



# Conferencia Inaugural del VIII Congreso Nacional de Economía, Consejo Nacional del Colegio de Economistas, Zaragoza

JULIO SEGURA, PRESIDENTE DE LA CNMV

20 noviembre, 2008

## Enseñanzas para los supervisores de la crisis financiera actual

### 1. Introducción

Querría, en primer lugar, agradecer al VIII Congreso Nacional de Economía su invitación a impartir la conferencia inaugural. Con una cierta melancolía he acertado la periodicidad quinquenal del mismo al recordar que en el II, celebrado en La Coruña, participé, hace ya 30 años, presentado una ponencia sobre la estimación del progreso técnico no incorporado en los bienes de capital a través de funciones agregadas de producción en la industria manufacturera española.

Como Presidente de la CNMV me está tocando vivir una etapa apasionante desde el punto de vista profesional: la mayor crisis financiera internacional de mi no corta vida. Si hubiera podido elegir, es seguro que habría preferido una situación más tranquila pero, puesto que eso no depende de mí, ésta es una buena ocasión para tratar de reflexionar en voz alta sobre lo que creo hemos aprendido los supervisores de mercados y conductas de los problemas financieros actuales. Como siempre, insisto en que la CNMV no es reguladora sino supervisora, -salvo en lo que se refiere a Circulares que desarrollan los aspectos técnicos de piezas legislativas ya aprobadas y a una, a veces, deletérea labor de asesoramiento el Gobierno. No obstante, en esta ocasión, me atreveré a hacer algunas reflexiones sobre temas de regulación.

Comenzaré, por tanto, con la caracterización de algunos elementos de la crisis que tienen especial relevancia desde la perspectiva de un supervisor de mercados. En segundo lugar, trataré de identificar qué tipo de fallos han conducido a la situación actual. En tercer lugar, enumeraré las enseñanzas que se pueden obtener del análisis precedente que, anticipo, tienen como componentes básicos la mejora de la transparencia y de la cooperación internacional. Por último, deduciré de estas enseñanzas cuáles deben ser, en mi opinión, las prioridades básicas a medio plazo de un supervisor de conductas y mercados.

### 2. Algunos elementos de la crisis financiera mundial.

Como es bien sabido, los mercados financieros han experimentado una profunda transformación en las dos últimas décadas propiciada por la eliminación de barreras a la libre movilidad del capital, la internacionalización de los mercados financieros que ha supuesto la desaparición de las tradicionales fronteras sectoriales (banca, seguros, valores) y la aplicación de las tecnologías de la información a los mercados. Todo esto en el marco de un proceso liberalizador y desregulador guiado por el principio de minimizar las trabas al funcionamiento de los mercados financieros.

En estas condiciones se ha producido una gran expansión de los mercados y del abanico de instituciones, vehículos e instrumentos financieros negociados en ellos. Entre los primeros, *hedge funds*, sociedades de capital riesgo, gestoras de instituciones de inversión colectiva, *conduits* y un largo etcétera. Respecto a los instrumentos, baste pensar en el hecho de que entre 1990 y 2006 los activos financieros se han triplicado llegando a representar más del 340% del PIB mundial o en la fuerte expansión de productos estructurados tales como los *credit default swaps* (CDS) o los *asset backed securities* (ABS). Fenómeno al que no ha sido ajena la economía española que, para el mismo período, ha visto cómo el volumen de operaciones de los mercados ha pasado de representar algo menos del 10% del PIB a superar el 150% y la capitalización bursátil casi se ha cuadruplicado pasando del 20 al 73%.

Los aspectos positivos de este proceso son bien conocidos y, precisamente en las condiciones actuales, conviene recordarlos. Un aumento considerable de las posibilidades de financiación y de diversificación del riesgo por parte de las empresas y una ampliación de la gama de activos a disposición de los inversores.

Este proceso de cambio ha tenido lugar con un marco institucional que se correspondía con otra realidad y que demostró ser progresivamente obsoleto. La mundialización de los mercados y la desaparición de las fronteras sectoriales han conducido a que la mayor parte de las operaciones sean realizadas por conglomerados financieros que operan transfronterizamente, lo que dificulta su supervisión, máxime si el modelo supervisor es sectorial, como sucede en el caso de la UE. El proceso de innovación financiera ha generado zonas opacas favoreciendo así el arbitraje regulador y supervisor. Las nuevas oportunidades de negocio y la escasa coordinación internacional han facilitado una lucha competitiva entre Gobiernos ofreciendo en algunos casos ventajas fiscales y condiciones reguladoras y supervisoras más laxas. Y, en particular, la expansión de los derivados complejos ha dado lugar a una distribución final de riesgos desconocida por los emisores, inversores y autoridades, con lo que la gestión de riesgos y su supervisión –tanto prudencial como de conductas- se ha visto enormemente dificultada.

En este marco, el fuerte recorte de los tipos de interés iniciado por la Reserva Federal, tras la crisis de las llamadas .com, que redujo su tipo de intervención del 6,5% al 1% y que fue seguido por la mayoría de los Bancos Centrales, junto con unas muy holgadas condiciones de liquidez, favorecieron unos ritmos de crecimiento elevados y sostenidos del crédito, no solo hipotecario, sino también para operaciones corporativas de gran volumen. Esto aumentó hasta valores desconocidos el apalancamiento de muchas sociedades, aunque los fuertes ritmos de aumento del precio de los activos de todo tipo permitieron mantener inicialmente la proporción deuda/activos dentro de márgenes soportables.

Simultáneamente, los bancos recurrieron con intensidad a la técnica de la titulización con el objeto de sacar de balance una parte de los riesgos y poder seguir concediendo créditos sin tener que ampliar capital. Se inició así el cambio del modelo de banca tradicional hacia uno de originar para distribuir (*originate to distribute*) con una enorme capacidad de multiplicación crediticia, apalancamiento y diseminación de riesgos

Estas han sido, en síntesis, las condiciones en que ha tenido lugar el fuerte proceso expansivo de la economía mundial en el último lustro.

En particular, es útil destacar dos aspectos de la evolución de las turbulencias financieras iniciadas en primavera de 2007 que, habiéndose manifestado en crisis precedentes, lo han hecho en la actual con una virulencia tal que constituyen elementos diferenciales de la misma: la intensidad y rapidez del efecto contagio y el fallo del sistema de fijación de precios de algunos activos financieros.

Respecto al efecto contagio, es bien conocido que una crisis originada en un modesto segmento –alrededor del 12%– del mercado hipotecario estadounidense, afectó con rapidez a entidades de todo el mundo no directamente expuestas al riesgo subprime. La técnica de empaquetamiento sucesivo de activos generosamente calificados por las agencias de rating diseminó por todo el sistema financiero mundial los riesgos, haciendo su distribución muy opaca, lo que dificultó la correcta evaluación de riesgos de las entidades y su gestión.

Respecto al funcionamiento de los mercados, la sequía de los mercados interbancarios, que subsistió tras las generosas inyecciones de liquidez por parte de las autoridades monetarias de todo el mundo, apuntando a un componente importante de falta de confianza, y, posteriormente, de los mercados de renta fija privada, ha sido mucho más intensa que en crisis precedentes.

Un aspecto a destacar de la actual crisis financiera es el hecho de que los factores potencialmente desencadenantes de la misma eran conocidos desde tiempo atrás por empresas, políticos y reguladores, ya que habían sido objeto de debate público en numerosas ocasiones y, sobre muchos de ellos, existía abundante evidencia derivada de trabajos académicos. La lista es interminable, pero bastarán unos pocos ejemplos:

1. Se sabía que endeudamientos excesivos, incentivados por un largo periodo de bajos tipos de interés reales, condiciones de liquidez holgada y precios crecientes de los activos, terminarían con una proporción deuda/activos insostenible en muchas empresas cuando se produjera una inevitable reevaluación de los activos.

2. También se disponía de amplia evidencia empírica de que cuando los bancos relajan los criterios de concesión de créditos, esto no tiene reflejo en su situación financiera hasta cuatro o cinco ejercicios más tarde pero que, a partir de ese momento, afectan a los resultados y al capital regulatorio.

3. Se sabía que los productos financieros complejos dificultan la correcta evaluación interna de riesgos y hacen opaca su distribución final.

4. Se sabía que el modelo bancario de originar para distribuir en virtud del cual los bancos comerciales conceden préstamos para venderlos a otras instituciones financieras que, a su vez, los empaquetan en ABS, trasladaba riesgos del sector regulado –entidades de crédito– a sectores no regulados –los tenedores últimos de los instrumentos complejos.

5. Se conocían, por experiencias anteriores, los conflictos de interés de las agencias de calificación y lo discutible de sus *ratings*.

Se sabía, en suma, que existen ciclos de actividad y que las actuaciones procíclicas –tanto las reguladoras como las decisiones empresariales– potencian los efectos expansivos, pero hacen más duras y largas las crisis.

¿Dónde estaba pues la sorpresa? No en las causas, aunque sí es posible que en el momento en que se generarían las dificultades y, sobre todo, en la rapidez e intensidad con que se propagó la crisis y se secaron los mercados interbancarios y de renta fija privada. Desde luego no era previsible, y resulta sintomático de la intensidad de la crisis, que a mediados de septiembre hubiera desaparecido ya la banca de inversión estadounidense (Bear Sterns vendida a JP Morgan Chase, Merrill Lynch comprada por Bank of America, quiebra de Lehman Brothers y nacionalización de Fannie Mae y Freddie Mac).

### 3. ¿Qué ha fallado?

Una primera pregunta que se encuentra en el centro del debate, en la medida que su contestación orienta el tipo de iniciativas que cada uno puede considerar más apropiadas, es: ¿fallo de mercado o del sector público?

Vivimos en un mundo en el que tanto los mercados como el sector público son imperfectos y en el que, por tanto, no son alcanzables situaciones óptimas de primer orden, aunque esto no sea compartido por los neocon ni los paleocolectivistas. Sólo podemos aspirar a óptimos de segundo orden, pero debemos evitar los de orden superior. Y, permítanme la digresión académica que refleja el sesgo de un profesor de teoría económica: cuando se intenta mejorar la eficiencia con medidas fragmentarias sin evaluar sus *trade-off*, se alcanza una situación peor que la de *second best*.

Pero tanto si se trata de fallos de mercado como de sector público, la conclusión es que resulta precisa una reregulación de ciertos aspectos del sistema financiero. Cuáles sean estos y la dirección de la nueva regulación depende crucialmente de la identificación del tipo de fallos que han dado lugar a la crisis que vivimos.

Un supervisor de mercados y conductas tiene, como ya he apuntado, una capacidad regulatoria muy limitada, pero en la tarea diaria de supervisión obtiene evidencias de dónde y cómo se han generado algunos de los problemas de situaciones como la actual y, por ello, me atreveré a hacer algunas reflexiones sobre el tema.

La principal es que existe en toda la crisis un componente esencial de fallo de mercado que, dado que se ha producido, indica también la existencia de fallos regulatorios que, en este caso, en mi opinión, no son, con carácter general, por exceso. Discutiré el ejemplo de las afirmaciones que han vertido los defensores de que la crisis tiene su origen básico en fallos regulatorios imputables a Basilea II.

Empezaré por recordar que Basilea II se trata de una nueva regulación de los requerimientos de capital aceptada por la industria financiera en la medida que conduce, por media, a menores requisitos que el 8% de Basilea I que, por cierto, ha funcionado notablemente bien en crisis anteriores. Es cierto que la implementación de Basilea II no ha sido completa, pero los criterios eran sobradamente conocidos por las empresas que prestan servicios financieros desde hace años. Se sabía que la regulación de Basilea II sobre los *conduits* y la separación de su contabilidad respecto a los bancos originadores permitía expandir la capacidad crediticia de éstos y aumentar el apalancamiento de los bancos de inversión usando como garantía las titulaciones triple A adquiridas a los *conduits*. Y se sabía igualmente que si los activos en garantía tales como, por ejemplo, los bonos de titulización, reducían su valor, los bancos de inversión estaban obligados aportar garantías dinerarias o venderlos, con las consiguientes pérdidas.

La conclusión es que cualquier exigencia de requisitos mínimos de capital –un tema esencial para la solvencia- incentiva un tipo de innovación financiera cuyo objetivo básico es no consumir capital. Y este es un tipo de innovación pernicioso, porque trata de vaciar de contenido las exigencias de solvencia. Un caso claro, en mi opinión, de vacío regulatorio.

Sintetizando, una situación de crisis como la actual ha desvelado la existencia de fallos importantes del sistema que cabe clasificar en tres grupos:

1. Fallos de mercado, materializados en el aumento de las asimetrías informativas que ha traído consigo el intenso proceso de innovación financiera, en la existencia de conflictos de interés no resueltos en ciertas empresas que prestan servicios financieros y en fallos de

buen gobierno, que han primado una visión a corto plazo en beneficio de los gestores y perjuicio de accionistas y empleados.

2. Fallos regulatorios que han permitido el desarrollo de activos de baja calidad, su diseminación por todo el sistema y grados de apalancamiento insostenibles, presentando un déficit regulatorio –y por tanto supervisor- en sociedades como los hedge funds o el capital riesgo y en productos tales como los derivados de crédito y las titulizaciones complejas.

3. Fallos de diseño de las políticas macroeconómicas que han propiciado unas condiciones de liquidez y coste de la financiación que han favorecido la asunción de unos niveles de riesgo y endeudamiento no sostenibles por parte de todos los agentes.

Adicionalmente, un elemento esencial de la crisis ha sido el no haber considerado relevante el riesgo de liquidez, sino solo el de crédito de los activos financieros complejos.

La hipótesis implícita en la infravaloración del riesgo de liquidez es que, en cualesquiera condiciones, podía confiarse en que existirían mercados suficientemente líquidos y profundos para los productos complejos. Pero esto no es así. De hecho, estos instrumentos nunca han gozado de mercados secundarios muy líquidos, porque la creciente dificultad de valoración de ciertos activos ha sido un elemento coadyuvante a la creación de cestas de activos complejos para su colocación, dado que resulta más fácil encontrar comprador para paquetes de activos que lograr casar demanda y oferta de cada activo individual.

Pero la valoración de un paquete es aun más compleja que la de sus componentes, máxime cuando algunos de ellos carecen de referencias de mercado, y las agencias de rating han sobrevalorado sistemáticamente la diversificación de activos aunque en cada empaquetamiento adicional se incluyeran activos nocivos. En consecuencia, los productos complejos han sido demandados por inversores institucionales que los han adquirido para mantenerlos en sus balances (*buy to hold*), restando liquidez a los mercados de estos productos.

Todo lo descrito indica que se han sobrevalorado las ventajas de la innovación financiera y se han subestimado sus problemas. Nadie duda de los aspectos positivos de la misma en la medida en que ha permitido, como he señalado, un mayor abanico de instrumentos para gestionar el riesgo por parte de las empresas y que ha aumentado la gama de activos financieros a elegir por los ahorradores últimos. Pero la hipótesis de que la innovación financiera irrestricta mejoraría la eficacia del sistema financiero mundial ha sufrido un severo varapalo, porque el sistema se ha mostrado muy ineficiente en una perspectiva dinámica no cortoplacista.

Permítanme para terminar este telegráfico resumen de la crisis financiera, un inciso final sobre los paquetes de medidas que se han tomado últimamente.

Las medidas de acomodación que van desde el suministro de liquidez –presente en todas las crisis precedentes, aunque limitadas a los bancos comerciales y no a los de inversión- hasta la nacionalización –muy infrecuente en países de la OCDE- pasando por la garantía pública a las entidades de crédito –utilizadas hasta hoy solo en países en vías desarrollo- son inevitables en una situación de elevado riesgo sistémico como la que hemos vivido. Al fin y a la postre, la estabilidad sistémica es un bien público que justifica se dediquen recursos de los contribuyentes a su preservación.

No obstante, todas las intervenciones presentan efectos colaterales negativos que no deben ser óbice para implementarlas, pero sí para hacerlo con precisión y tratar de eliminarlos en cuanto se supere la situación crítica.

Por ejemplo, generan asignaciones incorrectas de capital que sesgan la elección de activos y que, en general, ayudan a paliar los problemas de corto plazo más agudos, pero no necesariamente adelantan la recuperación plena. En general, dan lugar a una distorsión del sistema de incentivos que propicia que las empresas y entidades de crédito puedan tratar de abusar de la protección pública. Y, sobre todo, conllevan unos potencialmente elevados costes fiscales que deben minimizarse a medio plazo, lo que hace crucial el tema de elegir los activos que se compran con garantía pública, la no transferencia total del riesgo al sector público y la conveniencia de la participación en el capital de entidades con problemas de solvencia frente a la adquisición de activos dañados o sin demanda de mercado.

En último extremo, las medidas para hacer frente a la crisis generan profundas redistribuciones de riqueza entre deudores, entidades y contribuyentes -que implican relaciones de sustituibilidad entre las mismas- que deben diseñarse de forma que minimicen los problemas de riesgo moral.

#### 4. Enseñanzas para un supervisor de mercados.

Tras esta sucinta y selectiva descripción de algunos elementos de la crisis, surge la pregunta: ¿qué enseñanzas puede extraer de todo esto un supervisor financiero de mercados y conductas, con responsabilidades marginales en el área de la supervisión microprudencial? Iré de las más generales a las que afectan más directamente a la actividad diaria de la CNMV.

La primera enseñanza de todo lo descrito es que **la política regulatoria no debe ser procíclica**. De hecho, el gran éxito del Banco de España (BE), reconocido en todo el mundo, ha sido una Circular contable que regulaba la creación de provisiones de carácter anticíclico. Esto implica que, principalmente en temas de regulación prudencial, deberían introducirse elementos que persiguieran dotar de una mayor estabilidad a lo largo del ciclo a los recursos propios y que permitieran la creación de colchones que ayudaran hacer frente con mayor seguridad a posibles crisis. La deseable introducción de colchones prudenciales no tiene por qué hacerse contraviniendo las normas contables cuyo objetivo es, como comentaré enseguida, proporcionar una imagen fiel de la situación económico-financiera de las entidades.

La segunda es que **la autorregulación, que funciona en ciertos casos, no puede hacerlo cuando existen conflictos de interés**. Esto hace que tengan sentido iniciativas como la regulación de la autorización y funcionamiento de las agencias de calificación con el objetivo de evitar los conflictos de interés existentes en su actividad. No obstante, las voces que avisan de posibles problemas de futuro en condiciones expansivas son siempre tildadas de agoreras, pesimistas y, peor aún, intervencionistas, aunque lo que pidan no sea más regulación, sino mejor regulación, ni persigan acabar con la innovación financiera. Pero esta es una conclusión para reguladores y no para supervisores.

La tercera enseñanza, que afecta al propio concepto de estabilidad financiera, es que **las crisis, de un tiempo a esta parte, no suelen aflorar directamente como problemas de solvencia, sino que se originan en los mercados**. Como he señalado, una larga etapa de tipos de interés reales en mínimos históricos y de abundante liquidez, con precios fuerte y duraderamente crecientes de los activos, ha favorecido una evaluación complaciente de los riesgos que ha conducido a un excesivo crecimiento del endeudamiento. La pérdida de valor de los activos, cuando se ha producido la inevitable reevaluación de los riesgos, ha provocado que la proporción activos/deuda de muchas sociedades terminara siendo insostenible, situación

cuya solución pasa necesariamente por el aumento de su capital. Pero si la apelación a los mercados de capital no es posible, el único recurso es vender activos, lo que no solo alimenta la tendencia a la baja de su valor sino que, además, empeora más la relación activos/deuda. Y esto es lo que puede terminar conduciendo a la aparición de problemas de insuficiencia de capital, es decir, de solvencia.

Los supervisores de conductas no tenemos más que, en su caso, competencias muy residuales en materia de solvencia y estabilidad sistémica –en el caso de la CNMV, la solvencia de Empresas de Servicios de Inversión y las Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y el adecuado funcionamiento y estabilidad de las sociedades que gestionan los mercados y los sistemas de compensación y liquidación- y, además, carecemos de instrumentos, y por tanto de responsabilidades, para tratar de paliar los efectos de una posible crisis sistémica, instrumentos con los que sólo cuentan los Gobiernos y los Bancos Centrales. Pero, sin embargo, sí debemos mejorar nuestro papel tanto en la monitorización de las crisis, como en la posible detección anticipada de conductas y tendencias que puedan dar lugar a problemas en el futuro.

Respecto a la monitorización, parece necesario establecer un sistema de alarmas preventivas (*early warning*) para tratar de anticipar la detección de los riesgos que puedan afectar a la estabilidad sistémica. Esto exige una estrecha coordinación entre supervisores y reguladores, que en España se ha canalizado a través del Comité de Estabilidad Financiera –presidido por el Secretario de Estado de Economía y en el que participamos la CNMV, el BE y la DG de Seguros y Fondos de Pensiones-, cuyo funcionamiento en sus dos años de vida, ha permitido no solo un intercambio de información más ágil, sino una mayor sensibilidad de ambos supervisores hacia los aspectos que cada uno de ellos puede aportar a la mejora del diagnóstico de la crisis y a los efectos indirectos de las medidas adoptadas por uno sobre la actuación del otro.

La cuarta enseñanza, relacionada con la anterior, es que **la opacidad de la distribución de riesgos ha hecho más difícil para las propias empresas financieras** (no ya sólo para los supervisores) **su evaluación y gestión**. Parece fuera de toda duda que si las empresas que prestan servicios financieros hubieran contado con mejores sistemas internos de evaluación de riesgos y, sobre todo, de control, algunas de las decisiones que finalmente han conducido a que surgieran problemas de solvencia y riesgos de inestabilidad sistémica, no se hubieran tomado.

La quinta enseñanza es que la propia complejidad creciente de muchos productos financieros hace que, desde la perspectiva de la protección del inversor, sean fundamentales unos **procesos de comercialización minorista que proporcionen al inversor la información precisa de forma inteligible para que pueda tomar sus decisiones de forma ajustada a sus características**: perfil de riesgo, riqueza, estructura familiar, edad, etc. Posiblemente esto sería más fácil de lograr si se avanzara en una cierta estandarización de los productos financieros dirigidos a minoristas pero, en todo caso, la entrada en vigor de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (*Markets in Financial Instruments Directive*, MiFID) ha supuesto un gran cambio en las exigencias de las prácticas de comercialización, asesoramiento e información a los consumidores de servicios financieros, demandando a los distribuidores mayor transparencia.

Conviene no obstante señalar que la información suministrada a los inversores no profesionales carece de sentido que aspire a que éstos comprendan plenamente los productos que adquieren, algo imposible dada su formación financiera y la complejidad de ciertos productos, sino que debe tener como objetivo que los inversores conozcan con precisión los riesgos que asumen.

En este tema, desde hace año y medio, meses antes de la entrada en vigor de la MiFID, la CNMV ha introducido algunas novedades que considero relevantes. La principal, que cuando se trata de productos complicados, aunque no técnicamente complejos en terminología MiFID, colocados por la red de la entidad emisora, aparte el folleto y el folleto reducido de emisión, ha de publicarse un tríptico, que debe ser firmado por los inversores a su recepción, en el que aparezcan las principales características del producto (liquidez, si la emisión está o no asegurada, etc.) e incluir en lugar destacado un par de ejemplos de posibles rentabilidades, uno de los cuales debe cuantificar las pérdidas correspondientes a unas hipótesis de evolución especialmente negativa de los mercados. Y, tras la transposición de la MiFID, muchos emisores, a instancias de la CNMV, han optado, aunque no se trate de productos legalmente complejos, por realizar el test de conveniencia en todo caso.

La sexta enseñanza es que **una crisis mundial no puede enfrentarse con iniciativas aisladas nacionales**, ni siquiera en los EE.UU. No deja de ser significativo de ello los cambios drásticos de enfoque de la política anticrisis del Gobierno estadounidense. Se deja quebrar a Lehman Brothers para, a continuación, dada la aguda desconfianza generada por ello, anunciar un plan de rescate orientado a la adquisición de activos dañados, que se reconvierte a continuación en un plan de inyección de capital en los bancos con insuficiencia de recursos propios.

Permítanme ilustrar este punto con un ejemplo muy reciente que muestra las limitaciones de la coordinación internacional: las restricciones impuestas en algunas jurisdicciones a las ventas en corto (*short selling*).

El proceso comienza en los EE.UU., donde se prohíben las ventas en corto descubiertas de acciones financieras, es decir, las ventas de instrumentos de los que no se dispone en el momento de la contratación pero que el vendedor espera obtener antes de la liquidación de la operación, normalmente tres días después. El objetivo de la prohibición era evitar el abuso de este tipo de operativa para forzar caídas pronunciadas en los precios de algunas acciones del sector financiero. La decisión estadounidense provoca la reacción en el Reino Unido, donde se prohíben no solo las ventas en corto descubiertas, sino, también, cualquier otra operación que implique la obtención de beneficios si desciende el precio del valor. Ello incluye ventas en corto cubiertas –es decir, la venta de acciones prestadas, de las que el vendedor, por tanto, dispone en el momento de la contratación- y cualquier operativa con derivados que genere el efecto económico señalado. El objetivo de las autoridades británicas era más ambicioso que el de las estadounidenses. Se trataba no solo de prevenir prácticas de abuso de mercado, sino de intentar contener directamente cualquier tipo de especulación a la baja contra valores financieros. Esto desencadenó, a través de un efecto arrastre, decisiones similares en otros países europeos para evitar el desplazamiento masivo de las compras en descubierto a sus mercados.

Algunos países, como Irlanda o Italia, optaron por seguir el ejemplo británico e introducir restricciones amplias a las apuestas bajistas. Otros, como Francia y Alemania, prefirieron limitar las medidas a la prohibición de las ventas en corto descubiertas, como se había hecho en EE.UU. Con carácter general, se impusieron, además, obligaciones de información para aquellos participantes que tenían posiciones cortas significativas sobre valores financieros.

En estas condiciones de respuestas nacionales e individuales no coordinadas, ¿qué hace la CNMV? España es, dentro de la UE, un país en que no sólo ya estaban prohibidas las ventas en corto descubiertas, sino que las cubiertas tienen una importancia modesta. Prohibir estas últimas habría generado problemas para el funcionamiento regular de los mercados, los creadores de liquidez y la cobertura normal de ciertos riesgos. La opción fue, por tanto, tratar de dotar de mayor transparencia al proceso, exigiendo la comunicación de todas las



posiciones en corto cubiertas sobre acciones del sector financiero que supusieran más del 0,25% del capital de la sociedad implicada

En estos momentos existe cierto escepticismo sobre la efectividad general de las medidas adoptadas. Los países que adoptaron medidas de prohibición total no presentan, hasta la fecha, caídas menores de las cotizaciones; el comportamiento de los sectores no financieros no ha sido mejor en los países que tomaron medidas para todos los valores cotizados. Esto indica que la decisión tomada por la CNMV, y que inicialmente fue calificado de tímida por algunos, de no prohibir también las ventas en corto cubiertas de las acciones de todas las sociedades cotizadas, fue la correcta. Asimismo, somos partidarios de, en el momento que se considere oportuno, buscar, en el marco de CESR, una acción coordinada que permita levantar las restricciones impuestas a las ventas en corto de manera paralela en todos los países de la UE que las han impuesto.

Insisto como conclusión de este punto en que si algo ha dejado claro la crisis es la insuficiencia de los mecanismos de coordinación internacional, como muestran dos estrategias radicalmente distintas –la estadounidense y la británica– y las respuestas inicialmente fragmentarias de las autoridades nacionales europeas. Sin avanzar en el camino no solo de la convergencia en las prácticas supervisoras y de los principios reguladores, sino en el de la toma de decisiones conjuntas y simultáneas por organizaciones supranacionales con capacidad de enforcement, es imposible pensar en respuestas eficaces ante situaciones críticas. Espero que tenga razón Jane Dipplock, presidenta de Comité Ejecutivo de IOSCO, cuya respuesta hace tres años a la pregunta de un periodista sobre cuándo tendríamos supervisores mundiales fue “no en mi vida” y que, ahora, afirma no estar segura de que habría contestado lo mismo.

## 5. Transparencia

La séptima enseñanza, esencial para un supervisor de mercados y conductas, es que **la situación actual tiene un componente fundamental de crisis de confianza en los mercados y en el sistema financiero en su conjunto**. Y, como no me cansaré de repetir, **una crisis de confianza indica siempre un déficit de transparencia**. Transparencia cuya mejora constituye uno de los objetivos encomendados por la ley a la CNMV y que resulta esencial para la recuperación de la confianza en varios aspectos.

Uno, posiblemente el principal en estos momentos, la **calidad de la información financiera pública de las sociedades**, que debe reflejar con precisión, y en tiempo real, los efectos de la crisis sobre sus resultados y su situación patrimonial.

Este es un punto que se encuentra, en estos momentos, en el centro del debate internacional en la medida que, como he apuntado antes, hay quienes han tendido a responsabilizar al principio de valor razonable (fair value) de ser uno de los causantes de la crisis actual. Me detendré en este tema porque considero fundamental desde el punto de vista de la transparencia y de la eficiencia de los mercados de capital que no cristalicen algunas iniciativas encaminadas a abandonar el marco de los estándares contables de información financiera (IFRS).

Cuando existen transacciones regulares de un activo en un mercado, el valor razonable es su precio. Naturalmente, el precio de mercado experimenta variaciones en función de la coyuntura económica –lo que no sucede con el coste de adquisición o de amortización– y, en situaciones de crisis, surge la tentación de responsabilizar a las normas contables de lo que es el inevitable deterioro de la situación económica de un banco o de una empresa inmobiliaria o de cualquier sector. Y esta es una tentación que hay que vencer por varios motivos.

El primero es que, desde el punto de vista de la imagen fiel de una empresa, el principio de valor razonable es muy superior al de coste de adquisición o de amortización. El valor razonable, cuando existe precio de mercado, es dicho precio y, sin lugar a dudas, es lo que realmente vale un activo. Ninguna empresa toma decisiones en función del coste histórico, sino del valor real, y es contrario a la lógica pensar que es más informativo valorar activos a precios históricos claramente superiores a los actuales. Por tanto, si las normas contables persiguen reflejar la “imagen fiel de la empresa”, no puede haber duda alguna de la superioridad del principio de valor razonable.

En segundo lugar, el principio de valor razonable es superior desde el punto de vista de la transparencia, cuya insuficiencia es, sin lugar a dudas, una de las causas de la actual crisis. Si la información financiera periódica no refleja de forma precisa la situación de las empresas, sus resultados y su estructura patrimonial reales, es imposible recuperar la confianza en los emisores y en los mercados de capital.

Pero, además, la comparabilidad de los estados financieros de las compañías, con independencia de a qué jurisdicción pertenecen, es otro elemento fundamental de transparencia, eficiencia de los mercados y evitación de arbitrajes supervisores. Durante una década se ha venido trabajando en el plano internacional para acercar los dos grandes enfoques contables que coexisten en el mundo, los IFRS y las US GAAP, y sería un enorme retroceso en el camino de la mejora de la transparencia que se relajaran de forma asimétrica ambos estándares.

En tercer lugar, el principio de valor razonable obliga a reconocer más rápidamente los problemas derivados de los cambios en la estructura financiera de una empresa, lo que resulta fundamental para que los mismos no se acumulen con el paso del tiempo y terminen siendo inabordables. Por ejemplo, permite aflorar en tiempo real proporciones deuda/activos que precisan para ser sostenibles un aumento del capital. Retrasar los ajustes cuando las previsiones de futuro son peores que las actuales, y lo son por un dilatado horizonte temporal, solo conduce a exacerbar los problemas hasta que no pueden ser resueltos sin ayuda externa.

Pero la crítica fundamental al cambio de los IFRS es que sería no sólo perjudicial, por las razones expuestas, sino además, inútil. ¿Qué es lo que se lograría con el abandono del principio del valor razonable? La nueva información financiera carecería de credibilidad alguna al valorar los activos a precios irrealizables, la mejora de las ratios deuda/activos sería imaginaria, algo que conocerían todos los agentes, con lo que dicha información carecería de utilidad alguna y transmitiría una imagen de maquillaje formal que generaría peores expectativas respecto a la capacidad de las empresas y Gobiernos para hacer frente a la situación. En suma, el abandono del principio de *fair value* sería como hacer trampas en un solitario y no conseguir resolverlo.

Pese a la innegable superioridad del principio de valor razonable, es cierto que su aplicación no está exenta de problemas, porque cuando no existen precios de mercado, como sucede con diversos activos en la situación actual, su determinación requiere aplicar modelos de valoración comúnmente aceptados que incluyan como inputs toda la información que refleje lo mejor posible las características específicas del activo, riesgo de crédito, riesgo de liquidez, plazo, etc. Y esto implica admitir intervalos de valoración aceptable de un activo –frente a la unicidad del precio de mercado– y dificulta la tarea de supervisión de la información financiera periódica y el trabajo de los auditores. Pero, al fin y al cabo, a cada uno le pagan por hacer bien su trabajo, no por lograr que éste sea fácil.

Cuestión distinta es que se puedan introducir mejoras parciales en los estándares IFRS. Pero aún en este caso, deberían ser muy cuidadosamente elegidas e implementadas sin excesivas urgencias que podrían dar lugar a efectos colaterales negativos. Los IFRS tienen una

arquitectura compleja, por lo que es muy difícil introducir modificaciones en un único aspecto sin que ello arrastre inconsistencias en otros. Incluso la autorización para transferir activos financieros de la cartera de negociación (anotada a valor razonable) a la de vencimiento (anotada a coste de amortización) tendrá un efecto real muy moderado, porque simplemente reflejará el hecho de que los activos trasladados carecen de liquidez o su venta implicaría pérdidas no asumibles. Además, en la medida que los estados financieros deben reflejar la cuantía del cambio de valoración debido a la transferencia de activos entre las dos carteras, se conocerá el efecto contable de un mero cambio en las normas, pero no en la situación real de las empresas, con lo que la percepción de las entidades no mejorará.

En resumen, lo que no pueden, ni deben, perseguir las normas contables es a que cuando los activos valen menos se les pueda dar un valor superior al real y cuando valen más luzcan su verdadero valor.

Otro aspecto en que es posible mejorar la transparencia es al relativo a **la completitud de la información sobre los productos financieros**, particularmente los complejos, su grado de liquidez real, su volatilidad y los riesgos que se soportan por su adquisición. Con especial atención a la transparencia post-contratación que, en el caso de la renta fija, es manifiestamente mejorable, aunque la situación española sea menos deficiente que la de la gran mayoría de los países europeos. Pero no me detendré en este punto en el que el acuerdo es más generalizado que en el de los principios contables.

## 6. Sobre arquitectura institucional de la supervisión.

Por último, la octava enseñanza es que **la separación entre un supervisor de conductas y otro de solvencia es muy positiva para gestionar situaciones de crisis**. Algo que va a estar de actualidad en España cuando el Gobierno implemente el proyecto anunciado de sustituir el actual sistema de supervisión sectorial por un modelo funcional o de *twin peaks* en el que un supervisor (el BE) se ocuparía de la solvencia de todas las sociedades que prestan servicios de inversión y el otro (la actual CNMV ampliada, futura Comisión Nacional de Servicios Financieros (CNSF)) se encargaría de la supervisión de conductas y mercados de todos los agentes y de la protección de todos los consumidores de servicios financieros.

Las razones a favor del modelo *twin peaks* frente al de supervisor único en el caso español son bien conocidas. No me detendré en argumentos relativos al menor coste legislativo de la reforma, a la existencia de una larga y positiva tradición de supervisión microprudencial del BE o a la inexistencia de sinergias entre supervisión prudencial y de conductas y la muy significativa existente entre supervisión macro y microprudencial –todos los cuales son relevantes- y comentaré sólo la forma en que el modelo de supervisión funcional maneja el conflicto de interés entre supervisores de solvencia y de conductas, conflicto agudizado en situaciones de crisis.

Sólo un irresponsable, o un interesado, sostendrían que uno de los dos objetivos –solvencia o comportamiento adecuado- es un valor absoluto y el otro es complementario, pero es obvio que existe un cierto *trade-off* entre solvencia y conducta. Un supervisor único es difícil pensar que no resolviera los conflictos siempre a favor de uno u otro de ambos objetivos, como demuestra el comportamiento de los supervisores únicos en la crisis actual e, incluso, el distinto enfoque adoptado en el seno del Comité Europeo de Supervisores de Valores (CESR) por uno u otro tipo de supervisores.

La mejor forma de resolver conflictos de interés no es internizándolos dentro de una institución, lo que les resta transparencia y sesga las decisiones, sino con supervisores separados que se coordinen e intercambien toda la información necesaria y sean capaces de

enfocar los problemas de forma empática para tomar decisiones equilibradas, pero manteniendo incólume el ámbito de sus competencias y responsabilidades.

Es comprensible que para una empresa los problemas de riesgo reputacional tiendan a pasar a un discreto segundo plano en situaciones en que existe insuficiencia de capital. Pero no lo es menos que, a largo plazo, son las malas conductas las que terminan generando problemas de solvencia. Y la crisis actual es un ejemplo de esto.

Estoy convencido de que si en la última década se hubiera dado mayor peso –y un mejor tratamiento regulador– a problemas de conducta tales como la suficiencia de los medios organizativos de las empresas que prestan servicios financieros, el adecuado tratamiento de los conflictos de interés en el mundo financiero, el cumplimiento de prácticas adecuadas de buen gobierno, la calidad de las políticas de comercialización y asesoramiento, las correctas prácticas de valoración o la evitación del uso de información privilegiada, es más que probable que no estuviéramos viviendo la situación actual.

## **7. Conclusiones: las prioridades supervisoras.**

De todas estas enseñanzas se deriva lógicamente un plan de trabajo a medio plazo para supervisores de conductas y mercados que, en el caso de la CNMV, hará especial hincapié en los siguientes puntos:

1º Asegurarse de que las empresas que prestan servicios de inversión cuentan con los medios organizativos, materiales y personales necesarios para llevar a cabo su trabajo, que valoran los activos a precios adecuados y que evitan los conflictos de interés en sus decisiones.

2º Vigilar con especial énfasis las posibles prácticas de abuso de mercado, en particular, la diseminación de información falsa y la utilización de información reservada en beneficio propio.

3º Mejorar la transparencia en el triple aspecto señalado de exactitud de la información periódica de las empresas, transparencia pre y post-contratación e información suficiente sobre las características de los productos financieros.

4º Monitorizar los procesos de comercialización para asegurar que se cumplen los requisitos de la MiFID y la clara distinción entre las tareas de asesoramiento y comercialización.

5º Favorecer la mejora de la capacidad de supervisión de CESR, la convergencia de prácticas supervisoras europeas y el grado de enforcement de sus recomendaciones.

6º Preparar a la CNMV para que, el día que nos convirtamos en la CNSF, ni los inversores ni los supervisados, sufran una solución de continuidad en su trabajo y sus criterios.

Para esta crisis se llegará tarde, pero no duden ustedes que, al menos en los próximos cuatro años, la CNMV dedicará todos los esfuerzos que le permitan sus medios materiales y legales y sus competencias, tanto en los foros internacionales como en el plano doméstico, en tratar de mejorar la calidad de las conductas de los agentes en los mercados financieros.

Nada más y muchas gracias por su atención.