objetivos de inversión.

Con este fin, durante más de seis años la SEC ha investigado, realizado inversiones y promovido progresivamente la adopción de datos interactivos en sus diversas for-

mas, incluyendo como norma más importante la XBRL para el control —por parte de empresas, fondos de inversión y otros suscriptores— de sus informes financieros.

Ahora nos preparamos para considerar las normas finales que faciliten sus beneficios a los inversores, minoristas e institucionales por igual, y conviertan los datos interactivos —que tienen la ventaja de ser más rápidos, económicos y mejores— en un componente permanente de los mercados de capitales en EEUU, al igual que lo son ahora en varios otros países como Japón, Israel, China y Corea. Y muchos otros reguladores y mercados nacionales están preparándose para considerar esta tecnología, que —incluso antes de cualquier adopción potencial de NIIF— aumentará la transparencia de los mercados y los flujos de capitales globalmente.

El mes que viene organizaremos en Washington la siguiente conferencia internacional de XBRL Internacional, donde esperamos compartir y ver todavía más avances en datos interactivos, y más formas de hacer llegar dichos datos a los mercados internacionales de capitales. De hecho, uno de los beneficios colaterales es la abierta y vigorosa cooperación entre los reguladores de valores en cuanto a cómo poner la XBRL en marcha.

Los próximos años verán cómo los datos interactivos ocupan su lugar como norma global mediante la cual se presentará la información de los estados financieros, y mediante la cual dicha información será diseccionada, analizada, exprimida y utilizada por inversores, analistas y reguladores por igual.

Parte de nuestra misión es garantizar el orden de los mercados, y por tanto acogemos y aplaudimos la carrera por adoptar la información interactiva en todo el mundo. No me canso de reiterar la importancia de establecer normas universales y mejores prácticas para que la información interactiva alcance su máximo propósito y utilidad para los inversores.

Estoy por tanto encantada de ver cómo XBRL International reconoce la necesidad de una única autoridad global que controle la información interactiva —sin duda una necesidad tan crítica como el papel que ICANN y W3C desempeñan en lo que respecta a Internet—. La SEC agradece el liderazgo mostrado por XBRL International y le brinda su apoyo para alcanzar este objetivo, que sin duda será una prioridad en el orden del día de la reunión de Washington del mes que viene.

No obstante, hacer llegar a los inversores la información que necesitan en un lenguaje que puedan comprender y un formato que puedan utilizar no es suficiente para que un mercado sea verdaderamente transparente. La información que requerimos de los emisores debe ser útil y puntual. Por eso, en agosto la SEC también votó unánimemente a favor de actualizar y modernizar los requisitos de revelación de información de las empresas extranjeras con valores en los mercados de EEUU, facilitando el acceso de los inversores estadounidenses a una información financiera pertinente que les sirva para tomar decisiones de inversión mejor fundadas.

Estas enmiendas a la normativa reflejan los avances tecnológicos y otros cambios generales recientes en la formación global de capitales y los mercados que estos fomentan, llevando los requisitos de revelación de información de la SEC por parte de las empresas extranjeras al siglo XXI.

Tras un periodo de transición, las empresas extranjeras deberán también presentar sus memorias anuales a la SEC dos meses antes, haciendo que dichas presentaciones

sean más oportunas y por tanto más útiles para los inversores. Estas enmiendas refuerzan también la capacidad de los inversores estadounidenses de participar en ofertas transfronterizas y otras combinaciones de negocio.

Para ayudarnos a hacer llegar la información adecuada a los inversores cuando la necesitan, en la SEC hemos desvelado una IDEA. Nuestra IDEA son las siglas en inglés de Aplicaciones Electrónicas de Información Interactiva (*Interactive Data Electronic Applications*), y creemos que esto también apunta en la dirección correcta para hacer que las verdades microeconómicas sean razonables, inteligibles y accesibles a los inversores de todo el mundo. Este nuevo sistema otorgará a los inversores un acceso más rápido y ágil a información financiera clave sobre empresas cotizadas y fondos de inversiones.

IDEA primero complementará y gradualmente reemplazará el actual sistema de registro EDGAR de la SEC, que se convertirá en un archivo de registros de la SEC realizados con anterioridad a la nueva era de informes financieros en formato de datos interactivos.

La SEC ha propuesto formalmente exigir a las empresas estadounidenses que aporten información financiera utilizando datos interactivos a partir incluso del año que viene, y por otro lado ha propuesto exigir a los fondos de inversión que presenten la información de sus registros públicos utilizando datos interactivos.

La decisión de reemplazar a EDGAR refleja la transición de la SEC desde la recogida de modelos y documentos prescritos por el gobierno hasta hacer que la información misma esté a libre disposición de los inversores en un formato fácil de utilizar.

En vez de tener que buscar en EDGAR los modelos uno por uno y luego volver a teclear la información para poder analizarla, los inversores mismos podrán utilizar datos interactivos para buscar y recopilar de forma instantánea la información necesaria para generar informes y análisis de miles de empresas y modelos a través de IDEA.

La facilidad con la que los datos interactivos harán que se pueda disponer de la información financiera se espera que también genere muchos servicios y productos nuevos para los inversores a través de Internet.

El lanzamiento de IDEA representa un cambio fundamental en la forma en que la SEC recopila y publica información sobre empresas y fondos —y la forma en la que los inversores y mercados podrán utilizarla—.

Por tanto, los motivos para contar con esta IDEA son evidentes. Al hacer que la información financiera precisa sea más fácil y universalmente accesible, IDEA reduce el acto de invertir a una escala más humana.

En su maravilloso librito *The Riddle of the Compass* (“En busca de la brújula”), Amir D. Aczel busca el origen de ese indispensable instrumento de navegación —una herramienta que hizo posible el imperio económico—. La Italia del siglo XIII puede reivindicarlo con fundamento, pero tal vez la China del siglo XI aún más. Aczel, tras realizar una labor de investigación histórica exhaustiva, llega a la fascinante conclusión de que la utilización de la tecnología por parte de la humanidad a menudo van muy por detrás durante años, a veces siglos, de su desarrollo o descubrimiento real.

Como reguladores de valores con acceso a las tecnologías actualmente disponibles, en los próximos años podremos avanzar a grandes pasos en nuestra misión en pro de los inversores.

Sin embargo, mirando hacia el futuro, la movilidad de capitales que observamos en la actualidad no sólo exige que nosotros, como reguladores individuales, busquemos nuevas soluciones a los viejos problemas de revelación de información y contabilidad. El futuro también exige que los reguladores analicemos nuevas formas de trabajar juntos para proteger mejor a los inversores mientras navegan en este nuevo mercado.

Durante las últimas dos décadas, la SEC ha estado a la vanguardia del establecimiento de relaciones en todo el mundo para mejorar la protección de los inversores. El pasado mes de agosto, la SEC se embarcó en lo que yo considero el siguiente paso en una cooperación transfronteriza, forjando una alianza con la Comisión Australiana de Valores e Inversiones. La SEC y la ASIC están poniendo en marcha mecanismos que harán que en nuestros sistemas de control y cumplimiento haya mayor cooperación, y han firmado un nuevo MoU de supervisión y un mejorado MoU de cumplimiento como primeros pasos importantes hacia este objetivo.

Los acuerdos de reconocimiento mutuo del tipo que han firmado la SEC y la ASIC el 25 de agosto están diseñados para ayudar a dar fin a la duplicación de normativas y recortar el coste de capital para las empresas estadounidenses. Pero, lo que es aún más importante, también aumentará las oportunidades de inversión, a la vez que reforzará la protección de los inversores de EEUU y la capacidad de la SEC para perseguir a los que infrinjan la ley de valores de forma efectiva a través de las fronteras internacionales.

Pero las relaciones bilaterales, como el nuevo acuerdo de reconocimiento mutuo entre la SEC y la ASIC, no son suficientes. También debemos reforzar las relaciones multilaterales que hemos establecido durante la última década.

Por tanto, al imaginarnos a qué se enfrentarán nuestros mercados en los próximos veinte años debemos reflexionar sobre el importante papel que la propia IOSCO debe desempeñar en ese futuro. Si bien nosotros, los reguladores, nos cuidamos de resaltar que el rendimiento pasado no es ninguna garantía del rendimiento futuro, en la medida en que el pasado sirva como indicador de tendencias futuras IOSCO desempeñará un papel crucial en el desarrollo del consenso internacional necesario para hacer que nuestros mercados globales trabajen juntos sin trabas. He mencionado algunos aspectos de las propias iniciativas de la SEC, pero la mayoría de ellas afectan sólo a un mercado. Otras jurisdicciones cuentan con sus propias iniciativas. La fuerza de IOSCO en el futuro, como así ha sido en el pasado, probablemente esté en su papel como puente entre nuestros mercados y nuestra regulación.

Y, sólo como ejemplo, se puede considerar el papel que IOSCO ha desempeñado en el desarrollo del MOU Multilateral, o MMoU, sobre la cooperación en el cumplimiento y el intercambio de información. Si bien es un término apenas conocido, hoy en día hay pocos inversores en el mundo que no se hayan beneficiado indirectamente de la existencia del MMoU. Actualmente, nuestros mercados están tan interconectados y los que cometen fraudes con valores pueden atravesar las fronteras tan fácilmente, que sin el MMoU nuestro trabajo como protectores de la integridad de nuestros mercados sería mucho más difícil.

Igualmente, piensen que lo que normalmente se considera una buena regulación de valores se ha desarrollado a partir de los Principios Básicos de Regulación de Valores de IOSCO. Estos principios forman una base de entendimiento para los reguladores de todo el mundo, y son ahora empleados por entidades como el Fondo Monetario Internacional para evaluar los riesgos potenciales del sistema financiero internacional, constituyendo además una base para los debates entre los reguladores de valores incluso en sus propias discusiones bilaterales.

Cara al futuro, IOSCO deberá seguir trabajando así de bien, porque todos dependemos mucho de ella en la actualidad. Y no me cabe duda de que seguirá haciéndolo, porque sólo IOSCO combina la experiencia y la oportunidad para el consenso internacional que nuestros mercados globales tanto necesitan para superar los vaivenes del futuro.

### 3.3 Joaquín Almunia

#### Comisario Europeo de Asuntos Económicos y Monetarios

Es cierto que estamos pasando por momentos muy complicados, y algún reflejo de ello podrán apreciar ustedes en mi ponencia. Pero es en estos momentos cuando más necesario es contar con supervisores fuertes, bien dotados para cumplir sus funciones y que contribuyan a restablecer la confianza.

Pienso que todos podemos estar de acuerdo en que el año 2008 está resultando, a nivel económico, ciertamente difícil. Nuestras economías han estado, y continúan estando, expuestas a una serie de *shocks* de ámbito global. Empezamos con lo que se ha venido llamando las turbulencias financieras que comenzaron en agosto de 2007 y que se han extendido durante este año sin que se tenga una idea clara de cuándo va a volver a la normalidad el funcionamiento de los sistemas financieros internacionales. Continuamos, desde finales del 2007, con la subida de los precios de las materias primas y los alimentos, en particular con el aumento de los precios de la energía. Dichas subidas han afectado negativamente a la inflación y consecuentemente a nuestras perspectivas de crecimiento.

Estos *shocks* han afectado negativamente, como no podía ser de otra manera, al crecimiento europeo y mundial. El crecimiento de la zona euro se contrajo un 0,2% en el segundo trimestre y, como publicamos la semana pasada, las perspectivas para lo que queda de 2008 son peores que lo esperado cuando publicamos nuestras anteriores previsiones (1,3 frente a 1,7).

En general la situación es bastante incierta. La confianza de los actores económicos así como de los consumidores se ha deteriorado sustancialmente, lo cual es ciertamente preocupante. Además, las noticias que recibimos prácticamente cada fin de semana del otro lado del Atlántico (Fanny, Freddy, Lehman, AIG, etc.) no ayudan precisamente a elevar la confianza.

Ahora bien, no todo son razones para el pesimismo.

El mercado de trabajo, hasta el momento, ha respondido en Europa bastante positivamente, aunque la situación bien pudiera cambiar.

La inflación, que alcanzó niveles cercanos al 4% en la zona euro a finales de agosto, probablemente ha alcanzado su techo. Las recientes bajadas del precio del petróleo ayudarán seguramente a relajar las tensiones inflacionistas. Aun así, no deberíamos minusvalorar los llamados “efectos de segunda ronda”.

¿Cómo deberíamos entonces responder nosotros, los europeos, a estos retos en una forma que permita también salvaguardar nuestra estabilidad y crecimiento futuros?

La respuesta se encuentra en la utilización coordinada de todos los elementos de acción político-económica: política fiscal y monetaria, mercados financieros, reformas estructurales y agenda externa.

## Política fiscal y monetaria

Empezando por la política monetaria, todos sabemos cuán dañosa puede ser la inflación para una economía. Es un obstáculo para alcanzar un crecimiento sostenido y daña especialmente a los sectores más desfavorecidos de la sociedad. A este respecto es importante mantener la independencia del BCE en su rol de garante de la estabilidad de los precios. Quiero señalar que el BCE está haciendo un buen trabajo en unas condiciones muy complicadas y que por ello merece no sólo nuestra confianza, sino también nuestro apoyo.

En las circunstancias actuales es muy importante que los estados miembros —y en particular los miembros de la zona euro— mantengan la disciplina presupuestaria. Gracias a la consolidación presupuestaria de los últimos años, fomentada por la reforma del pacto de estabilidad y crecimiento, los estados miembros gozan en la actualidad de un margen de maniobra que les permite, vía la utilización de los estabilizadores automáticos, hacer frente a la coyuntura actual.

Pero además tenemos que ampliar la coordinación y la vigilancia macroeconómica a nivel de la zona euro. Tenemos que prestar una mayor atención, de forma conjunta y coordinada, al desarrollo de la competitividad, los desequilibrios externos, la inflación estructural y los costes laborales de manera que podamos fomentar, en cada país, las políticas adecuadas para hacer frente a los retos futuros asegurando además el equilibrio en el conjunto de la zona.

## Mercados financieros

Ahora paso a centrarme en los mercados financieros. Está claro que el mantenimiento de la estabilidad financiera está en el centro de nuestra agenda para restablecer el crecimiento.

Desafortunadamente, las esperanzas (sobre todo después de Bear Stearns) de que la situación en los mercados financieros se hubiera estabilizado han resultado optimistas. Los acontecimientos recientes nos demuestran que el sector está, más de un año después de la irrupción de las *subprime*, todavía en crisis.

Los mercados crediticios continúan tocados. Como es sabido, los inversores, en las circunstancias actuales, prefieren los activos de bajo riesgo, con lo cual los *spreads* entre la deuda soberana y los activos de mayor riesgo se han incrementado de forma importante.

El sector bancario ha estado especialmente afectado por la crisis. Es cierto que gracias a las intervenciones del BCE se ha conseguido evitar un *crunch* de liquidez en el sistema pero también lo es que el mercado interbancario continúa funcionando bajo mínimos y que tampoco existen signos visibles de que la situación vaya a mejorar a corto plazo.

Muy pocos hubiesen previsto, allá por julio de 2007, que se llegaría al nivel de pérdidas que se ha venido anunciando recientemente. Estamos hablando de cerca de 500 billones de dólares con estimaciones que las sitúan en aproximadamente un trillón. Alrededor de la mitad de esta cantidad ha sido declarada por bancos europeos, aunque ciertamente pocos de la zona euro. Estas pérdidas, unidas al deterioro de la calidad crediticia de los deudores, sean particulares, empresas o bancos, están lleván-

donos a una situación en la que los bancos son cada vez más estrictos en su política de crédito y por lo tanto comienzan a reducir el crédito disponible.

Y es que si los bancos quieren seguir prestando, necesitan mantener un nivel de capitalización suficiente, y dicho nivel se ha visto erosionado por las pérdidas de las *subprime* y el incremento de la morosidad. Pero es complicado ampliar capital cuando la situación económica no es buena, las perspectivas de las propias entidades no son demasiado positivas y existe una desconfianza general sobre la solvencia del sistema financiero. En estas circunstancias el apetito de los inversores, evidentemente, se ha deteriorado, haciendo de la recapitalización de determinadas entidades algo ciertamente complejo.

Podemos decir, sin riesgo de equivocarnos demasiado, que el sector financiero mundial se encuentra en un cruce de caminos. Tenemos que mejorar la gestión de riesgos de las entidades financieras así como incrementar la transparencia tanto de los balances de los bancos, como de los mecanismos de formación de precios en los mercados y de los mercados OTC, especialmente los de derivados. Sólo una buena información sobre qué riesgos hay en el sistema y quién los detenta puede contribuir a recrear el clima de confianza que es tan necesario para el buen funcionamiento de los mercados.

Acogemos favorablemente el hecho de que la industria haya decidido organizarse y presentar iniciativas para atajar los diferentes problemas evidenciados durante el presente periodo de inestabilidad. Entiendo que las propuestas de autorregulación son positivas pero no son suficientes. Es imperativo que también procedamos a mejorar nuestro sistema de regulación y supervisión.

Desearía señalar qué es lo que estamos haciendo. Desde octubre del año pasado, cuando adoptamos en el Ecofin la "hoja de ruta", hemos venido actuando conforme a los plazos fijados en dicho documento. Así, hemos profundizado en la transparencia en lo que se refiere a la titulización. Estamos preparando iniciativas, para primeros de octubre, para reformar la directiva de requisitos de capital. Se mejoraran, conforme a lo sugerido por los reguladores bancarios, los mecanismos de gestión del riesgo de liquidez y el tratamiento, a nivel de capital, de la titulización. Además, vamos a proceder a regular la actividad de las agencias de *rating*.

Por otro lado, tanto los responsables económicos europeos como los supervisores damos una importancia capital a los efectos que la aplicación de las normas, especialmente las de requisitos de capital y las contables, pueden tener sobre el ciclo económico. Es lo que se conoce como la aplicación procíclica de la regulación. Por ello, hemos decidido en septiembre en Niza crear un grupo de trabajo para que estudie el tema antes de fin de año, de manera que, llegado el caso, podamos tomar las medidas adecuadas.

Es posible que todas estas medidas y algunas más que pudieran tomarse impliquen un cambio sustancial, ya sea en los modelos de negocio imperantes en la banca, ya sea en la forma en que dichos modelos se han desarrollado. Está claro que la estabilidad tiene un coste, pero dicho coste posiblemente sea infinitamente menor al que todos estamos pagando en la actualidad.

No me gustaría desaprovechar la ocasión que me brinda la CNMV para enfatizar la necesidad de contar, en la Unión Europea, con un sistema de supervisión que sea capaz de estar al nivel de los retos que la integración de los mercados y entidades

financieras plantea. Si hay algo en lo que todos los actores relevantes en las finanzas europeas estamos de acuerdo es en que no se puede controlar un mercado integrado con entidades supervisoras fragmentadas.

Es por ello que tanto la Comisión Europea como el Ecofin hemos tomado dos iniciativas cruciales. La primera es la adopción de Lamfalussy, destinado a asegurar que todos los reguladores europeos apliquen de igual forma las normas adoptadas en el seno de la Unión; hay que poner freno a lo que se conoce como *gold plating*. La segunda ha consistido en acordar unos principios generales de organización de la supervisión de entidades transnacionales. Una mayor relevancia del supervisor de la casa matriz (*lead supervisor*), unida a la creación de colegios de supervisores nos parece, por el momento, la mejor manera de avanzar en este tema.

### Reformas estructurales

Permítanme que, ahora, proceda con el tercer elemento de nuestra agenda para paliar los efectos de la actual desaceleración. Me refiero a las reformas estructurales.

Un esfuerzo decidido en este campo es crucial. Una agenda ambiciosa de reformas estructurales serviría para mejorar la confianza y el poder adquisitivo tanto de consumidores como de inversores y, por lo tanto, sería de gran utilidad en la actual coyuntura económica.

Además, a medio y largo plazo, las reformas estructurales pueden no sólo incrementar el potencial de crecimiento de nuestra economía, sino también mejorar su capacidad para absorber *shocks* futuros. Medidas encaminadas a mejorar la flexibilidad laboral y de los servicios ayudarían a que los recursos pudieran redistribuirse entre sectores y regiones de forma más eficiente, consiguiendo, por lo tanto, que nuestras economías tengan una mayor capacidad de adaptación y estén mejor preparadas para hacer frente a los cambios a los que un mundo cada vez más globalizado e interdependiente les someten.

Desde su relanzamiento en 2005, la estrategia de Lisboa ha sido de gran utilidad para poner las reformas estructurales en el centro del mapa político tanto a nivel europeo como nacional. Pero dichos avances no han de quedarse ahí. Las circunstancias actuales indican que tenemos que avanzar más rápidamente. En mi opinión, las reformas que se han de acometer de forma urgente son las siguientes:

- Primero, es fundamental que se aplique la Directiva de Servicios. En particular esta Directiva incluye una serie de medidas favorecedoras de la competencia, en el sector minorista y de distribución y del sector servicios en general, que serían de gran utilidad en la coyuntura actual, teniendo en cuenta el importante papel que dicho sector juega con respecto a la inflación.
- Segundo, tenemos que eliminar las barreras a la competencia en el sector energético.
- Tercero, mediante medidas de reforma del mercado de trabajo, los gobiernos podrían contribuir a aliviar el impacto de la actual coyuntura en aquellos sectores más desfavorecidos. Además, la eliminación de las restricciones a la libre circulación de trabajadores en el mercado interior podría también ayudar en términos de ajuste.

## Agenda externa

Teniendo en cuenta que los *shocks* que he mencionado son fundamentalmente mundiales, cualquier respuesta que se dé a ellos ha de ser también coordinada a nivel mundial.

Cuando he mencionado las turbulencias financieras ya he subrayado la importancia de adoptar decisiones de ámbito global. Lo que hay que hacer en otros ámbitos, como por ejemplo con el problema de los desequilibrios económicos mundiales y el riesgo que implicaría su erradicación desordenada, es parecido.

Teniendo en cuenta que no existe un solo país que, por sí mismo, pueda resolver o incluso hacer frente a dichos desequilibrios globales, pienso que es hora de que este asunto sea tratado de forma multilateral.

Igualmente, una acción coordinada a nivel global es necesaria para preservar y perseverar en la liberalización del comercio y las inversiones mundiales. Los diferentes signos que se aprecian de una vuelta a actitudes proteccionistas no son, en mi opinión, positivos para la economía mundial.

Ahora bien, si lo que queremos los europeos es influir en el ámbito global, es necesario que lo hagamos con una sola voz y para ello es imprescindible que los países de la zona euro establezcan una estrategia coordinada con respecto a los aspectos “externos” del euro.

## Conclusión

Esta es una época de grandes retos, tanto a corto como a largo plazo. Dar respuesta a dichos retos implicará que actuemos en todos los frentes posibles y requerirá una estrategia global de reformas y reestructuración.

Que nadie espere que la solución sea inmediata, pero lo que está claro es que la estrategia que adoptemos será tanto más efectiva cuanto más seamos capaces de actuar, en Europa, de forma coordinada. Nos hemos visto afectados por una serie de fenómenos de carácter global y tenemos que unirnos más para hacerlos frente. Si lo conseguimos estoy convencido de que no sólo podremos dar la vuelta a la actual situación más rápidamente, sino que también estaremos mejor preparados para hacer frente a las inquietudes del futuro.



## **4 Situación y perspectivas del proceso de integración de los mercados de valores en Europa**



## 4.1 Carlos Arenillas

### Exvicepresidente de la CNMV

La historia financiera de los últimos veinte años tiene, entre otros, un rasgo muy claro: la creciente globalización y sofisticación de los mercados financieros. Este rasgo ha modificado las pautas de actuación de los emisores, los intermediarios y los inversores, y ha alterado la oferta de productos de manera sustancial.

Aunque los mercados se han hecho más eficientes, en el camino se han evidenciado imperfecciones notables, como han puesto de manifiesto los sucesivos episodios de turbulencias o crisis que han afectado al mundo en los últimos años. Estos episodios, aunque distintos en su naturaleza, muestran alguna pauta común: por ejemplo, la extensión de sus efectos resulta cada vez más global, impactando sobre un número creciente de regiones y mercados y, a menudo, generando daños significativos sobre el crecimiento económico y el empleo.

De este modo, el concepto relativamente joven de estabilidad financiera se ha ido modificando para recoger la complejidad creciente del sistema financiero, y se ha añadido al tradicional componente de solvencia de las entidades bancarias el relativo al adecuado funcionamiento de los mercados. Al mismo tiempo, el objetivo de estabilidad financiera, así definido, ha ido ganando peso en el marco de actuación de las políticas públicas.

En este contexto, las funciones de supervisión y regulación financiera son esenciales para tratar de lograr un adecuado funcionamiento de los mercados financieros, que maximice su eficiencia, proteja a los inversores y a la vez minimice el riesgo sistémico.

Las transformaciones experimentadas por los mercados financieros en años recientes han llevado a diversos enfoques en relación con la regulación y supervisión. A veces, una operativa aparentemente fluida durante largos periodos de tiempo puede haber provocado que reguladores y supervisores cayeran en cierta autocomplacencia respecto al nivel de supervisión necesario.

No obstante, situaciones como la actual, tras la turbulencia experimentada por los mercados durante el último año, plantean la necesidad de revisar y mejorar tanto la regulación como la supervisión financiera, con el objetivo de evitar el tipo de fenómenos que han conducido a la crisis financiera y mitigar sus posibles consecuencias. Estoy seguro de que en el futuro nos enfrentaremos a otros problemas difíciles de concebir en estos momentos, pero eso no debería impedirnos intentar avanzar ahora para lograr un diagnóstico razonable de las deficiencias acumuladas por el sistema financiero y los mercados de valores que han terminado generando problemas.

Existe un amplio consenso en que la crisis reciente ha revelado una significativa disparidad entre la realidad de mercados interconectados totalmente globales y la función de supervisión, que sigue ejerciéndose, parcial o totalmente, desde una pers-

pectiva nacional. Publicaciones recientes del Foro de Estabilidad Financiera y del Fondo Monetario Internacional han expresado una visión similar.

Es, por tanto, necesario que aumente la cooperación internacional. En mi opinión, ello requiere que los organismos multilaterales ganen peso en el futuro inmediato, ya que sólo a través de ellos se podrán paliar, aunque sea parcialmente, las deficiencias detectadas en la supervisión financiera.

IOSCO es un ejemplo del tipo de instituciones internacionales necesarias. IOSCO realiza un trabajo invaluable en la coordinación de los supervisores y en la emisión de estándares y recomendaciones de buenas prácticas en numerosas áreas, inspirando regulaciones que se aplican actualmente en muchas jurisdicciones. IOSCO es también miembro del Foro de Estabilidad Financiera. Mi previsión es que el papel y la importancia de IOSCO aumentarán en los próximos años.

En el ámbito concreto de esta sección del libro, la Unión Europea es un ejemplo de un proyecto que ha hecho que las actuaciones de política económica hayan trascendido la pura esfera nacional y logrado elevados niveles de integración, coordinación y acción conjunta, especialmente en el ámbito financiero.

A lo largo de estos años se ha generado una estructura de legislación inspirada en un conjunto diverso de objetivos. El Plan de Acción de Servicios Financieros (FASP) lanzado en 1990 es el mejor ejemplo para entender esa estructura. En paralelo, se ha ido creando una serie de comités con el objetivo de crear reglas comunes y aplicarlas de la forma más coherente y homogénea posible, y a su vez facilitar la cooperación entre supervisores.

En este contexto, los mercados financieros son un exponente perfecto de integración y coordinación dentro de la Unión Europea. El proceso de integración de los mercados de valores de Europa ha avanzado considerablemente en los últimos años. En este sentido, los inversores están integrados, los mercados disfrutan de una unión total, se puede contratar en todo el mundo desde cualquier lugar de la Unión y existe un amplio alcance para el arbitraje.

Esto proporciona un marco para aplicar la norma de mejor ejecución introducida por MiFID, puesto que existen alternativas creíbles para la contratación. El área de UCITS también está plenamente integrada, aunque quedan algunas cuestiones pendientes, como el pasaporte de los operadores de UCITS.

Sin embargo, persisten algunas áreas en las que la integración es menor, como es el caso de las ofertas públicas de adquisición y el ámbito de la postcontratación. Algunos de estas cuestiones se deben a la existencia de barreras nacionales o a factores como las distintas estructuras de mercado en los diversos Estados Miembros. Se han repasado los motivos por los cuales el proceso de integración está avanzando más lentamente de lo esperado y se ha visto que la infraestructura del mercado financiero es un factor decisivo.

Por ejemplo, respecto a la postcontratación, es decir, la compensación y la liquidación, siguen señalándose las dificultades a las que se enfrenta la integración. Entre ellas destaca la persistencia de las barreras Giovannini y la existencia de más de 50 supervisores en Europa. Se han introducido diversas iniciativas interesantes, como el Código de Conducta y los Valores del Objetivo 2 (T2S), con el fin de progresar en esta área, pero aún queda camino por recorrer.

Asimismo, no cabe duda de que la integración de los mercados financieros en la Unión Europea pasa necesariamente por lograr la convergencia supervisora. Esta se consigue a través de diversos mecanismos como pueden ser el reconocimiento mutuo, los procedimientos establecidos en la MiFID, etc., pero el factor clave en el enfoque actual es el papel de los comités europeos del Nivel 3, como es el caso de CESR. Estos comités de nivel 3 deben asegurar la coordinación efectiva y la convergencia entre todos los supervisores a la hora de aplicar las normas. No obstante, sus procedimientos y poderes están siendo objeto de revisión con la finalidad de mejorar su eficacia. Un instrumento que puede contribuir a este fin es la delegación de funciones.

Si bien es cierto que en los últimos años se ha producido un notable avance en el desarrollo y la integración de los mercados financieros en la Unión Europea, la arquitectura de la supervisión financiera es excesivamente compleja y presenta, en mi opinión, debilidades importantes que se han puesto de manifiesto en la reciente crisis. Sería interesante ver qué dirían las voces que afirman que la crisis *subprime* tiene su mejor explicación en la “balcanización” del sistema supervisor de los EEUU cuando estudien el caso de la Unión Europea<sup>1</sup>.

Una explicación parcial para esta compleja estructura —aparte de las propias características del proceso de construcción europeo— es que en la Unión Europea se dan los tres tipos genéricos de modelos de supervisión. Reino Unido, Alemania y Polonia, por ejemplo, tienen el modelo de supervisor único. En Francia, Italia y España, entre otros, se aplica el modelo sectorial. Por el momento sólo Holanda sigue el modelo *twin peaks*, aunque otros, como es el caso de España, han expresado su voluntad de adoptar este modelo a corto plazo.

Esa diversidad de modelos dificulta a menudo avanzar más en una regulación homogénea, pero sobre todo plantea muchos problemas para desarrollar las prácticas supervisoras de forma armonizada en toda la Unión Europea.

En los últimos años ha habido un debate, más o menos explícito, acerca de cómo sortear estas dificultades. Se ha argumentado a favor y en contra de diferentes opciones, sin lograr grandes avances<sup>2</sup>. Lo más destacable es la creación de “colegios de supervisores” para coordinar la supervisión de los grandes conglomerados transnacionales y la introducción del voto por mayoría cualificada en las instituciones europeas. El voto por mayoría cualificada tiene una importancia relativa si se tiene en cuenta que las decisiones de los niveles 3 en la UE (CESR, CEBS y CIOPS) no son vinculantes legalmente.

Son pasos correctos pero insuficientes.

Así, frente a unos mercados financieros mucho más integrados —sobre todo en los mercados de valores— existe una arquitectura supervisora compleja y poco ho-

---

1. Con el objetivo de preservar la estabilidad financiera se han hecho avances recientes como, por ejemplo, la firma por parte de 118 instituciones de la UE de un acuerdo de cooperación entre supervisores financieros —de banca, valores y seguros—, bancos centrales y ministerios de finanzas en materia de estabilidad financiera transfronteriza. Este acuerdo ha entrado en vigor el día 1 de junio. Este acuerdo multilateral es un hito positivo en la UE, pero el número de firmantes indica un problema de número de supervisores y reguladores que plantea dificultades de eficiencia.

2. Las opciones planteadas se movían entre la creación de la figura del *leader supervisor* y un sistema como el actual reforzado.

mogénea que supone un riesgo para la estabilidad financiera, como he comentado anteriormente.

La Unión Europea, o al menos la eurozona, debería dar un paso decidido para mejorar su arquitectura de supervisión financiera. La crisis actual debería favorecer un nuevo impulso político que, como primer paso, fortaleciera los niveles 3 de supervisión: CEBS en el sector bancario, CESR en el de valores y CEIPS en seguros. Para ello es imprescindible reforzar los mecanismos de decisión en estas instituciones haciéndolos vinculantes y dotando a los secretariados de medios legales y financieros suficientes. Una opción que se puede contemplar es dotarles del estatuto de Agencia Europea.

Avanzar hacia una estandarización en los modelos de supervisión a nivel nacional parece algo conveniente. El modelo de supervisor único o el modelo *twin peaks* son los más adecuados.

Pero no debería descartarse el caminar decididamente hacia un sistema federal de supervisión del tipo del Eurosistema del Banco Central Europeo. Para ello es necesario definir previamente un modelo de arquitectura. Como he defendido muchas veces, el modelo de supervisores gemelos o *twin peaks* me parece el más sólido, especialmente para grandes mercados, como es el caso de la Unión Europea. Una decisión de este tipo no impediría que cada país miembro de la Unión Europea tuviera su propio modelo, aunque seguramente sería conveniente que se produjese un proceso de armonización también a nivel nacional.

Sé que existe cierta resistencia a la idea de un único supervisor centralizado para la Unión Europea, pero es muy probable que pronto veamos algo similar, es decir, una red de supervisores europeos con un centro poderoso, un papel que podría desempeñar el CESR. Esto probablemente ocurra por la sencilla razón de que la supervisión no debe quedarse atrás ante las realidades del mercado. Los mercados globalizados requerirán una supervisión más global.

Sobre estos y otros muchos temas los demás colaboradores en esta sección van a exponer sus ideas. Estoy seguro de que los puntos de vista de los tres contribuirán a que el lector obtenga una visión esclarecedora sobre la situación y perspectivas del proceso de integración del mercado de valores en Europa.

## 4.2 José Massa Presidente de Iberclear

Este artículo trata sobre la integración de los mercados financieros en Europa. Puesto que se trata de un tema amplio, es imposible abarcarlo en su totalidad, de manera que se limitará a la integración de los mercados de valores, haciendo un especial hincapié en la compensación y la liquidación. Al final del mismo también se harán un par de observaciones sobre las posibles formas de avanzar.

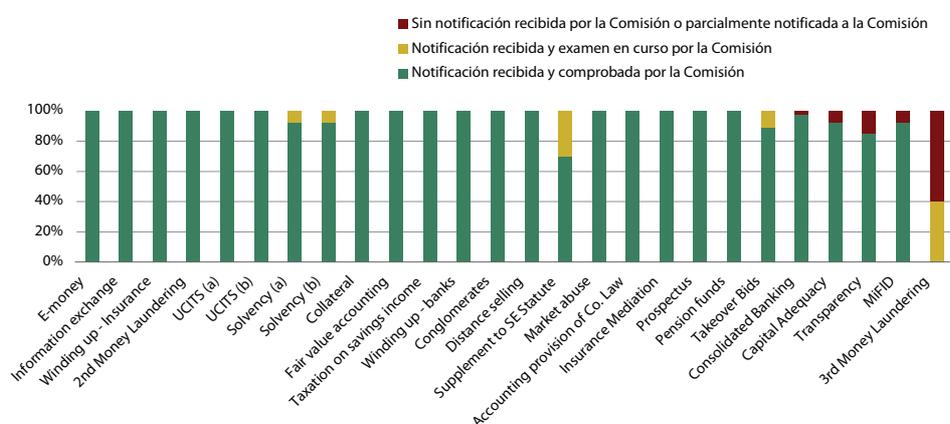
Uno de los objetivos de la Unión Europea desde hace tiempo ha sido lograr un mercado único de servicios financieros. Las ideas de crecimiento económico, mayor productividad, menores costes para emisores e inversores, así como más y mejores productos financieros, aparecen una y otra vez en las declaraciones de política pública, documentos profesionales y discursos sobre integración financiera.

La convicción sobre las ventajas de un mercado financiero integrado es lo que condujo a la UE a aprobar hace ocho años, en marzo de 2000, el Plan de Acción para los Servicios Financieros, que es un conjunto de medidas destinado a brindar un entorno legal y normativo que apoye la integración de los mercados financieros europeos.

La idea general es que las instituciones financieras autorizadas para prestar servicios financieros en un Estado miembro deberían ser capaces de prestar esos mismos servicios en toda la Unión Europea, compitiendo en igualdad de condiciones dentro de un entorno normativo coherente y bajo la adecuada supervisión.

**Transposición de directivas PASF. Vista por directiva.**  
**Situación el 20/06/2008**

GRÁFICO 1



Fuente: Comisión Europea.

Las medidas incluidas en el PASF han adoptado la forma de directivas que abarcan desde el dinero electrónico hasta la solvencia, el blanqueo de dinero, las inversiones colectivas o la MiFID.

Como se puede ver en el gráfico 1, que reproduce el informe publicado por la Comisión Europea en junio de este año, la mayoría de las medidas del plan se han aplicado (barras verdes) y la tasa de ejecución global está cercana al 100%.

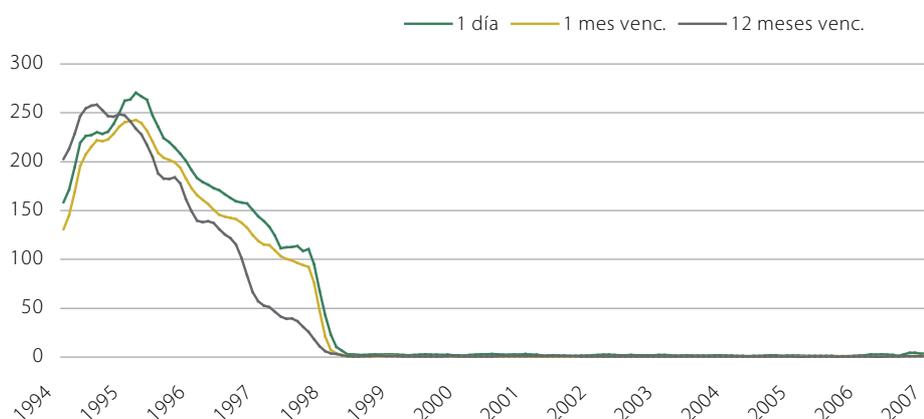
Esto nos conduce a valorar cuál es el estado actual de integración de los mercados financieros europeos tras el enorme esfuerzo normativo iniciado por el Plan de Acción para los Servicios Financieros.

Es evidente que el lanzamiento del euro ha actuado como un potente catalizador para una mayor integración. Al mismo tiempo, ahora que quince países de la UE comparten una sola moneda, las barreras, los obstáculos que aún existen parecen mucho más pronunciados y, de hecho, más difíciles de entender para quienes participan en el mercado.

Al mismo tiempo, se ha de decir que la integración de los mercados financieros en la UE ha avanzado más y a mayor velocidad en los servicios financieros al por mayor que en los minoristas, estando aún estos últimos muy segmentados en líneas nacionales.

**Mercados de eurodinero. Desviación estándar transfronteriza de intereses de préstamos interbancarios medios sin asegurar en países de la zona euro (promedio movimiento 61 días)**

GRÁFICO 2

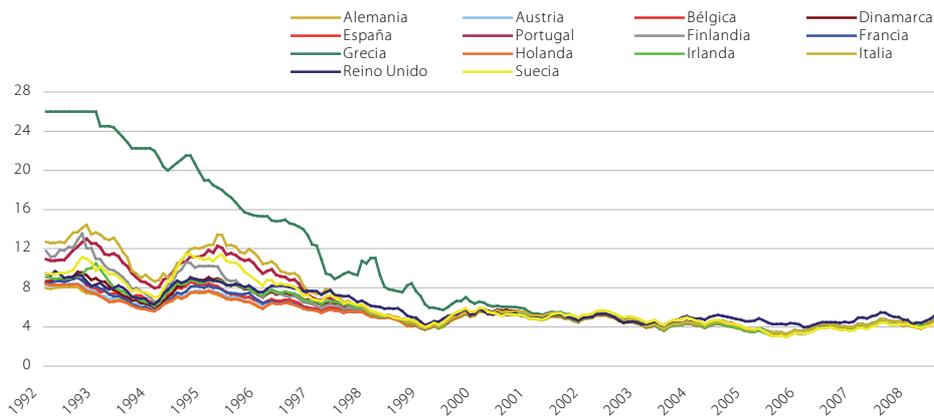


Fuente: Comisión Europea.

Como se puede ver en el gráfico 2, los mercados europeos de dinero parecen haberse integrado tras la introducción del euro. Esto está estrechamente relacionado con los esfuerzos del Banco Central Europeo y con todo el Eurosistema, lo cual ha sido posible gracias al lanzamiento y al buen funcionamiento de TARGET y, más recientemente, de TARGET 2.

**Rentabilidad de los bonos del Estado a 10 años**  
**Mercados de bonos**

GRÁFICO 3

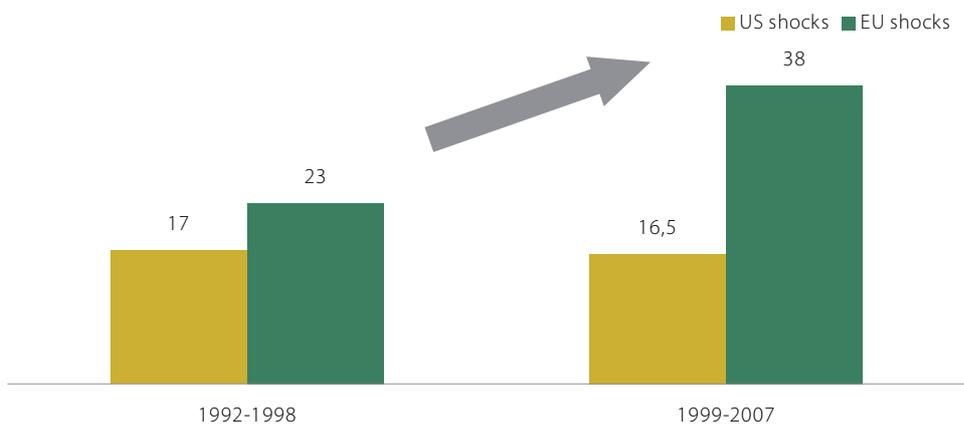


Fuente: Banco de España.

La situación es muy similar en los mercados de bonos del Estado (gráfico 3), con desviaciones ínfimas entre los distintos bonos nacionales desde la introducción del euro. Los diferenciales que aún persisten se pueden explicar con claridad por la percepción que tiene el mercado sobre la liquidez y la calidad crediticia de los emisores, y son absolutamente compatibles con un mercado integrado.

**Mercados de renta variable. Proporción de varianza en rentabilidad de la renta variable explicada por shocks de la zona euro y de EEUU**

GRÁFICO 4



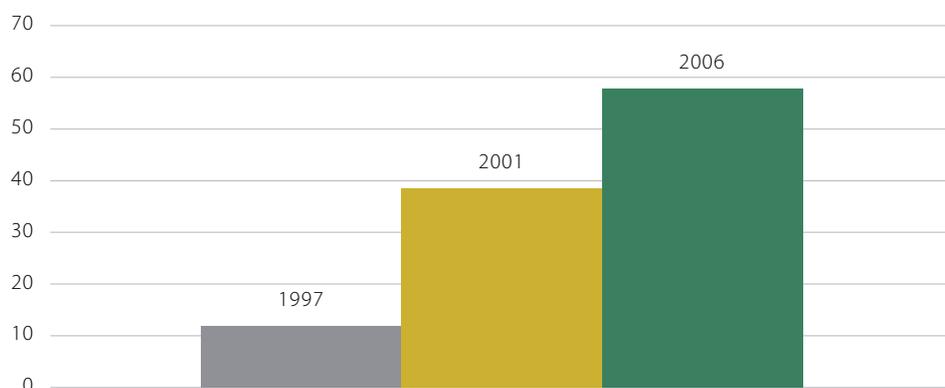
Fuente: Banco Centra Europeo.

En cuanto a los mercados de renta variable, la naturaleza del instrumento dificulta de algún modo las comparaciones directas. En todo caso, hay muestras claras de una creciente integración dentro del mercado europeo de la renta variable (gráfico 4).

Resumiendo, —y esto no es nuevo—, sin duda, los precios del mercado en Europa han convergido tras la introducción del euro. En este sentido, los mercados europeos están razonablemente integrados.

**Participaciones transfronterizas de valores en deuda a largo plazo emitidas por residentes en la zona euro (%)**

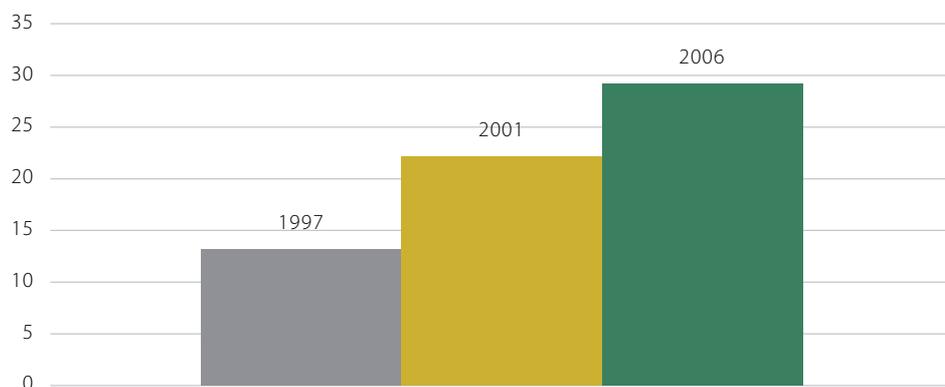
GRÁFICO 5



Fuente: Banco Central Europeo.

**Participaciones transfronterizas de valores emitidos por residentes de la zona euro (%)**

GRÁFICO 6



Fuente: Banco Central Europeo.

Un efecto de la creciente integración de los mercados financieros europeos ha sido un importante crecimiento de las transacciones transfronterizas dentro de Europa.

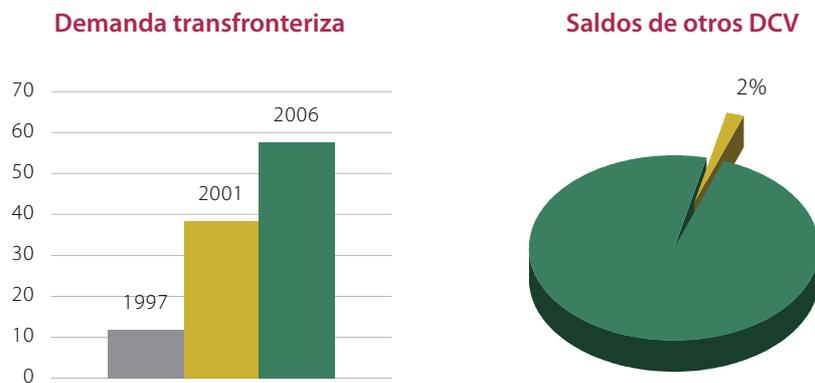
Una forma de mirarlo es analizando la evolución de las participaciones de los residentes europeos en activos financieros europeos no nacionales. El gráfico 5 refleja

la evolución de esta magnitud en el caso de los bonos, en donde las participaciones transfronterizas han crecido del 10 a casi el 60% en los últimos diez años.

El gráfico 6 muestra la misma información sobre la renta variable, en donde el crecimiento ha sido del 10 al 30%. Como se ha dicho, un fuerte crecimiento de la demanda transfronteriza.

**Demanda transfronteriza y saldos de otros DCV en Iberclear**

GRÁFICO 7



Fuente: Iberclear.

Esto nos lleva a uno de los principales focos de atención hoy día. El gráfico 7 muestra el crecimiento de las participaciones que he citado y el gráfico 8, el saldo de participaciones de otros depositarios centrales de valores en Iberclear como porcentaje de las participaciones totales en Iberclear. Se puede ver que está en torno al 2%. Esta cifra es muy similar a la situación en otros DCV.

Este 2% se puede considerar una muestra de la actual capacidad de liquidación transfronteriza, o suministro si lo prefieren. Esto se compara con el 60% de demanda de liquidación transfronteriza.

Mi argumento es que el crecimiento de la demanda transfronteriza en Europa no ha venido acompañado por un crecimiento paralelo de la capacidad de liquidación transfronteriza. En otras palabras, la integración de las actividades posteriores a la negociación parece ir a la zaga.

Se puede resumir lo expuesto hasta ahora en tres puntos. El primero es que la integración de los mercados financieros ha sido durante mucho tiempo un objetivo en Europa.

El segundo es que la aplicación de la Agenda de Lisboa, junto con la introducción del euro, han generado elevados grados de integración y también han conllevado un fuerte crecimiento de la demanda transfronteriza dentro de Europa.

Por último, la integración de las actividades posteriores a la negociación parecen ir a la zaga, siendo esto uno de los actuales focos de atención para las autoridades europeas porque se necesita una liquidación transfronteriza sin problemas y eficaz si se desean unos mercados bien integrados.

El hecho de que los arreglos transfronterizos sean más engorrosos y complicados de lo necesario ha hecho que la UE aumente de forma considerable sus esfuerzos en este campo porque, como ya he dicho, la introducción del euro hace que las barreras restantes parezcan mucho mayores y cada vez más difíciles de entender.

Merece la pena mencionar cuatro iniciativas de la UE en este campo.

La primera es la identificación de las barreras Giovannini, que son quince barreras que contribuyen a la fragmentación de los mercados y que se agrupan bajo los tres títulos de requisitos técnicos, tributación y certidumbre legal. Colaborando en esta publicación don Alberto Giovannini, no es ocasión de ahondar aquí en lo que es su trabajo y su campo evidente de conocimientos.

La segunda iniciativa de la UE es el llamado Código de Conducta en materia de Compensación y Liquidación, que es un intento de autorregulación suave emprendido por la industria y está bajo la vigilancia de la UE. Entre otras cosas, el código contiene ciertas disposiciones claras sobre acceso común y sobre la interoperabilidad entre las distintas infraestructuras del mercado.

La tercera iniciativa es la MiFID, una de las directivas que arranca de la aplicación del PASE. Contiene algunas disposiciones sobre acceso transfronterizo y libertad de elección que tienen el potencial de producir importantes cambios en el actual paisaje europeo.

La cuarta iniciativa pública es el lanzamiento del proyecto TARGET 2 Securities —o T2S— por el BCE, el Eurosistema. En pocas palabras, es un proyecto para desarrollar una plataforma técnica única que sustituiría a las actuales de los distintos DCV y, así, mediante la integración técnica, se lograría una verdadera integración del mercado.

Hay que decir que las tres últimas iniciativas son muy recientes y que probablemente sea demasiado temprano para poder valorar sus efectos, porque en algunos casos ni siquiera se han aplicado todavía.

Pero, además de las iniciativas del sector público, el sector privado tiene su propia manera de examinar el mismo problema.

Ya se ha citado el gráfico 7. Lo que muestra es un segmento del mercado (el subsector de la liquidación transfronteriza de las transacciones de valores) en donde la demanda ha alcanzado un nivel de participaciones de casi el 60%, mientras que el suministro de DCV apenas llega al 2%.

Si se examina con ojos comerciales, no resulta difícil concluir que se está frente a una oportunidad de negocio obvia para aumentar la calidad de nuestro servicio y para ampliar el alcance de nuestra actividad.

De hecho, esta oportunidad de negocio ha sido identificada por todos los DCV europeos, y la han abordado con dos respuestas diferentes hasta ahora.

Una es el camino que ha tomado Euroclear, que consiste en un proceso de consolidación de los DCV mediante un proceso de fusiones y adquisiciones y con el desarrollo de una plataforma técnica única, de un solo dispositivo de liquidación.

La segunda respuesta ha sido Link Up Markets, que es una *joint venture* de siete DCV europeos cuyo objetivo es desarrollar una solución técnica para que los DCV en cuestión sean interoperables.

En mi opinión, el hecho de que un asunto de política pública se pueda ver como una oportunidad de negocio por el sector privado merece al menos un reconocimiento y, aunque constituya un debate distinto, plantea la pregunta de si los asuntos de política pública son una cuestión de falta de regulación o si son problemas de un mal diseño de los incentivos.

Voy a describir brevemente la iniciativa de Link Up Markets.

Link Up Markets es una joint venture de siete DCV europeos: Clearstream, SIS, OeKB, VP, VPS, Hellex e Iberclear. Formalmente, es una empresa inscrita en Madrid, España.

Con Link Up Markets se establecía una infraestructura central común que facilitaría la implantación sencilla de vínculos entre los DCV participantes, y mediante estos vínculos podremos ofrecer un procesamiento transfronterizo de la entrega contra pago (ECP) sin interrupciones y eficaz entre los distintos mercados.

La idea es utilizar la eficaz infraestructura nacional actual para que ofrezca acceso transfronterizo mediante la infraestructura existente y los medios (y formatos) actuales de conexión con el DCV local.

La idea es que cada DCV “suministre” sus amplios conocimientos nacionales a los demás DCV a través de Link Up Markets, que actúa como ruta y traductor de la información entre distintos idiomas.

Este arreglo, posible sólo gracias al actual nivel tecnológico, permitirá a cada DCV ofrecer a sus bancos/clientes un acceso transfronterizo a los demás mercados a través de esta conexión.

Puesto que el modelo trata de ser práctico aprovechando los procesos y las infraestructuras existentes, se puede ofrecer con rapidez y con unas adaptaciones mínimas a los mercados participantes. Se espera que los clientes tengan acceso a través del DCV que escojan en la primera mitad de 2009.

El atractivo de Link Up Markets consiste en que los participantes en el mercado pueden continuar utilizando sus infraestructuras y procesos de DCV locales existentes —con los que ya están familiarizados— para acceder a los mejores servicios de liquidación básica y custodia de su clase en siete mercados europeos diferentes. Dicho con otras palabras, Link Up Markets satisface la necesidad de que los clientes tengan varias interfaces en distintos mercados con la complejidad y los costes asociados.

Permítanme recapitular lo expuesto hasta ahora. He dicho que la creación de un Mercado Financiero Único es un objetivo de la UE. También he mencionado que las medidas del PASF parecen haber sido eficaces porque existe una integración creciente. Además, he señalado que las actividades posteriores a la negociación han estado atrayendo más y más la atención pública porque parecen rezagarse. Y, por último, he presentado la *joint venture* Link Up Markets que, como la plataforma única de liquidaciones de Euroclear, es una iniciativa pública dirigida a actualizar eficazmente la infraestructura posterior a la negociación en Europa.

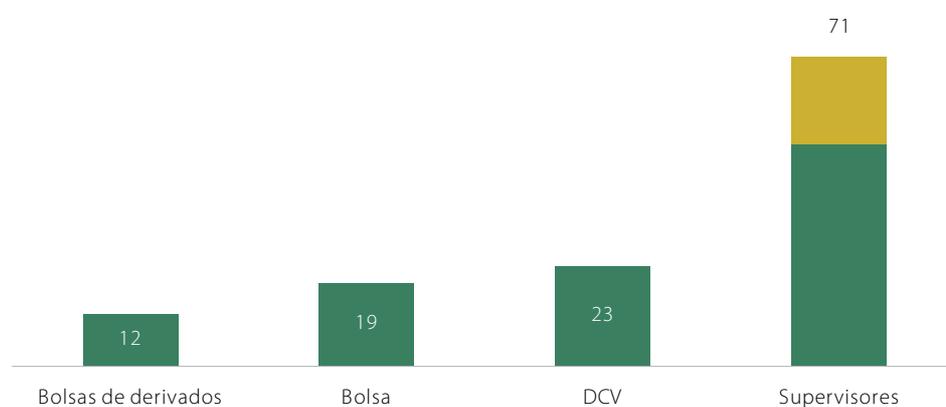
La conclusión es, entonces, que en la actualidad los mercados financieros mayoristas europeos están razonablemente integrados, que las partes restantes que faltan están identificadas y que las soluciones están en camino. Por tanto, se podría decir que el PASF ha colmado sus objetivos, aunque aún quede mucho trabajo pormenorizado.

Tras llegar a este punto, creo que en Europa necesitamos una nueva directriz sobre acción de política pública, y lo creo por dos motivos:

- Primero, que las medidas incluidas en el PASF se apliquen; es hora de valorar, analizar y decidir qué hacer a continuación.
- El segundo motivo, muy importante en mi opinión, es que los acontecimientos de los mercados financieros de los últimos quince meses están generando sin duda un nuevo entorno: estamos frente a una nueva situación, tenemos que adaptarnos a ella y los planes y prioridades de la política pública se han de definir con esta nueva y muy importante información.

Dedicaré los últimos párrafos de mi artículo a tratar de aclarar esta última observación porque la considero de importancia primordial. Presentaré dos ejemplos de áreas en donde creo que es necesaria una valoración cuidadosa.

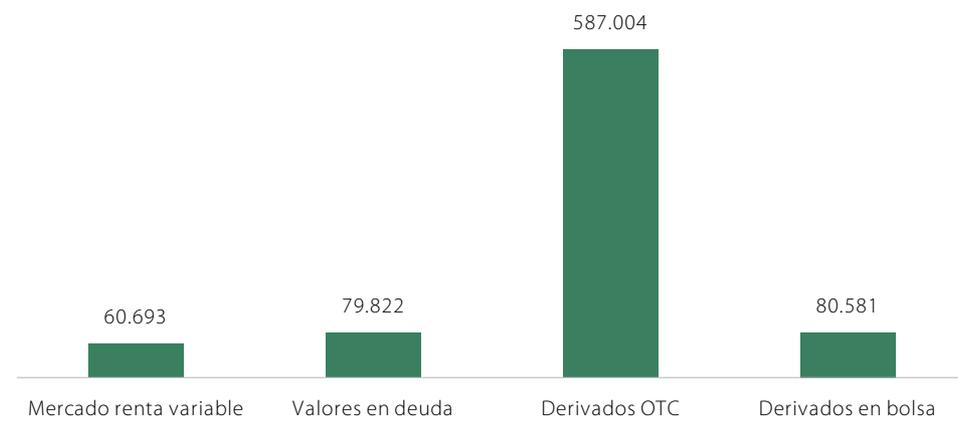
**Número de bolsas y depositarios frente a número de supervisores (UE)** GRÁFICO 8



Fuente: FMB y BIS.

El primero, preparado ex profeso para ser ligeramente provocativo, está constituido por el hecho de que en Europa tenemos, tras la reciente ola de consolidaciones, doce bolsas de derivados, diecinueve bolsas de valores, veintitrés DCV y 71, sí, 71 supervisores, incluidos los supervisores de seguros (gráfico 8).

(Billones de dólares)



Fuente: FMB y BIS.

El segundo ejemplo versa sobre las dimensiones de los distintos mercados. El gráfico 9 muestra el tamaño de los distintos mercados medido según las cantidades pendientes de pago en billones de dólares. El mayor mercado es con mucho el de derivados extrabursátiles y, dentro de él, la parte relacionada con el interés fijo.

La mayoría de las medidas y de temas de política pública que he citado se refieren en general al mercado de renta variable, que es la barra pequeña a la izquierda. Quizá haya llegado el momento de abordar la parte grande del mercado en la que, a propósito, es donde han surgido los problemas en la actual crisis.

Naturalmente, existen otros muchos asuntos que merecen nuestra atención, que podrían incluso ser más urgentes que estos dos que acabo de mencionar, pero que resultan imposible de abordar en este breve artículo.

Y digo casi porque quiero realizar una última declaración formal aprovechando esta oportunidad.

Tiene que ver con el caso de la insolvencia de Lehman Brothers y las operaciones que Lehman tenía pendientes en los mercados españoles regulados. Desde mi puesto como presidente de Iberclear me congratulo de poder confirmarles que todas las operaciones pendientes de Lehman en la bolsa española, en el mercado de la deuda pública y en la bolsa de derivados se han liquidado de forma ordenada, que todos los mecanismos de salvaguardia han funcionado como estaba previsto y que a este respecto —y en esta ocasión— hemos cumplido eficazmente nuestro papel absorbiendo y eliminando los riesgos del sistema.



### 4.3 Alberto Giovannini Consejero Delegado de Unifortune Asset Management

La actual crisis de los mercados financieros plantea cuestiones relevantes sobre el papel real y potencial de las infraestructuras de dichos mercados. Las infraestructuras se han comportado de forma extraordinaria ante los enormes trastornos y picos en el volumen de transacciones que había que procesar. Habría que felicitar encarecidamente a aquellas personas que han hecho esto posible. Pero también debemos mirar hacia adelante. Muchas de las aberraciones que se observan actualmente se deben a la acumulación bruta de activos y pasivos que se da cuando se liquidan los balances, y en particular cuando quiebran instituciones financieras de gran envergadura y diversificación como Lehman Brothers. Sabemos que unas infraestructuras de postcontratación eficientes pueden aunar de forma fiable el riesgo de las contrapartes y apoyar los procesos de reducción del riesgo a través de esta función clave. Es hora de que las infraestructuras de postcontratación asuman el protagonismo en las conversaciones sobre la reforma del sistema financiero mundial. En la actualidad, existen iniciativas que están considerando el establecimiento de contrapartes centrales en el mercado de depósitos interbancarios: de prosperar, dichas iniciativas renovarían de un golpe el mercado interbancario, actualmente bloqueado por las dudas sobre el riesgo de contrapartida del sistema bancario. Podríamos concebir funciones más constructivas para las infraestructuras de postcontratación. Por ejemplo, los reguladores deberían considerar procesos mediante los cuales los contratos de valores o de derivados que experimenten un crecimiento significativo y adquieran importantes cuotas del volumen de contratación en los mercados financieros globales estén sometidos a una estandarización y canalizados a través de las infraestructuras de postcontratación oportunas, con el objetivo de minimizar el riesgo total. Quería compartir con ustedes estas ideas para resaltar que no sólo lo que tenemos aquí y ahora es lo que importa para nuestro trabajo y empeño, sino que también importa lo que podríamos tener.

Les quiero hablar de mi propia experiencia y perspectiva respecto a la integración de los mercados financieros europeos. Mis opiniones se pueden resumir de la siguiente manera: en Europa los mercados se están integrando cada vez más, pero no con la suficiente rapidez. Los legisladores, no los mercados, son los que guían el proceso de integración mediante diversas reformas regulatorias. Mi experiencia reciente ilustra esto y puede darnos algunas lecciones sobre los retos de la construcción de infraestructuras de postcontratación eficientes, que hasta ahora siguen siendo ineficientes.

Una opinión muy generalizada, no sólo por parte de los participantes del mercado, sino también por parte de algunos reguladores, en particular Alan Greenspan, es que los mercados financieros son capaces de adaptarse por sí solos, y que por tanto requieren un liderazgo mínimo por parte de legisladores y reguladores. Esta opinión se justificaba mediante algunas observaciones correctas, como que quien mejor conoce la práctica y el funcionamiento de los mercados son los mercados mismos y

que los intentos de arreglar los mercados por parte de actores ajenos podrían causar más daños que beneficios. Hoy en día, el número de personas dispuestas a defender esta postura ha disminuido drásticamente. Mucho antes de la crisis financiera, yo siempre pensé que esta opinión era un peligroso error; que los legisladores y reguladores deben trabajar para comprender cómo funcionan los mercados, pero comprender también que no pueden rehuir su función. Mi propia experiencia tras el proceso de integración de los mercados europeos me ha convencido aún más de la importancia del papel de las autoridades para el buen funcionamiento del mercado financiero. Las autoridades proporcionan el pilar central de las instituciones del mercado. Las instituciones del mercado son un conjunto de mecanismos que permite a los participantes interactuar correctamente. En ausencia de buenas instituciones de mercado, los participantes del mismo no interactúan bien. Por tanto, el papel de las autoridades es siempre fundamental. En concreto, el papel de las autoridades es fundamental cuando se intenta modificar las cosas, como quedará claro dentro de un momento.

¿A qué me refiero cuando digo que los mercados europeos se están integrando cada vez más, pero no con la suficiente rapidez? Los economistas emplean a menudo el concepto de integración para medir la eficiencia internacional. El método habitualmente adoptado es el de medir las desviaciones de la ley de precio único. El estudio de las desviaciones de la ley de precio único es un mecanismo útil para identificar dónde están las distorsiones, y se realiza de forma rutinaria, también por las instituciones oficiales. En la zona euro, el Banco Central Europeo publica informes sobre la integración de los mercados financieros que aplican estos métodos.

Sin embargo, medir las desviaciones de la ley de precio único tiene sus limitaciones. En primer lugar, a menudo se da el caso de que no se pueden encontrar activos idénticos, y por tanto no se puede aplicar la ley de precio único. En estos casos los investigadores recurren a modelos de precios de equilibrio, de manera que la hipótesis de la integración se fusiona con la hipótesis de que el modelo de precios es el correcto. Además, cuando el análisis se hace muy detallado (en un análisis de equilibrio general, un bien queda definido no sólo por su naturaleza, sino también por el momento y el lugar), el test de la ley de precio único pierde poder. Por tanto, no es apropiado depender únicamente de la ley de precio único para determinar el grado de integración y eficiencia de los mercados financieros.

Un método alternativo para hablar de la integración es preguntar si activos similares o idénticos se contratan en mercados diferentes o en el mismo, y qué define un mercado financiero. Consideremos el caso de la Unión Europea o, de forma más ajustada, de la zona euro, y pensemos en valores para que sea más sencillo. ¿Podemos decir que en la UE o en la zona euro los mercados de valores están integrados? Un macroeconomista tendería a creer que así debería ser, basándose en dos observaciones: primero, en toda la UE existe la libertad de comerciar con valores entre los diversos estados miembros; y segundo, en la zona euro no existe el riesgo del cambio de divisas, y por tanto la comparación de los distintos precios de activos es directa y desaparece la última barrera de la contratación de valores. No obstante, el panorama real de los mercados de valores europeos es muy diferente. Esta discrepancia se debe al hecho de que el principio implícito básico que permite asociar la libertad de contratación con una integración perfecta es la competencia plena y la ausencia de distorsiones: dos condiciones que no se verifican en la práctica. Por tanto, cuando hablamos de los mercados financieros europeos, a menos que tengamos una base

que lo apoye de forma muy eficiente, seguimos contando con un importante grado de mejoras de eficiencia que deberíamos intentar explotar lo más rápidamente posible.

Lo que es particularmente interesante en el caso de Europa es que los mercados internos son, de acuerdo con muchos estándares, eficientes. Las barreras que impiden la integración no son barreras diseñadas para evitar que las personas accedan a los proveedores de servicios extranjeros; simplemente son mecanismos que fueron creados para reforzar la eficiencia de cada sistema nacional por separado. Las viejas normas de concentración de las bolsas o la conocida obligación de que los emisores utilicen un único depositario de valores —lo que garantiza el poder de monopolio al depositario de valores— pretenden, especialmente en los países donde dichas infraestructuras son públicas, maximizar la eficiencia y minimizar su coste para los usuarios (cuanto mayor sea el volumen, menor será el coste medio). Y aquí es donde surge el problema. Ahora la gente quiere acceder a otros mercados, pero los mecanismos que se concibieron para hacer que los mercados nacionales fueran eficientes hacen que el coste de acceso a otros mercados sea muy elevado, y evitan la integración de las infraestructuras de postcontratación.

Cuando se redactó el primer borrador del Plan de Acción de los Servicios Financieros, no contenía la infraestructura de los mercados financieros. Por tanto, supuso una especie de llamada de atención que el grupo organizado por la Comisión que yo presidí empezara a elaborar un trabajo que planteaba serias dudas acerca de la eficiencia de la postcontratación en Europa. Hace algunos años realicé una presentación ante el CEF, el Comité Económico y Financiero, empleando una metáfora. Las autoridades del CEF estaban satisfechas de tener una moneda única y flujos de capital liberalizados. Les dije que el estado de los mercados de valores de la UE era análogo al de la población después de una guerra: todos se alegran de la libertad recién adquirida, pero pasan por alto los enormes problemas que tendrán para sobrevivir con campos de minas, sin carreteras ni acueductos y sin electricidad. En la zona euro existe una fragmentación debida al hecho de que se trata de mercados nacionales diseñados para el mundo y operativos, pero no hay manera de unirlos como es debido. La libertad de los inversores contrasta marcadamente con el estado de las infraestructuras del mercado.

Al pensar en la infraestructura de los mercados financieros, lo primero en lo que hay que centrarse es en la tecnología empleada por los proveedores de infraestructuras. Yo argumento que la tecnología de las infraestructuras de los mercados financieros está lo más cerca posible a un coste marginal cero. La postcontratación implica procesar grandes volúmenes de información, pero no requiere una acción o decisión para cada transacción individual que se procesa. El proceso de transacciones es uno de los negocios financieros más fácilmente mejorables. Los proveedores de servicios de postcontratación, al igual que otras infraestructuras de los mercados financieros, han venido atravesando un proceso de desmutualización desde hace aproximadamente una década. En otras palabras, las empresas de postcontratación se han transformado de empresas mutuas (propiedad de los usuarios) o pertenecientes al gobierno, a simples sociedades anónimas privadas, en algunos casos cotizadas en bolsa. Desde su desmutualización, la rentabilidad de estas empresas, medida por ejemplo en base a la rentabilidad sobre sus fondos propios (ROE), ha sido muy elevada. Me gustaría plantear la pregunta de qué factores son responsables de este elevado ROE. En equilibrio, yo no esperarí que estas empresas tuvieran un ROE muy elevado,

ya que el negocio que realizan es de bajo riesgo (una especie de negocio de servicio público). Pero, al igual que los servicios públicos, cada infraestructura de mercado de un país disfruta de la condición de monopolio, ya sea por ley o de facto (recuerden mi observación anterior sobre el coste marginal cero). Por tanto, un ROE tan elevado puede explicarse de forma más satisfactoria por la naturaleza monopolista del negocio. Si esta hipótesis es correcta, es importante empezar a reconsiderar el gobierno de las infraestructuras de los mercados financieros. En particular, la posibilidad de que estas empresas monopolistas sean controladas por accionistas cuyos intereses no estén alineados con los de los usuarios plantea la posibilidad de estrategias y políticas de precios inapropiadas.

Consideremos ahora el proceso de reforma. Junto a la Comisión Europea hemos estudiado la geografía de postcontratación en Europa y recomendado una vía de reforma. Estas ideas se publicaron en dos informes que yo redacté junto con un grupo de expertos en mercados financieros. Había dos estrategias de reforma disponibles. Una estrategia descendente, inspirada en la experiencia de EEUU, hubiera implicado una consolidación horizontal coordinada de las empresas de postcontratación. Esta idea, evidentemente, quedaba fuera del ámbito de posibilidades de los proveedores privados. Pero también fue descartada por la Comisión, en parte debido a la resistencia misma de los actores implicados, pero en parte también por un motivo económico más sólido: una consolidación de arriba abajo del sector no hubiera eliminado de forma alguna las barreras que caracterizan al entorno de postcontratación en la UE. Las normas técnicas, las convenciones de mercado, la regulación y la legislación relativas a la compensación y la liquidación siguen siendo en gran medida contradictorias entre los distintos estados miembros de la UE. Hasta que se eliminen dichas incoherencias, el coste de procesar las transacciones seguirá siendo elevado, tanto si lo proporcionan proveedores integrados como si no.

Por lo tanto se decidió que sería un proceso de reforma ascendente. Se trataba de un diseño muy sofisticado: puesto que implicaba a diversos actores, públicos y privados, y a diversos países miembros, era esencial ofrecer un mecanismo de coordinación. La Comisión lo proporcionó con la creación del grupo CESAME, cuya tarea era recopilar información sobre lo que hacían las distintas partes implicadas y luego distribuirla a todas ellas. CESAME fue concebido como órgano de consulta que también recogería y repartiría información sobre el progreso de la reforma. Aquí es importante recalcar que, en lo que se refiere a las normas y convenciones, que los participantes privados del mercado deben cambiar, el proceso de reforma es completamente voluntario. En contraste, la normativa y la legislación sólo podrían ser sustituidas por nuevas normas y leyes, a través del proceso político de la UE tan bien conocido.

La siguiente tabla muestra el plan de trabajo (organizado en torno a las diversas barreras que se deben eliminar) y una evaluación muy concisa de su progreso hasta la fecha:

Número	Barrera	¿Qué ocurrió?	¿Eliminada? Si no, ¿cuándo?
1	Diferencias en estándares e interfaces de TI	Nuevo protocolo SWIFT	No; 2011
2	Restricciones nacionales sobre la ubicación de la compensación y la liquidación	Código de conducta MiFID	No
3	Diferencias en las reglas y procesos relacionados con acciones empresariales	Finalizándose nueva normativa	No
4	Ausencia de finalidad intradía entre los sistemas	Normativa finalizada	No; 2008
5	Impedimentos al acceso remoto	Algunos avances en MiFID. Código de conducta	No
6	Diferencias nacionales en los periodos de liquidación	Ningún avance	No
7	Diferencias nacionales en horarios operativos/plazos de liquidación	Nueva normativa	No; 2008
8	Diferencias en prácticas de emisión	Coordinación en la emisión y distribución por parte de las agencias de numeración	Sí
9	Restricciones nacionales en la ubicación de valores	En estudio por un grupo jurídico ad-hoc	No
10	Restricciones nacionales sobre la actividad de los creadores de mercado	Bajo consideración de la Comisión	No
11	Regulación sobre retención fiscal desfavorable para los intermediarios extranjeros	Grupo fiscal ad hoc ha identificado problemas y propuesto soluciones	No
12	Impuestos de transacciones recaudados a través de una herramienta integrada en un sistema de liquidación nacional	Grupo fiscal ad hoc ha identificado problemas y propuesto soluciones	No
13	Falta de un marco para toda la UE para tratar los intereses de los valores	En estudio por un grupo jurídico ad hoc	No
14	Diferencias nacionales en el tratamiento jurídico de las redes bilaterales de transacciones financieras	Directivas colaterales resuelven el problema	Sí
15	Aplicación desigual de las normas de conflictos de ley	En estudio por un grupo jurídico ad hoc	No

Como se ve, la mayoría de las barreras requieren una intervención del gobierno. Pero un análisis de la tabla conduce a la siguiente observación simplificada: lo que ha ocurrido es que parte del sector privado se ha movido, pero las autoridades no lo han

hecho. Esa es la conclusión de toda la historia: el sector privado se ha movido algo y las autoridades no se han movido. ¿Podría el sector privado haberse movido más? Mi opinión es que el sector privado podría haber conseguido más sólo si las autoridades hubieran demostrado más liderazgo. Puesto que reformas como estas requieren grandes inversiones, los participantes privados del mercado estarían dispuestos a gastar dinero sólo si tuvieran la certeza de que los gobiernos harían lo suyo por garantizar un mercado de postcontratación sin barreras en Europa. Pero ante la falta de señales concretas por parte de las administraciones nacionales, ¿por qué habría necesidad de emprender cambios costosos? Esta es mi interpretación simplificada del lento avance de las iniciativas del sector privado.

Es interesante, y un tanto embarazoso, destacar que, cuando se presentó la estrategia completa de reforma, nuestra previsión era que completar todo el proceso llevaría unos cuatro años. Eso fue en el año 2003. Podemos admitir que era una estimación algo ambiciosa, pero no enteramente irrealizable. Ha habido mucha resistencia a la emisión de una directiva sobre postcontratación, sobre la base de que el proceso para hacer que la directiva fuera efectiva tardaría demasiado. Pasados muchos años desde que se inició esta reforma, esta preocupación parece poco convincente. En la siguiente tabla se indican algunas de las fuerzas en juego que podrían explicar la economía política de esta reforma:

	Statu Quo	Reforma
Usuarios: intermediarios, gestores de inversión	Pagan un alto coste, aunque los costes se transfieren	Costes más bajos. Aunque no tan visibles, genera beneficios procedentes de nuevas oportunidades de negocio
Proveedores: para infraestructuras de mercados rentables	Altos márgenes de beneficio, volúmenes relativamente bajos, cuota de mercado protegida	Altos volúmenes, márgenes bajos, premio potencial de convertirse en proveedor único o sanción de ser absorbido

La tabla describe las preferencias de los distintos actores entre el statu quo y la reforma. La tabla muestra que la economía política de esta reforma tiene pocas probabilidades de alcanzar el éxito por sí sola. ¿Por qué? Porque los usuarios, desde luego, se beneficiarían de esta reforma, pero su percepción de los beneficios es muy vaga. En particular, como dije en mi introducción, los beneficios no se deben a un coste menor de lo que estamos haciendo aquí y ahora, sino más bien de lo que podríamos hacer si tuviéramos un sistema diferente. Alguien dijo algo muy bonito: el futuro sólo lo pueden predecir aquellos que lo inventan. Los beneficios de un mercado de valores profundamente integrado en Europa aún deben inventarse. Por tanto, los usuarios no tienen motivos concretos para impulsar activamente una reforma. Por otro lado, los proveedores tienden a sentirse más seguros bajo el statu quo, el único régimen donde se minimiza la amenaza de extinción. Y si los proveedores tienen accionistas que no son usuarios del mercado, sus incentivos para recorrer el camino de la reforma son aún menores.

#### 4.4 Eddy Wymeersch Presidente de CESR

### 1 Integración financiera

El futuro de los mercados financieros europeos, cuya participación en los movimientos mundiales de capital es cada vez mayor, depende de su integración. Aunque siempre existirá una buena justificación tipo “nicho” para la supervivencia de los mercados locales, el coste de capital será inferior allí donde haya una gran oferta y demanda. Por tanto, nuestros mercados financieros se han de integrar, lo que significa que todos los participantes del mercado deberían tener acceso a los mismos conjuntos de fondos en idénticas condiciones. El objetivo de la política de la UE consiste en lograr esta integración mediante la supresión de las fronteras que dividen los mercados, la armonización de las condiciones de acceso a los respectivos mercados nacionales y, por último, animar a los participantes en el mercado a que tomen parte en las actividades financieras de otros estados. La integración intraeuropea debería acompañar a la integración de los mercados de la UE en los mercados mundiales: naturalmente, los mercados europeos son los más importantes del mundo en muchos aspectos.

En la actualidad, la mayoría de estas condiciones preliminares se han cumplido en varios aspectos: los flujos de capitales se han liberalizado completamente, las normas de armonización se han aplicado en la mayoría de los campos y han desaparecido en gran medida las restricciones para iniciar transacciones en otros estados. Ahora bien, ¿hasta qué punto han conseguido estas medidas un mercado interno de productos financieros? ¿Continúan los mercados divididos a lo largo de las fronteras nacionales? ¿Se prohíbe a veces el acceso a los candidatos no deseados, por ejemplo, en el caso de las adquisiciones? ¿Y no piensan algunas autoridades en mecanismos de protección para impedir que terceros de otros estados miembros penetren en sus mercados, estableciendo para ello fondos soberanos de inversión?

Si se examina el panorama global de los servicios financieros, se percibe la integración en algunos segmentos importantes: se trata de los segmentos que forman parte de los movimientos de capital internacionales, como los mercados de divisas, los interbancarios e incluso los mercados de muchos valores negociados de manera pública, incluyendo los derivados. Sin embargo, otras actividades o productos financieros continúan siendo predominantemente nacionales, por ejemplo, la zona de pagos; aunque se espere una apertura en la tenencia de cuentas bancarias en el extranjero como consecuencia de la SEPA, las ventajas fiscales correspondientes a determinadas cuentas de ahorro podrían limitar los flujos transfronterizos. En el terreno de la financiación inmobiliaria, el negocio ha continuado siendo básicamente local, lo que probablemente se deba al carácter también local del aval inmobiliario inherente a este tipo de financiación. La compensación y la liquidación transfronterizas de valores continúan segmentadas, lo cual conlleva grandes gastos adicionales si se compara con la liquidación nacional. En algunos campos, lo que en apariencia

es un negocio transfronterizo importante es, de hecho, una deslocalización del mismo: así, muchos fondos de inversión se ofrecen desde Luxemburgo o Irlanda, pero este mínimo es fundamentalmente una actividad que ha cambiado de lugar, ya que la distribución de los fondos está principalmente en manos de bancos locales que han establecido el negocio en las citadas jurisdicciones. Esto mismo es de aplicación a los productos de seguros financieros.

La segmentación de los mercados se debe solamente en parte a la regulación: en varios aspectos se trata de un fenómeno estructural vinculado sobre todo a la estructura abrumadoramente doméstica del sistema bancario. Aunque el sistema bancario opere cada vez más de forma transfronteriza, sigue estando fuertemente vinculado a su base originaria nacional primigenia y, por tanto, vende fundamentalmente “en casa”. El idioma, la cultura y la fiscalidad también contribuyen a mantener a los consumidores dentro de los límites de su mercado local. Esto significa también que la integración de los mercados no se puede decretar mediante una ley administrativa: la regulación sólo puede crear el entorno dentro del cual florecerá una mayor actividad transfronteriza y, por tanto, una mayor integración.

La Comisión Europea publica con regularidad un informe sobre la integración del mercado financiero. El último se basa en las cifras de finales de 2006<sup>1</sup>. La reciente crisis ilustra que los mercados públicos de renta variable y de bonos están bastante integrados, lo que crea unos efectos de “transmisión del contagio” instantánea, como acabamos de experimentar sin duda alguna. Lo mismo es de aplicación a la liquidez. Sin embargo, el informe también señala o analiza algunos de los aspectos en donde la integración ha continuado siendo escasa. En el campo de la banca, los productos bancarios más habituales, como las cuentas corrientes, continúan siendo locales y las condiciones y las comisiones difieren enormemente entre estados miembros. No obstante, el informe indica que se puede apreciar una convergencia de precios, por ejemplo en los préstamos hipotecarios. De igual modo, señala los efectos integradores de las técnicas de venta a distancia, en las cuales se mantienen activos algunos operadores mundiales fuera de los mercados de la UE. Se reseña que en el sector asegurador la mayoría de los productos continuará siendo de carácter local debido al escaso grado de estandarización, aunque la competencia parece estar ejerciendo presión sobre las primas. En cuanto a las actividades posteriores a la contratación, las disparidades entre la compensación y la liquidación nacional y transfronteriza continúan siendo muy considerables cuando hablamos de las transacciones de valores (compensación y liquidación): la Comisión ha tomado iniciativas específicas para paliar este problema organizando, sobre la base de un código de conducta voluntario, una plataforma que abra el acceso y la interoperabilidad a los proveedores de infraestructuras junto con el ambicioso proyecto del BCE de organizar una plataforma central entre las organizaciones de liquidación (“T2S”) enlazada de manera directa con la plataforma de pagos (Target 2). El sector está trabajando para eliminar las barreras privadas restantes (las denominadas Barreras Giovannini), pero las iniciativas públicas van a la zaga.

Los efectos de la actual crisis sobre la integración financiera aún no están claros: los mercados públicos han demostrado su elasticidad para descubrir los precios y compensar y liquidar los productos tradicionales. Las preocupaciones persisten en los

---

1. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/cross-sector/fin-integration/efir\\_report\\_2007\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/cross-sector/fin-integration/efir_report_2007_en.pdf). Véase también el Informe sobre convergencia del BCE de 2008. <http://www.ecb.int/pub/pdf/conrep/cr200805en.pdf>.

mercados de derivados, al igual que la ausencia de un entorno efectivo de postcontratación. Sin embargo, en primer lugar se tendrá que asentar la polvareda para reevaluar los efectos de la crisis sobre el estado de la integración. Nadie se sorprendería de que la integración se haya debilitado desde comienzos de 2007, dado que, aunque se hayan producido algunas consolidaciones transfronterizas de gran calado, la intervención estatal en el sector bancario y asegurador ha tenido lugar exclusivamente dentro de las fronteras nacionales. En el momento de escribir este artículo, con la crisis agravándose, sería prematuro sacar conclusiones. Sin embargo, en el ámbito político se han llevado a cabo grandes anuncios que indican la necesidad de una acción común más contundente y se han alcanzado acuerdos para evitar que las actuaciones nacionales perturben la competencia entre los sistemas.

## 2 Enfoques de supervisión

La crisis crediticia actual constituye un desafío fundamental para el modelo de supervisión multiestatal europeo. Se oyen voces que piden la remodelación del marco supervisor y se ha constituido un comité bajo la presidencia de Jacques Delors, antiguo director gerente del Fondo Monetario Internacional.

Antes de mirar hacia el futuro, conviene recordar algunos aspectos del actual sistema de supervisión y el debate relacionado que se ha suscitado durante muchos años.

Se debería recordar que la supervisión financiera en Europa se basa en los sistemas de supervisión de sus 27 estados miembros soberanos, cada uno de los cuales tiene sus propios conceptos, estructuras, tradiciones y filosofías. Este intento consiste en encontrar una forma de poner en marcha una estructura de supervisión eficaz para un mercado cada vez más integrado, al tiempo que se tienen en cuenta algunas de las especificidades de los enfoques nacionales.

En la actualidad, el método de supervisión se basa en sistemas organizados a escala nacional de organismos supervisores nacionales que aplican reglas cada vez más armonizadas; estas reglas se aplican, ante todo y en primer lugar, a las instituciones establecidas en esa jurisdicción y que estén activas en ella. Debido a la creciente integración de los mercados, el aspecto transfronterizo está cobrando mayor importancia: tomando como base las reglas del tratado sobre libertad de establecimiento y sobre la libre prestación de servicios, las instituciones financieras tienen libertad para ofrecer sus servicios en el resto de los estados de la UE, ya sea estableciendo filiales o sucursales, ya sea simplemente ofreciendo sus servicios. Estas firmas o productos ofrecidos no estarán sujetos a requisitos adicionales, excepción hecha de unos cuantos<sup>2</sup>. Este sistema prohíbe a los estados miembros el cierre de sus fronteras a las empresas extranjeras incluso para “proteger” a sus propios ciudadanos<sup>3</sup>, dado que será aplicable un régimen más o menos similar en todos los estados. Técnicamente, el régimen conduce al reconocimiento mutuo, lo que significa que el régimen del país de origen sea aplicable incluso a las actividades que se desarrollen en el extranjero. Este sistema es aplicable a los servicios ofrecidos por sucursales o a distancia, en ambos casos cuando correspondan a la misma persona legal. No se aplica a los servicios que ofrezcan las filiales, ya que se trata de entidades legales separadas, constituidas conforme al derecho de otro Estado y sometidas a la supervi-

---

2. Por ejemplo, en liquidez o en condiciones de mercado local.

3. Obviando por ello la excepción general.

sión del Estado en donde la filial tenga su domicilio social. El sistema se basa en una plena confianza entre los supervisores: el supervisor anfitrión se abstendrá de ejercer cualquier actividad porque confía en la supervisión del país de origen. De manera excepcional, cuando parezca que las empresas actúan contra el derecho local, el Estado anfitrión podría invitar al Estado de origen a que adopte medidas correctoras y, en casos extraordinarios, el Estado anfitrión podría actuar él mismo.

Este régimen se aplica en el terreno de la supervisión a bancos y aseguradoras y, con algunas modificaciones, también en el caso de los valores.

### 3 Cooperación en el campo de los valores

Con respecto a las transacciones de valores, el reconocimiento mutuo y el régimen de competencia del país de origen se siguen de manera más estricta, ya que la supervisión se relaciona mayoritariamente con una transacción más que con una empresa o institución como consecuencia de la naturaleza de la materia. Todas las medidas europeas importantes, como las directivas sobre folletos, transparencia o adquisiciones, se basan en el régimen del Estado de origen, que es aquel en donde se sitúe la entidad que efectúe la transacción: se trata del emisor de los valores en todos los aspectos de la información pública<sup>4</sup>, del domicilio social del fondo de inversiones y del oferente en una oferta de adquisición. La regla explica por qué se aprueban los prospectos en un Estado y se pueden utilizar libremente en toda Europa sin ninguna otra aprobación (el denominado “pasaporte europeo”). El fenómeno es especialmente llamativo en el caso de las emisiones de los fondos de inversión. Puesto que la mayoría de estos últimos están registrados en dos jurisdicciones (Luxemburgo e Irlanda), la supervisión se ha concentrado sobre todo en estos dos estados, mientras que el resto de los estados han conservado la competencia sobre un número menor de fondos registrados en sus jurisdicciones (en torno al 20 por ciento del total).

Sin embargo, el principio también conoce algunas excepciones importantes: en el caso de la emisión pública de bonos, las transacciones se pueden someter a la jurisdicción del lugar en donde se coticen los bonos en un mercado regulado<sup>5</sup>. Esto lleva a una fuerte concentración en un número limitado de jurisdicciones de transacciones como son las emisiones o cotizaciones de bonos empresariales, los pagarés o certificados, los productos estructurados o instrumentos similares<sup>6</sup>.

Las reglas de negocio aplicables a los agentes de valores son en parte de carácter organizativo y, por ello, son competencia del supervisor de la firma en el lugar de la Unión en donde esté activo. Sin embargo, una vez que la empresa inicie actividades en el extranjero, algunas de ellas afectarán a la posición de los inversores locales que actúen con la empresa: de ahí que también se tengan que aplicar aspectos específicos y reglas locales. Esto genera una diversidad en la distribución de la competencia supervisora: las empresas prefieren tener un régimen aplicable a todos sus negocios, dondequiera que estén situados, mientras que los inversores deberían tener la capacidad de disfrutar de la protección del Estado allí donde estén radicados. Lo mismo

---

4. En relación con los folletos sobre emisión y cotización públicas, pero también con la información pública continua (información relacionada con la empresa) y las de los directores sobre la base de la directiva sobre abuso de mercado, etc.

5. Véase art. 2(m) Directiva sobre folletos.

6. En la bolsa de Luxemburgo cotizan 28.626 bonos; la mayoría de ellos no se negocian de forma regular, pero tienen, a efectos de gestión de activos, la categoría legal de “valores cotizados”.

es de aplicación a los supervisores: cuando los supervisores del país de origen y del país anfitrión tienen competencias en conflicto, esto conduce a la doble supervisión. Con el fin de evitar costes y cargas adicionales para las empresas, se han concluido acuerdos entre los supervisores, que se reparten las tareas entre ellos. Con el fin de alcanzar una solución práctica, se ha iniciado un protocolo entre los supervisores dentro del CESR que establece las directrices en torno a las cuales se puede organizar la colaboración. Ya se han concluido varios acuerdos entre supervisores por los que uno de ellos —en especial, aunque no necesariamente, el del país de origen— encarga al del país anfitrión que lleve a cabo todas las acciones de supervisión necesarias para asegurar el resultado que persigue la directiva, por lo que se refiere a la aplicación de las reglas de negocio en la jurisdicción anfitriona por parte de las firmas sometidas al supervisor del país de origen. Sin embargo el sistema continúa siendo optativo en algunos aspectos, pudiendo preferir ambos supervisores, por ejemplo, una participación por igual en los aspectos que tengan un impacto sistémico potencial. Se deberán desarrollar programas similares para compartir competencias en el marco de la supervisión futura de las agencias de clasificación de créditos y en el sistema de pasaportes para los servicios de empresas de gestión para UCITS, pudiendo estar situada la empresa gestora en un Estado distinto de aquel en donde se haya registrado el fondo de inversión. La Comisión prevé publicar las propuestas sobre ambos asuntos a finales de 2008.

#### **4 Complejidad en el campo prudencial**

En el campo prudencial, los asuntos son más complejos: este programa no sólo se ha basado en excluir a las filiales de la cobertura del reconocimiento mutuo y de la supervisión del Estado de origen, lo que conduce a complicadas cuestiones de coordinación entre los supervisores de origen y los del país anfitrión. Asimismo, la mayoría de los grandes grupos de servicios financieros se dirigen de forma integrada, sustrayendo parte de la organización interna de los bancos anfitriones al escrutinio de los supervisores locales. Aún más delicada es la presencia de establecimientos sistémicamente significativos, tanto sucursales como filiales: existe una preocupación legítima del supervisor del país anfitrión por el buen funcionamiento de las firmas sistémicamente relevantes en su jurisdicción, ya que estas últimas pueden provocar daños importantes a su sistema financiero. En el caso de los bancos sistémicamente importantes —y también compañías de seguros—, los depositantes y los tenedores de pólizas han de estar protegidos frente a la insolvencia de estas firmas allí donde los sistemas de garantía de depósitos continúan siendo nacionales —y muy diversos— en el campo de la banca y, en general, están ausentes en el campo de los seguros.

Asimismo, es probable que una crisis bancaria deje sentir unos efectos mucho mayores sobre la economía global y conduzca a unas consecuencias socioeconómicas negativas más fuertes que en los otros dos campos. Con el fin de mitigar estos efectos, los estados han levantado varias barreras de defensa: programas de garantía de depósitos, apoyo a la liquidez por parte de los bancos centrales como prestamistas de última instancia y, como último recurso, apoyo financiero de los estados, dado que son los únicos que pueden comprometer el presupuesto estatal y recurrir a los contribuyentes para evitar daños aún mayores. Todos estos mecanismos se conocen bien y varios ejemplos podrían ofrecer un buen conocimiento sobre las consecuencias de cada una de las acciones citadas. Sin embargo, en un contexto transfron-

rizo, se plantean inmediatamente cuestiones de soberanía: los sistemas de garantía de depósitos son muy diversos, continúan siendo un asunto nacional y el efecto global será muy diferente dependiendo de dónde esté registrado y supervisado el banco; los bancos centrales han sido capaces de proporcionar liquidez de forma coordinada dentro de nuestra propia jurisdicción basándose en el colateral disponible en el sistema, pero no está claro si eso también se aplicaría a las filiales extranjeras o al colateral compuesto por valores extranjeros. La coordinación en el campo de la intervención estatal se ha establecido recientemente en un protocolo de ámbito europeo, pero continúa estando limitada a los principios globales<sup>7</sup>, mientras que el apoyo real ha continuado siendo de carácter nacional. Sólo después de que la crisis adquiriera proporciones sistémicas se fijaron reglas relacionadas con las garantías estatales para las relaciones interbancarias sobre la base de un enfoque más armonizado, evitando la competencia destructiva entre los participantes individuales del mercado y entre los sistemas financieros nacionales. Se ha identificado el riesgo de arbitrajes reguladores y de terrenos de juego muy desiguales en varios rincones del mercado, conduciendo en última instancia a que se extendiera aún más la intervención estatal, incluyendo a las empresas que, hablando en términos objetivos, no la necesitaban. Todo esto constituye una difícil prueba para la idea europea: aunque el desafío pueda brindar una oportunidad sin parangón para una considerable mejora de cara al futuro, un fracaso tendría efectos muy destructivos para el futuro de la construcción europea.

## **5      Cómo se estructura la supervisión financiera en los estados miembros de la UE**

Antes de entrar en especulaciones sobre la futura organización reguladora en Europa, conviene ofrecer una breve visión de conjunto sobre la forma en que se estructura la supervisión en los distintos estados del Espacio Económico Europeo y en Suiza. En la actualidad, todos los estados de la UE de los 27 cuentan con un sistema de supervisión elaborado que se ocupa de la banca, los seguros (incluyendo a menudo los fondos de pensiones) y los valores. La forma en que se estructura la supervisión es distinta: algunos tienen tres supervisores principales (uno para la banca, otro para los seguros y un tercero para los valores), otros han centralizado todas las líneas de supervisión bajo un solo techo, mientras que el resto de los países cuentan con estructuras intermedias con distintas características, sumando en ocasiones hasta cinco agencias (como en el caso de Chipre). La tabla siguiente ofrece una visión de conjunto sobre la situación actual e identifica las categorías principales:

---

7. En marzo de 2008 se ha concluido un protocolo que bosqueja los procedimientos de cooperación de los estados, de sus bancos centrales y de los supervisores prudenciales en caso de que surja una crisis del sistema.

## Modelos de supervisión europeos

### Supervisores únicos o integrados

Alemania

Austria

Bélgica

Dinamarca

Estonia

Hungría

Irlanda

Islandia

Letonia

Liechtenstein

Malta

Noruega

Reino Unido

Suecia

<b>Sistema de tres pilares</b>	<b>Bancos</b>	<b>Valores</b>	<b>Seguros</b>
Eslovenia	BC		
España	BC		
Francia	BC		
Grecia	BC		Gobierno
Italia	BC		
Lituania	BC		
Polonia	BC		
Portugal	BC		
República Checa	BC		Gobierno
<b>Otros sistemas</b>			
Chipre	BC	V+S	V+S
Eslovaquia	BC	V+S	V+S
Finlandia	Supervisor bancario	Supervisor bancario	S
Luxemburgo	Supervisor bancario	Supervisor bancario	S
Países Bajos	BC	V	BC
<b>Cambios futuros Sistema Twin Peaks</b>			
España	BC	V	BC
Italia	BC	V	BC
Portugal	BC	V	BC

BC: Banco Central

V: Supervisor de valores

S: Supervisor de seguros

Es probable que esta tabla cambie, ya que está previsto que en algunos de los estados miembros los asuntos prudenciales se concentren en manos de los bancos centrales, mientras que los supervisores de los valores quedarán a cargo de los mercados y

dirigirán los asuntos de negocios. Esto último incluiría la revisión de las condiciones contractuales, la protección de los inversores y no sólo se relacionaría con los valores, sino también con los productos bancarios y de seguros. Resulta sorprendente que esta evolución sea más visible en la eurozona (Italia, España y Portugal), lo que probablemente se deba a la fuerte posición del BCE.

La colaboración entre los supervisores nacionales adopta formas distintas: la técnica tradicional de cooperación consiste en la conclusión de memorandos de entendimiento mediante los cuales los supervisores nacionales prometen fundamentalmente que intercambiarán información sobre sus entidades supervisadas en el ámbito nacional. A veces los acuerdos recogen disposiciones sobre asistencia mutua, sobre acciones conjuntas (incluyendo inspecciones conjuntas) y delegación de las tareas de supervisión. Algunos de los acuerdos se concluyen en el ámbito de los comités europeos de supervisores (como el Comité Europeo de Reguladores de Valores o CESR) y pueden incluso ser previos a la constitución del comité. Algunos de estos acuerdos se amplían aún más a escala mundial dentro de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) sobre la base del intercambio de información y asistencia que se haya acordado. El Memorando Multilateral de Entendimiento de IOSCO permite que los supervisores europeos firmantes recaben información en todo el mundo, lo cual es especialmente importante en el marco de las normas contra el abuso de mercado. Sin embargo, dentro de la UE, las obligaciones derivadas de estos acuerdos están siendo anuladas cada vez más por las disposiciones de la directiva sobre cooperación interna. Entre los pilares importantes para un futuro sistema de supervisión, las directivas mencionan en ocasiones la posibilidad de delegar tareas incluso entre los supervisores.

Las directivas han fortalecido de manera considerable la colaboración entre supervisores. Aparte de una obligación general de colaborar, normalmente recogen disposiciones específicas sobre la forma en que los supervisores deben tratar los aspectos de carácter transfronterizo. En muchos casos se han concluido protocolos, acuerdos o procedimientos adicionales entre los 27 supervisores dentro del marco de los comités europeos. Aunque estos acuerdos sean en gran medida voluntarios, constituyen los peldaños para un futuro sistema de supervisión coordinada.

La actual crisis financiera ha mostrado que el programa de supervisión europea necesita una revisión, especialmente en lo que concierne a los aspectos transfronterizos de la supervisión prudencial, habiéndose puesto sobre la mesa distintas sugerencias. El análisis siguiente trata de bosquejar tres programas que podrían servir de inspiración al futuro sistema de supervisión.

### **Programa 1 Ampliar el papel del supervisor de grupo**

En el campo prudencial, donde la coordinación entre los distintos supervisores nacionales implicados en la supervisión de un grupo transfronterizo ha cobrado importancia, se han concluido MOU que implican a los supervisores competentes de un banco o grupo de bancos específicos. Recientemente, se ha visto una tendencia a reagrupar a los supervisores que participan en colegios bajo la dirección general del supervisor de la empresa matriz, llamado el “coordinador” o “supervisor de grupo”. El papel de este último, aparte de sus propias competencias sobre la base de la ubicación de la empresa matriz en su propia jurisdicción, consiste principalmente en coordinar la acción de los distintos supervisores afectados. Este fue el enfoque original de la directiva sobre conglomerados financieros. La directiva sobre requi-

sitos de capital fue un paso más allá y otorga al coordinador el poder de adoptar decisiones en determinadas materias que son aplicables a todo el grupo, tras haber consultado de manera exhaustiva a los supervisores y haber intentado alcanzar un acuerdo con ellos. La futura directiva sobre supervisión de seguros —conocida comúnmente como “Solvency II”— llevaría este enfoque un paso más adelante, permitiendo que el supervisor de grupo decida sobre un cierto número de asuntos que afecten al grupo en su conjunto. Más recientemente, la Comisión puso sobre la mesa una propuesta destinada a modificar el CRD de forma que se concederían poderes mayores al supervisor de grupo dejando la coordinación de otros asuntos al colegio. Sin embargo, varios de los estados miembros, si no la mayoría de ellos, se oponen con firmeza a los dos últimos cambios en el patrón de la supervisión.

Fundamentalmente, este programa se reduce a la centralización de determinados asuntos en manos del supervisor de grupo, mientras que se dejan otros asuntos de naturaleza más local a los supervisores del país anfitrión.

Por tanto, se plantea la cuestión de si Europa va por el buen camino creando paso a paso un programa de supervisión según el cual el supervisor de grupo o “principal” sería el encargado de decidir sobre la mayoría de los asuntos del grupo, ampliando de este modo su autoridad tanto a las sucursales como a las filiales, aunque manteniendo determinadas competencias y privilegios para los supervisores del país anfitrión. Es probable que esta opción dé como resultado un programa por el que los estados más importantes de Europa, en donde se sitúan los mayores grupos, ejercerían el poder de supervisión sobre la mayoría del sistema financiero europeo, dejando las jurisdicciones más pequeñas a cargo de los actores básicamente locales. Este programa tendría sin duda ciertas ventajas: daría lugar a una toma de decisiones clara por parte del supervisor principal y, por tanto, permitiría su liderazgo y responsabilidad en caso de necesidad. Asimismo, permitiría la concentración y la especialización junto con la acumulación de los conocimientos necesarios, lo que evitaría la concentración que conllevaría un programa totalmente centralizado. También paliaría el temor a una elevada concentración del poder económico manteniendo una forma limitada de competencia entre los distintos supervisores principales nacionales, pero también podría crear distorsiones en el terreno de juego igualitario entre los estados de la UE, dado que las jurisdicciones nacionales pueden no aplicar necesariamente las mismas normas en el mismo sentido, mientras que se puede temer que una mayor diferenciación entre los bancos grandes y los pequeños pondría en peligro la supervivencia de estos últimos.

El programa por el que se fortalecería al supervisor principal tendría la ventaja de que se crearía a partir de los sistemas existentes sin revolucionarlos. Se evitaría el complejo de “gran policía” y las preocupaciones sobre la falta de legitimidad democrática, al tiempo que permitiría la participación variable de los supervisores del país anfitrión según una escala móvil, que se analizaría tomando como base los acuerdos individuales con el apoyo de instrumentos de supervisión como la delegación, la cual permitiría una descentralización suficiente.

La introducción de este sistema de supervisión financiera europea solamente resolvería la parte más sencilla del problema. De igual modo, se ha de trabajar más a fondo con respecto a la coordinación de la acción transfronteriza de los bancos centrales, distinguiendo su capacidad como prestamista de última instancia de su actividad de macrosupervisión, y perseguir una mayor coordinación de los tesoros nacionales acordando criterios, estándares y directrices comunes en relación con su

intervención sin comprometerse, claro está, a destinar a ella una cantidad de fondos concreta. Con respecto al último punto, los estados han ofrecido una fuerte resistencia a cualquier fórmula o compromiso: se podría encontrar una solución intermedia en el apoyo, con el presupuesto de la UE, a una cierta cantidad de medios que permitiría al BCE la búsqueda de soluciones más allá de su función de prestamista de última instancia y antes de que intervenga el Estado. Es probable que haya una considerable resistencia a esta idea.

### **Programa 2 Ampliar el papel del supervisor de grupo y fortalecer el actual papel coordinador de los comités de Nivel 3.**

Una solución intermedia entre una forma de coordinación más bien suave de los supervisores nacionales (programa 1) y un supervisor completo centralizado europeo (programa 3) se podría encontrar en el fortalecimiento de los actuales comités de Nivel 3 otorgándoles un papel mayor en la coordinación del proceso de supervisión de los supervisores nacionales. El razonamiento se fundamenta en la hipótesis de que se debería definir el papel de los supervisores de grupo según se ha mencionado en el programa 1.

Dado que los supervisores nacionales fuertes no siempre están dispuestos a actuar siguiendo las mismas directrices, lo que genera el riesgo de un arbitraje regulador, es necesario un organismo coordinador. En Solvency II se consideró que esto era la tarea del Comité de Nivel 3, permitiéndole que ejerciese poderes reforzados de mediación. El actual proceso de mediación voluntaria sería no obstante insuficiente para alcanzar este objetivo, ya que la mediación no tiene hoy día una naturaleza vinculante. La función del comité de nivel 3 se debería aumentar hasta una función de arbitraje, basarse en normas vinculantes claras y estar abierta a la revisión judicial ante el TEJ.

¿Cuál debería ser el papel de este organismo central de supervisores? ¿Tomar decisiones en lugar del supervisor nacional? ¿Ejercer poderes de supervisión reales engranándose con las instituciones individuales hasta llegar a la imposición de sanciones? Mi respuesta sería sin duda negativa: no veo buenos argumentos para que el CESR apruebe todos los folletos sobre emisiones de valores o los documentos de oferta de adquisición. Esto sería altamente ineficaz, diluiría la responsabilidad sobre las transacciones básicamente locales y crearía una fuerte burocracia.

Por ello, se debería aclarar el cometido de un futuro organismo de coordinación europeo. Los comités de nivel 3 ya están comprometidos en la actualidad en un proceso activo de emisión de estándares, recomendaciones, orientación, etcétera, que conduce a un proceso creciente —aunque aún no sea satisfactorio— de convergencia por medio de la armonización y la coordinación. El proceso es lento y a menudo arduo, aunque el cambio normativo reciente según el cual se pueden decidir los asuntos por mayoría cualificada es probable que lo acelere. Sin embargo, todo este trabajo del Nivel 3 es voluntario: las autoridades competentes de los miembros no quedan obligadas por la decisión y se pueden negar a aplicarla siempre que indiquen los motivos para su negativa (“cumplir o explicar”), siendo todavía diferente incluso la aplicación de los estándares comunes: el Panel de revisión hace un seguimiento de la aplicación, pero en caso de que no se lleve a cabo, el panel solamente puede notificar su conclusión. Según el programa 2, el Comité participaría fundamentalmente en el desarrollo de reglas de coordinación e interpretaciones del tipo que desarrollan en estos momentos los comités de nivel 3, pero sobre una base vinculante. El programa

no diferiría en lo básico de lo que hacen hoy día los comités del nivel 3, exceptuando que las decisiones aprobadas por los miembros se podrían declarar vinculantes para todos los miembros. El Comité podría obligar a aquellos miembros que no cumplieren a que lo hicieran y, en caso de negativa, se podría elevar el asunto a la Comisión dentro de sus poderes enmarcados en el nivel 4. Se podría tener en cuenta el efecto externo de la decisión del Comité, lo que permitiría a los participantes del mercado valerse de las decisiones del comité de nivel 3 en su relación con un supervisor nacional<sup>8</sup>.

El programa 2 constituiría sin duda una mejora en relación con la situación actual y facilitaría la integración del sistema regulador. Sin embargo, no aseguraría la misma integración en cuanto a la supervisión real, ya que los supervisores nacionales continuarían siendo los dueños de sus procedimientos y sus enfoques cuando traten con los participantes del mercado. Otorgar a los participantes del mercado el derecho a quejarse ante el Comité y posiblemente también a que este último revise las decisiones nacionales constituiría una respuesta a estas preguntas. No obstante, podría ser objetable para los supervisores nacionales que pudiesen considerar que no existe una justificación para que sus colegas revisen sus decisiones o acciones individuales.

La actividad adicional de convergencia de los comités podría consistir en la intervención en conflictos entre jurisdicciones, incluyendo los casos de no aplicación o falta de convergencia que le presenten al comité los participantes del mercado. El comité actuaría aquí como mediador o como árbitro en los casos que se especifiquen.

La ampliación de los poderes de los comités también significaría que la dirección de estos últimos se ha de adaptar a esa nueva realidad y que se han de reforzar sus medios financieros y sus recursos humanos.

Las ventajas de este programa se derivan principalmente de una mayor coordinación de la acción del supervisor, al tiempo que se permite que los supervisores nacionales tengan en cuenta las especificidades de las situaciones locales. Las decisiones dentro de los comités deberían seguir contando con el apoyo de la gran mayoría de sus miembros, lo que daría lugar a unas garantías “democráticas”. Asimismo, las funciones reguladoras en los tres niveles cobrarían incluso más importancia: los comités actuarían como legislador y como primer aplicador de sus propias normas, siendo competencia de la Comisión la aplicación legal última.

### **Programa 3 Un supervisor europeo**

Se han presentado otros programas en los cuales la característica clave común es la centralización completa en el ámbito europeo. Como es obvio, ninguno de estos programas ha planteado el problema de si tanto la supervisión bancaria como la aseguradora han de tratarse bajo un solo paraguas, como es ahora el caso en la mayoría de los estados de la UE y, lo que es más, si se ha de incluir la supervisión de los valores o de la dirección de los negocios.

Han circulado distintos programas. Algunos de ellos proponen que se cree una estructura similar a la del BCE en la cual las autoridades locales actuarían como agentes delegados o ejecutivos del organismo central que establezca los criterios (“sistema en estrella”). Esto crearía un campo de juego igualitario, dado que todos

---

8. Esto sería cierto tipo de efecto directo.

los supervisores nacionales actuarían según las mismas normas y la coordinación quedaría garantizada por el centro que supervise las decisiones de los “brazos de la estrella”. Esto también reforzaría la supervisión de una forma considerable, porque se podría poner a trabajar un mayor número de conocimientos y de recursos en el ámbito central. Las decisiones sobre política se tomarían y se declararían aplicables sobre una base europea. Los participantes del mercado se enfrentarían, en teoría, a un conjunto de reglas.

Algunos creen que este enfoque debería ser aplicable solamente a la eurozona, probablemente con la esperanza de que se pueda encontrar la voluntad política para hacer uso del artículo 105(2) del Tratado y permitir que el BCE ejerza la supervisión prudencial; permitiría el refuerzo de la supervisión aun si los estados sin el euro no desearan tomar parte.

Otra propuesta que tiene el apoyo del Parlamento Europeo y del BCE introduciría este tipo de organización en el caso de los mayores grupos bancarios transfronterizos, que rondan los 45 y que representan el riesgo sistémico real.

Según otra tendencia, la Unión debería constituir una agencia especializada comparable a otras en este campo, por ejemplo la aviación o el control de los alimentos. La agencia tendría un poder individual para adoptar decisiones, por ejemplo para decidir sobre los modelos de riesgo, o registrar las agencias de clasificación, pero sin poder normativo. Algunos han sugerido la idea de que la agencia comprobaría si un producto financiero determinado es adecuado para el “consumo”, examen que sería comparable a los que efectúan la Autoridad Europea para la Seguridad Alimentaria o a la Administración de Alimentos y Fármacos (FDA) de EEUU. Los bancos, al menos los de depósitos, y los inversores al por menor no estarían autorizados a adquirir productos que no se hubieran declarado aptos para el “consumo”.

Se propuso en una versión previa la organización de un tipo de supervisión paneuropea para los productos que se distribuyan por toda la Unión (el denominado “régimen vigésimo sexto”). Serían los productos financieros más sencillos y más ampliamente distribuidos (por ejemplo, seguros automovilísticos), lo que garantizaría, al menos para estos, un grado mayor de integración en el mercado. Obviamente, no se tratarían los asuntos prudenciales.

Muchos estados miembros se oponen al establecimiento de una organización europea unificada de supervisión porque no desean ceder su soberanía en estos aspectos tan delicados, en especial dado que pueden existir importantes riesgos financieros en caso de una crisis sistémica. A falta de una disposición clara sobre el reparto de cargas y la autoridad fiscal, la pregunta que se plantea naturalmente es: ¿Quién apoyará la acción de emergencia, dado que ningún Estado querrá, o incluso estará legitimado, para apoyar el sistema financiero de otro Estado con el dinero de sus propios contribuyentes? La misma reserva se aplica al BCE a la hora de actuar como supervisor prudencial: a diferencia de los bancos centrales nacionales, en tanto que no existe un Estado, no hay ningún contribuyente detrás del BCE para aportar fondos en caso de rescate de un banco y no se ve la forma en que el BCE podría convertirse en un actor creíble en este campo. La pregunta puede ser por tanto: ¿cómo se crea este apoyo estatal para el BCE, organizando un fondo común o haciendo que sean los propios estados quienes se comprometan? Esta línea de razonamiento se podría debatir más a fondo.

Otros temen que se pueda establecer una gran superburocracia sin una clara legitimidad democrática. Asimismo, señalan la diversidad de regímenes normativos, so-

ciales o lingüísticos que se interpondrían a un solo sistema de supervisión. También se cita la falta de proximidad y de comprensión de las situaciones locales, lo que genera el temor de un régimen opresivo. De igual modo, no queda claro si se podría lograr la creación de un organismo de supervisión para toda Europa, lo cual implica una importante transferencia de poder soberano, sin cambiar el Tratado. Se hace referencia a las agencias europeas, pero la mayoría de ellas son primordialmente órganos consultivos sin poder regulador y solamente las agencias más nuevas tienen competencias para tomar decisiones, como por ejemplo es el caso de la AEA, la Agencia Europea de Aviación.

Es probable que las necesidades sean diferentes en el campo prudencial si se compara con la supervisión del negocio de los valores: en el primero es necesaria una legislación pormenorizada —como la que ya han emprendido los comités CEBS y CEIOPS— para permitir una mayor eficacia de la supervisión y que se tome en cuenta la integración cada vez mayor de los mercados de la banca y los seguros. Los campos donde se necesita un mayor progreso son la fijación de unos requisitos comunes de información, la delimitación de los procedimientos de supervisión, etc.: no es seguro que este objetivo se pueda alcanzar con facilidad excepto dentro de un sólido proceso de toma de decisiones centralizado en el ámbito europeo. Sin embargo, la acción de supervisión individual rara vez es un asunto en el que participarían todos o la mayoría de los inversores, dado que los grupos bancarios o de seguros actuales solamente están activos en unos pocos mercados, pero no en todos los estados miembros. Por tanto, parece razonable afirmar que se puede abordar mejor la supervisión en la esfera del colegio de supervisores correspondiente y no en un organismo paneuropeo en donde las partes que no están directamente afectadas tomarían las decisiones. Naturalmente, esto supondría que los colegios trabajasen de forma eficaz, que contasen con los poderes necesarios y que las decisiones se pudiesen aplicar con eficacia.

Un futuro organismo europeo tendría además un papel de vigilancia con respecto a la acción de supervisión desarrollada en el ámbito nacional para garantizar que en cada una de las jurisdicciones afectadas la supervisión prudencial sea de calidad suficiente y alcance el mismo grado de efectividad. Aunque se pueda esperar que las decisiones de un organismo integrado sean idénticas al margen del lugar en donde se hayan adoptado, es probable que exista una necesidad de adaptación a los requisitos y costumbres locales sin perder de vista el respeto a los estándares generales que se determinen a escala europea.

La creación de un nuevo organismo europeo podría desencadenar arduas discusiones sobre la relación con los bancos centrales y, más concretamente, con el BCE. En todo caso se tendrán que llevar a cabo estas discusiones, ya que durante la crisis actual ha quedado ilustrada sin duda alguna la necesidad de una coordinación más exhaustiva de la supervisión bancaria con los bancos centrales. Parecen posibles dos modelos: según el primero, la supervisión prudencial quedaría absorbida por el banco central, en cuyo caso es probable que desaparezca el problema. En un segundo modelo, se ha de tender un puente entre el banco central y el supervisor prudencial, con lo que, al margen de una información y de unos procedimientos mutuos, se ha de alcanzar un acuerdo claro sobre los poderes respectivos.

## 6 Conclusión

Se debería abordar en un futuro cercano el debate sobre el camino a seguir en el campo de la integración de los mercados financieros europeos. La crisis habrá de servirnos de lección. En este documento sólo se han desarrollado los temas relacionados con la estructura de supervisión. Se podrían concebir tres modelos principales, de los cuales el segundo parece ser el preferible, ya que responde mejor a los objetivos presentes y futuros sin revolucionar el sistema. También es el sistema que permite participar a todos los estados miembros, tanto a los pertenecientes a la eurozona como a los que están fuera, lo cual no sería probablemente el caso con el tercer modelo. Iría en detrimento de la credibilidad del sistema de supervisión de la Unión que uno de los principales centros financieros mundiales no participase, lo que extendería un sistema de dos velocidades al campo de la regulación y la supervisión financieras.

El tercer programa está menos adaptado a la supervisión de los valores, que es primordialmente un negocio del Estado de origen y en donde la aplicación de este programa exigiría unos esfuerzos muy considerables y desproporcionados. En el caso de los asuntos relacionados con los valores, el primer programa, o preferiblemente el segundo, ofrecen las respuestas correctas. En el caso de los asuntos prudenciales, las diferencias entre el segundo y el tercer programa son más formales que funcionales y se relacionan principalmente con cuestiones de toma de decisiones y de poder. Sin embargo, el primer objetivo de cualquier reforma debería ser el de contar con un sistema de supervisión más eficaz que ofrezca una mayor protección a los ahorradores y a los inversores de nuestros estados.

## 5 Retos de la supervisión financiera en España

**Pedro Solbes**

**Vicepresidente Segundo del Gobierno y Ministro de Economía y Hacienda**

Es para mí un placer participar en esta conferencia con motivo del XX aniversario de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

A la vista de la creciente importancia de los mercados de capitales en la intermediación de los flujos de ahorro e inversión y del papel tan destacado de los shocks financieros como determinantes de la actual coyuntura económica, resulta especialmente apropiado debatir sobre las perspectivas de los mercados de valores y su regulación y supervisión, así como la del sistema financiero en conjunto, ya que cada vez es más clara la intensa interconexión entre la actividad bancaria tradicional y los mercados de valores.

Es aún más oportuno este debate en estos días en los que vemos cómo las tensiones en los mercados financieros, lejos de remitir, se recrudecen; lo hemos visto esta semana con la declaración de bancarrota de Lehman Brothers, el cuarto banco de inversión de Estados Unidos, la compra de Merrill Lynch por el Bank of America o la intervención de AIG, una de las mayores aseguradoras del mundo, para evitar su quiebra de forma desordenada. Y continúan produciéndose nuevos movimientos en el mundo financiero: la adquisición de Halifax, el primer banco hipotecario británico, por Lloyds, que se convertirá en el mayor banco minorista del Reino Unido, o la búsqueda de un socio con quien fusionarse por parte de Morgan Stanley (y posiblemente todavía veamos algunas operaciones más). En definitiva, estamos presenciando una profunda reestructuración del sector. En esta situación, las autoridades económicas europeas están tomando las medidas necesarias para asegurar el buen funcionamiento del mercado, y el pasado fin de semana durante la celebración del Ecofin informal en Niza reforzamos nuestra estrategia para dar una respuesta coordinada a la crisis.

En este contexto de gran inestabilidad, debemos todos —sector público y privado— realizar un esfuerzo por mantener la serenidad y contribuir a restablecer la necesaria confianza que permita la vuelta a la normalidad del sistema y el gradual regreso de los inversores a los mercados de valores.

Sin embargo, en épocas de incertidumbre es más importante que nunca no perder la perspectiva del largo plazo. Si comparamos el panorama actual con la situación

en 1988, fecha de creación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se hace evidente la intensa transformación experimentada, no sólo por los mercados financieros, sino por nuestras economías en general. En el caso concreto de España, la economía ha cambiado profundamente, modernizándose de forma muy notable e integrándose más intensamente en la economía mundial. En este tiempo, la economía ha crecido de forma sostenida, permitiendo una destacable convergencia hacia el nivel de renta per cápita de los países más avanzados de Europa. El sistema financiero ha jugado un papel destacado en este proceso, al permitir la movilización del ahorro hacia las oportunidades de inversión y el reparto de los riesgos, mostrando un gran dinamismo, creciendo de forma continua y desarrollando múltiples instrumentos novedosos. Es justo destacar la gran labor que viene realizando a lo largo de este tiempo la CNMV, garantizando la transparencia en los mercados de valores y asegurando la debida protección de los inversores.

Posiblemente España sea una de las economías que más ha aprovechado en los últimos años —especialmente tras la adopción del euro— la posibilidad de acceder al ahorro exterior con el fin de financiar el fuerte esfuerzo inversor que ha protagonizado la última fase expansiva.

En conjunto, la valoración de este proceso debe ser positiva, aunque no ha estado exento de algunas debilidades que se han puesto de manifiesto a lo largo de los últimos meses, a medida que la crisis originada en Estados Unidos se ha ido extendiendo de forma rápida y generalizada por los mercados de crédito internacionales. La dislocación que sufren actualmente los mercados financieros no debe impedirnos reconocer la importante contribución de este sector al desarrollo económico. Más bien al contrario, al mismo tiempo que se adoptan medidas correctoras para hacer frente a las turbulencias financieras actuales, tanto el sector público como el privado debemos extraer lecciones de esta crisis para fortalecer los mercados financieros de cara al futuro. Las turbulencias han hecho evidentes las deficiencias en el funcionamiento de los mercados, en algunos sistemas financieros más que en otros, y, por lo tanto, la conveniencia de mejorar los sistemas de supervisión y regulación, que necesitan adaptarse a la rápida evolución de la innovación financiera y la creciente integración financiera internacional.

Me van a permitir que centre mis comentarios en el sector financiero europeo, si bien los argumentos son en general igualmente válidos a nivel global. En los últimos diez años, el marco institucional del sector financiero de la Unión Europea ha experimentado una profunda revisión. A pesar de la inestabilidad reinante en los mercados, creo que las reformas realizadas han ido en la dirección adecuada y que debemos continuar avanzando por ese camino. Sin duda, la situación actual está poniendo a prueba los sistemas financieros de todo el mundo y, en este sentido, creo que la Unión Europea está soportando relativamente bien las tensiones financieras. Esto no es casualidad, sino que responde a un marco europeo que, comparado con el de otras economías, ha resultado más coherente y predecible y ha enfrentado mejor los fallos del mercado. No obstante, se han hecho evidentes debilidades importantes que deberemos corregir para reducir el riesgo de crisis similares en el futuro.

En este contexto, la Unión Europea debería, en mi opinión, centrar sus esfuerzos en los objetivos que tratamos a continuación.

En primer lugar, continuar con la ejecución de la hoja de ruta para hacer frente a la inestabilidad financiera que aprobó el Ecofin en octubre de 2007. Sin embargo, aún

estamos lejos de haber logrado la vuelta a la normalidad en los mercados, que continúan viéndose muy afectados por la deterioro de la confianza. Por eso, es necesario seguir trabajando siguiendo las directrices fijadas en ese documento: aumentar la transparencia, perfeccionar los sistemas de valoración de activos, reforzar el marco prudencial y mejorar el funcionamiento del mercado.

En la actual coyuntura, la mejor manera de evitar una potencial espiral negativa en la que la debilidad del crédito y del crecimiento se retroalimenten es tener un sistema financiero sólido y eficiente. En Europa, en general, tenemos entidades financieras sólidas, pero se necesita restablecer la confianza, y con ella la liquidez, que permita a los inversores aprovechar las oportunidades que surgen.

También es urgente avanzar en la conformación de un marco adecuado para prevenir y gestionar las crisis a nivel europeo. En mi opinión, es conveniente complementar los mecanismos de cooperación informal existentes con la creación de algunos instrumentos legales armonizados, en particular en materia de fondos de garantía de depósitos y de intervención en caso de crisis. Considero que estas son dos de las áreas de trabajo más importantes y urgentes que deberán reforzar la capacidad europea para prevenir crisis y minimizar sus costes sociales.

De gran importancia es comprender y analizar debidamente las lecciones que nos proporciona el actual periodo de inestabilidad financiera. Una cuestión esencial es evaluar cómo debemos reformar el sistema para suavizar las fuertes fluctuaciones cíclicas de la liquidez, el crédito y los precios de los activos. Hace tiempo que se viene trabajando en este campo. A nivel teórico podemos destacar los trabajos del Banco Internacional de Pagos, promotor de la incorporación a nivel global de elementos estabilizadores en los esquemas de regulación y supervisión. A nivel práctico, me gustaría mencionar la introducción en España ya en el año 2000 de una provisión dinámica que obliga a las entidades de crédito a realizar provisiones adicionales durante la fase alcista del ciclo, que podrán ser utilizadas durante la fase bajista, lo que tiene un efecto estabilizador. Otras cuestiones importantes en las que es necesario seguir trabajando son la búsqueda de mecanismos que permitan neutralizar el efecto procíclico de los requisitos de capital y de la contabilidad basada en el valor razonable.

Por otra parte, creo que uno de los objetivos prioritarios para la Unión Europea debería ser seguir impulsando la integración financiera. En estos momentos de fuerte inestabilidad e incertidumbre, inevitablemente cobran más peso algunas actitudes menos partidarias de la integración, y no sólo en el mundo financiero, sino más allá incluso del ámbito económico. Si bien este comportamiento es comprensible, sería un error dejar que se impongan esas posturas. Los avances en la integración financiera europea en los últimos años nos están ayudando a soportar las turbulencias. Es más, si los mercados de deuda privada hubieran estado menos fragmentados y hubieran sido más líquidos, habrían ayudado a suavizar el impacto del contagio financiero. Por este motivo, es importante realizar un esfuerzo para eliminar las barreras a la integración que aún afectan a varios mercados.

Ante la creciente integración financiera, se está debatiendo sobre cómo mejorar la eficiencia del sistema supervisor en un escenario con una mayor importancia de los grupos que operan en varios países. En esta línea, se prevé implantar mecanismos que favorezcan la convergencia en las prácticas supervisoras de los distintos países y se continúa trabajando en la mejora de la supervisión de los grupos financieros

transfronterizos. En este sentido creo que es importante definir un sistema que incluya un reparto equilibrado de poderes entre los supervisores, mecanismos eficaces de intercambio de información y que garantice igualdad de trato a todos los clientes y accionistas en caso de crisis.

Afortunadamente, en España disponemos de un sistema financiero con entidades solventes y con un marco de regulación y supervisión que es reconocido internacionalmente por su calidad y rigor. Sin ninguna duda, esto nos está ayudando a soportar mejor las tensiones financieras de los últimos meses. Sin embargo, es conveniente continuar adaptando el sistema a los cambios que se vienen produciendo en los últimos años. Sobre esta adaptación venimos trabajando desde hace algún tiempo, no se trata por tanto de una reforma surgida de forma apresurada al calor de la crisis.

La evolución del sector financiero aconseja reconsiderar la división tradicional entre supervisor bancario, de seguros y de los mercados de valores. Creemos conveniente proceder a una redefinición del papel de los supervisores y a una atribución más razonable de tareas, que explote las fortalezas de cada supervisor en beneficio de la eficacia general del sistema y la protección del ahorrador.

La reforma prevista se articulará en torno a dos instituciones básicas:

- el Banco de España, al que se atribuirá la supervisión prudencial sobre los riesgos y la solvencia de todas las entidades financieras (bancos, entidades aseguradoras y empresas de servicios de inversión),
- y una nueva Comisión Nacional de Servicios Financieros que vigile el correcto funcionamiento y la transparencia de los mercados financieros, mediante la supervisión de la conducta de los intermediarios en su relación con los inversores, los ahorradores, los asegurados y, en general, con todos los consumidores de servicios financieros.

Para esta tarea me gustaría seguir contando con Julio Segura y así lo propondré al Consejo de Ministros.

Próximamente se iniciarán las conversaciones con los sectores implicados para garantizar un proceso riguroso de reforma, sin precipitación, que asegure un sistema de supervisión para nuestro país adaptado a la rápida evolución del sector financiero y que nos ayude a mantenernos dentro del grupo de aquellos países en los que la supervisión está demostrando una mayor eficacia.

En definitiva, nos encontramos en una etapa muy exigente tanto para los gestores privados, como para las autoridades del sector público, que requiere una actitud responsable por parte de todos así como capacidad de reacción y liderazgo de las autoridades financieras para conseguir restaurar la confianza perdida, reducir la incertidumbre y restablecer el normal funcionamiento del sistema financiero internacional.