

NUEVAS ENSEÑANZAS DE LA CRISIS PARA UN SUPERVISOR DE MERCADOS

Por el Académico de Número
Excmo. Sr. D. Julio Segura Sánchez*

El año pasado tuve ocasión de hablarles sobre las enseñanzas que de la crisis internacional actual podía obtener un supervisor financiero de mercados con competencias muy limitadas en el área de la solvencia. Como la crisis ha adquirido dimensiones no previsibles hace ahora un año, agudizándose de forma muy notable a partir del segundo trimestre de 2008, me voy a permitir volver a hablarles del tema, porque las enseñanzas han aumentado. No se preocupen, no repetiré nada de lo que ya comenté en 2008. Desgraciadamente, la crisis permite hablar varias veces de ella sin repetir ni argumentos ni descripciones.

La intervención del año pasado discutió los motivos por lo que se regula y supervisa el sistema financiero, el contenido de la supervisión y tres lecciones de la crisis: la importancia del tipo de arquitectura de las agencias supervisoras financieras, de la transparencia y de lo que ello suponía para el trabajo diario de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

El esquema de hoy será el siguiente. En primer lugar, expondré las transformaciones principales de los mercados financieros mundiales, sus beneficios y costes, sintetizando los elementos básicos del proceso de innovación financiera. En segundo lugar, resumiré el desarrollo de la crisis e identificaré el tipo de fallos que ésta ha puesto de manifiesto. En tercer lugar, comentaré las medidas fundamentales que se han tomado en los países más avanzados y terminaré por discutir las nuevas enseñanzas de la crisis para un supervisor de mercados, sin entrar en temas de arquitectura supervisora ni de tareas concretas para la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

* Sesión del día 3 de marzo de 2009.

1. LAS TRANSFORMACIONES RECIENTES DE LOS MERCADOS FINANCIEROS MUNDIALES

En las dos últimas décadas, la industria financiera ha vivido una ola de liberalización cuya idea vertebradora ha sido tratar de minimizar las trabas al funcionamiento de los mercados financieros.

Esto ha traído consigo un proceso de intensa innovación financiera que se ha reflejado en la aparición tanto de nuevas instituciones financieras (*hedge funds*, entidades de capital riesgo, desarrollo de la industria de fondos de inversión...) como de instrumentos y vehículos (productos estructurados como los *credit default swaps* (CDS) o las *asset backed securities* (ABS), titulaciones complejas...), lo que, a su vez, ha dado lugar a una fuerte expansión de los mercados.

Unas pocas cifras bastarán para constatar la magnitud del proceso. Entre 1900 y 2006 el valor de los activos financieros mundiales se triplicó hasta alcanzar el 340% del PIB mundial. En el caso español, para el mismo periodo, las operaciones financieras pasaron de representar el 10% del PIB a superar el 150%, y la capitalización de las bolsas se incrementó del 20% al 73% del PIB. El proceso, además, se intensificó en los últimos años: en el lustro de 2002 a 2007, la contratación bursátil española se triplicó, la capitalización aumentó en un 70% y la negociación de renta fija se decuplicó.

Todo este proceso tiene lugar en un marco de globalización, es decir, de integración mundial de los mercados, materializada en un fuerte aumento de los flujos transfronterizos de capital, de forma que los actores principales que en estos momentos actúan en el mundo financiero son grandes conglomerados que operan de forma transfronteriza, lo que ha provocado la desaparición de los sectores en que tradicionalmente se dividía la industria financiera: banca, valores y seguros.

Dada la crisis que estamos viviendo, conviene recordar los beneficios que este proceso ha traído consigo: un abanico mayor de instrumentos de financiación para las empresas, la posibilidad de mejorar la gestión del riesgo de las entidades y una amplia diversificación de instrumentos de inversión para los ahorradores, factores todos ellos que han facilitado la asignación de recursos y han constituido un factor coadyuvante a la larga expansión económica mundial de la última década.

Pero no ha sido un proceso exento de sombras. La distribución final de riesgos se ha hecho más opaca para emisores, inversores y supervisores, la gestión de riesgos se ha hecho más difícil para las empresas, la aparición de áreas opacas ha posibilitado el arbitraje regulador y supervisor y hemos asistido a luchas competitivas entre gobiernos, ofreciendo ventajas fiscales y condiciones reguladoras y

supervisoras más laxas, y una parte no desdeñable de la innovación ha ido dirigida a evadir el consumo de recursos propios, es decir, a expandir el crédito con la misma base de capital regulatorio.

2.

¿CÓMO SE DESARROLLÓ LA CRISIS? ¿QUÉ FALLOS HA HABIDO?

El recorte sin precedentes de los tipos de la Reserva Federal estadounidense tras la crisis de la burbuja de las llamadas *.com*, que rebajó en pocos meses aquellos del 6,5% al 1%, acompañado de un crecimiento de la liquidez inusual, generaron unas condiciones de fuerte expansión del crédito —tanto hipotecario como corporativo— que condujo a niveles de apalancamiento (activos totales/recursos propios) desconocidos que, en algunos casos, llegaron a 70 sobre valores “normales” no hasta entonces por encima de 25, favorecidos por una senda creciente de los precios de todos los activos, tanto financieros como reales. Cuando se produjo la inevitable reevaluación de riesgos, se alcanzaron proporciones deuda/valor de los activos insostenibles que requerían aumentos de capital difíciles de lograr. Las ampliaciones de capital tenían que ser demasiado cuantiosas por la reducción del precio de las acciones, y los mercados de renta fija privada prácticamente estaban cerrados.

El propio negocio bancario sufrió una modificación significativa. El modelo tradicional, en el que las entidades de crédito se financiaban con capital propio y, muy mayoritariamente, con depósitos y concedían créditos en la proporción que permitía el mantenimiento de unos mínimos de capital regulatorio, se convirtió en el llamado modelo de originar para distribuir, en el que los bancos se financiaban cada vez en mayor medida endeudándose, emitiendo activos cuyos riesgos sacaban aparentemente de su balance mediante técnicas de titulización.

El circuito estándar ha sido el siguiente: un banco tradicional (comercial) crea un vehículo (*conduit*) al que vende créditos empaquetados y que no entra en su perímetro de consolidación contable, por lo que los créditos empaquetados no consumen capital regulatorio del banco emisor, que, de esta forma, puede volver a conceder créditos. A su vez, el *conduit* coloca estos paquetes a un banco de inversión que los utiliza como garantía para emitir bonos corporativos que coloca a sus clientes. Cuando se produce una pérdida de valor de los activos subyacentes del paquete y, por tanto, de las garantías, el banco de inversión está obligado a completar las garantías con efectivo o a vender los paquetes. Si no puede hacer lo primero por carecer de liquidez o por no poder endeudarse, ni lo segundo porque no existen mercados operativos para los paquetes de activos (que, en caso de poderse vender, se haría con pérdidas sustanciales), se produce un problema de

insolvencia que conduce a la quiebra del banco de inversión y que termina afectando al banco tradicional que concedió los créditos iniciales. Banco originador que sufrirá la re-evaluación de los activos subyacentes tanto más cuanto menor sea su base tradicional de depósitos y más dependa de la financiación mayorista, es decir, del recurso a los mercados.

Todos los factores desencadenantes de la crisis eran conocidos de forma anticipada. A modo de ejemplo, se sabía:

1. Por crisis anteriores, que la relajación de los criterios de concesión de créditos por parte de los bancos en etapas expansivas se refleja en las cuentas de resultados no de forma inmediata, sino con un desfase de cuatro a cinco años, pero que acaba por aparecer, pudiendo llegar a afectar a las condiciones de solvencia de aquellos.
2. Que el modelo bancario de originar para distribuir traslada riesgos del sector regulado (bancos) al no regulado (una variada gama de tenedores últimos).
3. Que tras una larga etapa de asunción de altos riesgos y fuerte apalancamiento, sostenidos por una tendencia creciente del precio de todos los activos, cuando se produce una inevitable re-evaluación de éstos, las empresas terminan presentado una proporción deuda/activos insostenible.
4. Que diversos agentes presentaban conflictos interés en su actuación, muy en particular las agencias *rating*, los valoradores y tasadores. Es decir, que quienes certifican la calidad financiera y valoran los activos tenían incentivos para hacerlo de forma complaciente.
5. Que existen ciclos y que la prociclicidad, tanto regulatoria como de las decisiones empresariales, acelera el crecimiento en las etapas expansivas, pero hace que las crisis sean más intensas y duraderas.

Los únicos aspectos de difícil, si no imposible, predicción han sido el momento de la iniciación de la crisis y su profundidad. Y también dos características, presentes en otras crisis, pero nuevas desde el punto de vista de la intensidad con que se han manifestado: el efecto contagio y el mal funcionamiento de los mercados.

Respecto al primero, una crisis iniciada en un segmento modesto del mercado hipotecario estadounidense (el de *subprime*, que no alcanzaban el 12% de dicho mercado) se extendió con inusitada rapidez, afectando en pocos días a

empresas y países no directamente expuestos al riesgo de dichas las hipotecas. Por lo que respecta a los mercados, destacan tanto la práctica desaparición inicial del interbancario, aún no recuperado pese a las generosas inyecciones de liquidez de todos los bancos centrales, como la sequía persistente de los mercados de renta fija privada, que ha imposibilitado la obtención de capital nuevo a las empresas con insuficiencia de recursos propios.

¿Qué fallos se han producido en el sistema? Sistematizando en tres categorías, por orden de importancia, me atrevería a señalar:

1. *Fallos de mercado*: aumento de asimetrías informativas derivado del intenso proceso de innovación financiera; conflictos de interés no resueltos; fallos de buen gobierno, primando una visión de corto plazo en beneficio de los gestores, pero no de los accionistas ni de los empleados; ignorancia del riesgo de liquidez bajo la optimista hipótesis de que los mercados de productos financieros complejos tendrían en cualesquiera circunstancias una profundidad y liquidez suficientes y, también, fallos de organización interna de las entidades plasmados en sistemas insuficientes de evaluación de riesgos y de control interno.
2. *Fallos de diseño de políticas macroeconómicas*, materializados en una política monetaria laxa, con tipos de interés real mínimos y condiciones muy holgadas de liquidez, que favorecieron la asunción de niveles de riesgo excesivo, la espiral creciente de precios de los activos y grados de apalancamiento insostenibles a largo plazo.
3. *Fallos regulatorios*: transacciones, entidades y mercados no regulados; innovaciones encaminadas a no consumir capital regulatorio; apalancamiento no acotado; conflictos de interés tolerados; fallos en el control de depositarios (caso Madoff) componentes procíclicos de algunas regulaciones (p.e.: las provisiones bancarias).

La conclusión fundamental es que la innovación financiera sin límites no mejora la eficiencia desde una perspectiva dinámica. Una parte apreciable de la innovación ha perseguido, como he señalado, bien evadir requerimientos de capital regulatorio, elemento básico de la solvencia, bien obscurecer la evaluación correcta de riesgos para facilitar la colocación de los nuevos activos, bien trasladar operaciones de áreas reguladas a otras no reguladas. Y, como puede observarse, los fallos regulatorios son por defecto, de forma tal que no sólo hay que regular mejor, sino regular áreas que, hasta ahora, no lo estaban.

Quizá el ejemplo más ilustrativo de las ventajas y posibles inconvenientes de la innovación financiera sea el de la técnica de titulización o empaqueta-

miento de activos, que constituye el núcleo del modelo bancario de originar para distribuir. Su crecimiento ha sido espectacular, y basta para comprobarlo constatar que la titulización emitida en la zona euro ha pasado de 80.000 millones de euros en 2000 a más de medio billón en 2007, creciendo un septenio a una tasa acumulativa anual cercana al 80%.

Las ventajas de la titulización son diversas. Dos de carácter general. La primera, que permite transformar activos ilíquidos, tales como los inmobiliarios, en valores negociables. La segunda, que puede diseminar o distribuir en forma más diversificada los riesgos. Dos de carácter privado. La primera, que ahorra requerimientos de capital regulatorio al banco emisor. La segunda, que genera ingresos a los bancos o gestoras con experiencia en la estructuración de ABS.

Sin embargo, no todo son ventajas y, sobre todo, la laxitud de la regulación ha conducido a que algunas de ellas se hayan trocado en inconvenientes. En primer lugar, parte de la diseminación de riesgos es débil, porque no va más allá de los balances de los *conduits* creados por los bancos emisores y, en general, los tramos peor calificados de las titulaciones son retenidos por los propios emisores. En segundo lugar, se ha favorecido la creación de nuevos riesgos al disminuir los incentivos de los bancos emisores a monitorizar a los emisores de los activos subyacentes, lo que ha resultado letal en el caso de las *subprime*. Por último, ha permitido eludir la regulación al traspasar instrumentos y activos del sector regulado (bancario) a zonas financieras no reguladas.

La conclusión general es que los mercados de derivados de crédito y ABS han fallado a la hora de diseminar los riesgos de forma eficiente y han hecho menos transparente su distribución, por lo que han aumentado las asimetrías de información que constituyen el fallo principal de los mercados financieros.

¿Significa esto que hay que prohibir la titulización? En absoluto, pero sí hay que someterla a una regulación y supervisión mejores. A modo de ejemplo, cabría pensar en que los *conduits* consolidaran con el banco emisor para evitar la posibilidad de evadir los requerimientos de capital regulatorio, y en someter a algún tipo de regulación a los valoradores de las titulaciones y entidades (agencias de *rating*).

Para salir al paso de posiciones muy minoritarias tanto en el mundo académico como en la profesión, pero con un fuerte apoyo de grupos de presión que, irónicamente, ahora se dedican a advertir de los males de la regulación y que sostienen que la regulación financiera es, en sí misma, perniciosa, querría recordar brevemente una razón básica (además de la asimetría informativa) por la que la regulación financiera es indispensable.

La estabilidad financiera es un bien público, y por tanto es justificable que se utilice dinero de los contribuyentes para salvar una situación de riesgo sistémico —no la solvencia de cualquier empresa de cualquier sector. Pero el hecho de que exista una red de seguridad para las entidades de crédito (bancos centrales prestamistas de última instancia, fondos de garantía diversos, ayudas públicas) genera un problema de riesgo moral que incentiva los comportamientos menos responsables y, para evitarlo, es preciso regular la actividad financiera, es decir, crear un sistema de garantías y contrapesos que impida a las entidades aprovechar en su beneficio el riesgo moral. Desde esta perspectiva, analizaré a continuación, brevemente, las medidas adoptadas para hacer frente a la crisis actual.

3. **LAS MEDIDAS ADOPTADAS**

Las medidas adoptadas para hacer frente a la crisis, desde la inicial nacionalización de Northern Rock hasta el Plan Paulson y, en el plano nacional, iniciativas tales como el Fondo de Adquisición de Activos Financieros o la concesión de avales públicos, son bien conocidas por haber sido reiteradamente comentadas por los medios de comunicación, lo que me permite no describirlas con detalle. Me centraré, por tanto, en la discusión de su mayor o menor excepcionalidad y en los elementos que cabe considerar para su evaluación.

Empezando por su grado de excepcionalidad, las medidas de suministro de liquidez se han utilizado en todas las crisis, con independencia del riesgo sistémico efectivo que comportaran, aunque hasta ahora no se habían aplicado a los bancos de inversión ni habían sido tan generosas en la aceptación de colaterales. La nacionalización nunca se había aplicado hasta ahora en el ámbito de los países de la OCDE. La garantía pública a bancos privados sólo había sido aplicada en países en vías de desarrollo.

Esta enumeración hace patente que la excepcionalidad de las medidas ha sido muy acusada, lo que, como ya he comentado, puede encontrarse justificado por el hecho de que la estabilidad sistémica es un bien público y la intensidad y cuantía de la crisis supera con mucho a las vividas en las últimas décadas. Pero toda intervención genera ciertos efectos colaterales negativos que, en lo esencial, dan lugar a asignaciones incorrectas de capital, distorsionan los incentivos del mercado y presentan el riesgo de que las empresas y los grupos de presión abusen de la protección pública. Por mencionar ejemplos bien conocidos, las ayudas al sector de la automoción o de la construcción no pueden justificarse en términos de riesgo sistémico.

Además, puesto que estas intervenciones llevan consigo costes para el contribuyente, un objetivo deseable de su diseño debe ser tratar de minimizarlos.

Desde esta perspectiva, el primer plan Paulson era muy deficiente porque se ceñía a adquirir activos de los bancos en dificultades. Si los activos adquiridos eran los de alta calidad, se trataba de una medida destinada a facilitar liquidez a los bancos, no a mejorar su solvencia. Si, por el contrario, el objetivo era la solvencia, es claro que los activos adquiridos serían los más dañados y que deberían serlo a precios superiores a su valor real, con lo que la adquisición se convertía en una subvención encubierta. Desde el punto de vista de la solvencia —que es la que está tras el riesgo sistémico—, es mucho más eficiente inyectar capital en los bancos porque permite, por una parte, vigilar de cerca la política del banco (no la gestión diaria, sino el *pay out*, los *bonus*, etc.) y, por otra, recuperar los costes públicos en que se ha incurrido una vez que se haya superado la crisis. Y, en caso de compras de activos para facilitar liquidez, es esencial que los riesgos no sean soportados en su totalidad por el sector público.

4.

LAS ENSEÑANZAS DE LA CRISIS

¿Qué hemos o deberíamos haber aprendido los reguladores y supervisores de una crisis como la actual? Como saben ustedes, un supervisor de mercados suele tener el triple objetivo de velar por la transparencia, el correcto funcionamiento de los mercados y la protección de los inversores, por lo que su competencia en materia de estabilidad financiera es muy limitada. En el caso español, la CNMV es una agencia supervisora, y no reguladora, salvo en lo que respecta al desarrollo técnico mediante circulares de normas legales de mayor rango (leyes, decretos, órdenes ministeriales, reglamentos) aprobadas por el Parlamento o por el Gobierno. En segundo lugar, tiene competencias muy limitadas en lo relativo a la estabilidad financiera al ser responsable sólo de la solvencia de las Empresas de servicios de inversión y gestoras de instituciones de inversión colectiva y del funcionamiento de los sistemas de compensación y liquidación. Y, sobre todo, carece de instrumentos para enfrentar una crisis de solvencia, instrumentos con que cuentan sólo los bancos centrales y los gobiernos. En suma, la competencia básica es la supervisión de los mercados y de la conducta de los agentes que en ellos operan. No obstante, me atreveré a tratar de obtener conclusiones también respecto a enseñanzas para reguladores y supervisores de solvencia.

La primera enseñanza es que la política regulatoria no debe ser procíclica, es decir, aumentar la amplitud de los ciclos. No obstante, el concepto de prociclicidad requiere algo de atención. En la medida en que existen ciclos de actividad, es decir, periodos en que la renta, el empleo, los valores de los activos financieros y reales y los beneficios de las empresas crecen y otros en que decrecen, o crecen a ritmos inferiores, una parte de la prociclicidad refleja, simplemente, que hay periodos en que la situación económica es boyante y otros en que es peor. Esta

prociclicidad es inevitable y no es ni buena ni mala, sino el resultado tautológico de la existencia de ciclos económicos. Otra cosa es que determinadas regulaciones puedan agudizar y elongar los ciclos, es decir, exageren las expansiones y hagan más profundas las recesiones. Esto es lo que debe tratar de evitarse.

En el debate actual, son varios los temas regulados a los que suelen achacarse componentes procíclicos indeseables: los requerimientos de capital regulatorio derivados de los acuerdos de Basilea, las provisiones para insolvencias, las normas contables de valoración de activos, el endeudamiento y los esquemas retributivos. Permítanme comentar algunos aspectos de tres de ellos.

Respecto a las provisiones para insolvencias, parece claro su componente procíclico: en los periodos expansivos se provisiona poco en términos relativos, por lo que este epígrafe apenas drena los resultados de los bancos, y en las depresiones hay que provisionar mucho más, lo que acentúa la caída de beneficios. Pero la solución es conocida y ha sido practicada por el Banco de España desde hace una década larga: constituir provisiones extras en periodos expansivos y liberarlas en los depresivos, de forma que se atenúen sus efectos sobre el ciclo de beneficios. Esto tiene su lógica, pero ha de hacerse de conformidad con las normas contables.

Respecto a las normas de valoración de activos, las Normas Internacionales de Contabilidad exigen la valoración de los activos a valor razonable (*fair value*), no permitiendo el uso del coste histórico mas que en casos contados, como, por ejemplo, la cartera a vencimiento de los bancos. Cuando existen mercados activos el valor razonable es el precio de mercado, y cuando no los hay es el valor estimado teniendo en cuenta los precios de activos semejantes, las condiciones de riesgo y plazo de la emisión (o construcción) y la posible existencia de transacciones puntuales no forzadas. Como es obvio, frente al coste histórico, que es inmutable, el valor razonable varía en el sentido del ciclo.

Todos los agentes han aceptado el principio de *fair value* cuando el precio de los activos financieros y reales crecía, apareciendo las críticas cuando han empezado a caer y ello ha obligado a aflorar minusvalías que han de llevarse contra resultados. En ese momento se ha empezado a acusar al valor razonable de ser procíclico y, desde distintos foros, se ha pedido su sustitución por el coste histórico, por el de amortización o por una media (de amplitud variable) del *fair value*.

El valor razonable es superior al coste histórico desde el punto de vista de reflejar la imagen fiel de la empresa, que es el principio básico de la contabilidad. ¿Qué empresa toma decisiones en función del coste histórico de sus activos? ¿Qué vale un activo? ¿Lo que costó adquirirlo o lo que costaría reponerlo? Además, el valor razonable detecta anticipadamente problemas de relaciones deuda/activos

insostenibles a medio plazo, por lo que permite que éstos no lleguen a adquirir proporciones críticas. También es superior desde el punto de vista de la transparencia, ya que es el resultado de una década de aproximaciones entre los dos sistemas contables existentes en el mundo desarrollado, las NIC/NIIF y las US GAAP. Por último, cualquier cambio en las normas contables obligaría a que las sociedades cuantificaran el efecto de este cambio sobre sus cuentas la primera vez que aplican las nuevas normas, de forma que la percepción de la situación real de la empresa por el mercado no se alteraría por el cambio de normas contables (el ejemplo del Deutsche Bank es ilustrativo).

Las caídas de valor de los activos no provocan prociclicidad, sino que refleja el deterioro de las condiciones económicas y de negocio generales. Tratar de cambiar las normas contables en una crisis se parece bastante a hacerse trampas en el solitario... y no conseguir resolverlo. La información financiera no debe nunca ser un instrumento de política prudencial.

Permítanme una pregunta retórica, ¿quien en su sano juicio defendería que, para evitar el carácter procíclico de los saldos presupuestarios, se cambiaran los criterios de la contabilidad de las AA.PP., flexibilizándolos cuando hay déficit y exigiendo su cumplimiento estricto si hay superávit? Lo que no se puede pedir a las normas contables es que cuando el precio de los activos crezca éstos luzcan su verdadero valor y cuando el precio cae se valoren como si no hubiera caído.

Por último, respecto a los requerimientos de capital regulatorio derivados de los acuerdos de Basilea, se les acusa de exigir más capital a las entidades de crédito en las crisis. Es claro que en las crisis la caída del precio de los activos, el aumento de la probabilidad de *default* crediticio y, en su caso, la aparición de pérdidas, exigen que las entidades tengan que apelar a los mercados de capital en situaciones en que dicho recurso es caro. Pero ¿es insensato que el capital regulatorio disminuya en términos relativos en las crisis? Obviamente no, por su propia naturaleza. ¿Cómo pueden atenuarse los efectos procíclicos o sus repercusiones sobre la viabilidad de las empresas? Una tendencia es, de nuevo, solicitar el cambio de las normas de contabilidad. Parece más sensato, por los motivos que acabo de explicar, bien limitar la innovación financiera, cuyo objetivo básico no es mejorar la gestión de riesgos sino evadir requerimientos de capital, bien modificar los efectos concursales de la insuficiencia de recursos propios, o ambas cosas.

La segunda enseñanza es que la autorregulación no funciona cuando existen conflictos de interés, porque en su presencia no existen incentivos a cumplir con normas voluntarias de autorregulación o buenas prácticas profesionales. Por eso es necesario regular las agencias de *rating* y evitar los conflictos de interés de los bancos de inversión. En estos momentos, muchos echan de menos la derogada en 1999 Glass-Steagall Act, que separaba las funciones de los bancos

comerciales (prestar) de los de inversión (organizar la colocación de bonos y acciones).

La *tercera enseñanza es que las crisis sistémicas*, de un tiempo a esta parte, *se originan en los mercados y no se manifiestan inicialmente como problemas de solvencia de entidades financieras individuales*. Una mala gestión del riesgo en condiciones artificialmente expansivas conduce, antes o después, a una re-evaluación de los precios de los activos que sitúa la *ratio* deuda/activos en valores no sostenibles, lo que exige aumentar los recursos propios. Si los mercados de deuda privada están secos, ello no es posible, lo que provoca o una venta con pérdidas de activos o el incumplimiento de los requisitos de capital, que es lo que genera problemas de solvencia y, por tanto, de riesgo sistémico.

Un supervisor de mercados y conductas, como ya he señalado, no dispone de medios, pero sí tiene un papel más activo que jugar en la monitorización de las crisis y en la implantación de sistemas de alerta temprana que permitan avanzar situaciones críticas. En este tema hay mucho campo para las mejoras.

La *cuarta enseñanza es la gran importancia de los factores organizativos de las empresas financieras*. Si los departamentos de control interno y gestión del riesgo de las empresas hubieran funcionado mejor y hubieran dispuesto de los medios materiales y humanos necesarios, muchos de los comportamientos que han dado lugar a la crisis actual no se habrían producido. Por ejemplo, si no se hubiese aceptado optimistamente la hipótesis de que los productos financieros complejos, en cualesquiera circunstancias, tendrían mercados profundos y continuos, se habría dado al riesgo de liquidez la misma importancia que al de crédito.

La *quinta enseñanza es que la cooperación internacional es muy insuficiente*. Una crisis global, con grandes conglomerados que operan transfronterizadamente, requiere medidas coordinadas en el plano supranacional. Los organismos internacionales o tienen una representatividad muy limitada o carecen de *enforcement* en sus decisiones, lo que ha favorecido la existencia de estados que compiten entre sí ofreciendo condiciones fiscales, regulatorias y supervisoras más laxas, favoreciendo el arbitraje legal, algo que debilita la estabilidad y la eficiencia de los mercados financieros. El tema de la revisión de la arquitectura reguladora y supervisoras internacional va a ser, por tanto, un tema con larga permanencia en la agenda de los políticos.

La *sexta enseñanza es la importancia de diferenciar entre la supervisión de conductas y la de solvencia*. Los países con supervisor único no han sido capaces de resolver equilibradamente el inevitable conflicto de interés entre solvencia y comportamiento, que se agudiza en situaciones de crisis, optando siempre por

la primera en detrimento del cumplimiento de las normas de conducta generalmente admitidas como deseables.

Conviene recordar aquí la mala compañía que son las prisas en tiempos de mudanza, porque una causa determinante de la crisis ha sido, precisamente, no observar normas de conducta aceptables. Los países con modelos supervisores de tipo funcional hemos sufrido esta tensión entre supervisores, pero hemos podido resolverla de forma más equilibrada, escuchando con empatía cada supervisor al otro, pero tomando cada uno de forma autónoma las decisiones en los temas de su competencia. Este problema también ha tenido su reflejo en las organizaciones internacionales en las que, por desgracia, la preocupación por los problemas de solvencia ha dejado en un plano muy subsidiario los temas de, conducta y correcto funcionamiento de los mercados.

La séptima y última enseñanza, la más importante para un supervisor de mercados y conductas, es que una crisis como la actual, de confianza en el sistema, hace patente un déficit de transparencia. Transparencia que debe mejorarse en tres aspectos fundamentales que se encuentran en el núcleo de las obligaciones y responsabilidades de los supervisores de mercados y conductas.

El primero, la exactitud de la información financiera periódica facilitada por las empresas. Sin conocer los efectos completos y en tiempo real de la crisis sobre los resultados y la estructura patrimonial de las empresas, es imposible que los inversores recuperen la confianza en los mercados.

El segundo, la correcta valoración de los activos que carecen de referencias de mercado. Como ya he comentado, el principio de valor razonable es muy superior a cualquier otro para la valoración de activos, pero cuando éstos carecen de mercado su determinación no es sencilla. Esto exige mejorar los procedimientos y técnicas de valoración y la información que se tiene en cuenta para evitar, entre otras cosas, arbitrajes contables, y constituye, de nuevo, un trabajo adicional para los supervisores de mercados, que son quienes tienen la competencia en estas materias.

La tercera, la información al inversor. La innovación financiera ha supuesto la proliferación de productos complejos que, con frecuencia, son comercializados por las entidades de crédito entre su clientela. Esta tendencia se ha agudizado en las condiciones actuales, en las que muchas emisiones carecen de un tramo de colocación entre inversores institucionales que fijan precio razonable, y se colocan en su integridad entre la clientela del emisor. Es imposible aspirar a que un inversor no cualificado pueda evaluar con precisión todas las características de un producto financiero complejo, pero sí debe conocer con exactitud los riesgos que asume con su adquisición. La información debe ser la necesaria para que se pueda tomar

una decisión de inversión adaptada al perfil de riesgo, edad, nivel de riqueza, etc. del inversor. Ni más, porque dificulta su comprensión, ni menos, porque impide una decisión informada. Por ello, es imprescindible que en la información proporcionada se incluyan ejemplos de rentabilidades negativas bajo hipótesis de mal comportamiento de los mercados, sobre el grado real de liquidez de los activos, sobre si la emisión está o no asegurada y la correcta determinación de su precio. De nuevo, más trabajo para el supervisor de mercados, a quien le pagan para que haga su trabajo bien, no para que sea fácil.

Desearía poder hablarles el próximo año de otro tema, porque ello significará que la crisis, aunque no haya sido superada, al menos ha remitido. En todo caso, muchas gracias por su atención.

