



Presentación en la Jornada: “La crisis financiera: su impacto y la respuesta de las autoridades”

FERNANDO RESTOY, CONSEJERO

12 de mayo, 2008

Lecciones para la regulación y la supervisión financieras

Es un placer participar en esta Jornada sobre la crisis financiera por lo que quiero agradecer a Analistas Financieros Internacionales (AFI) su invitación y felicitarle por la iniciativa.

Estoy seguro de que los que me han precedido en esta tribuna han comentado en sus intervenciones el desarrollo de los acontecimientos. Permítanme que destaque, en todo caso, algunos aspectos que me van a servir para motivar las cuestiones de política regulatoria y supervisora sobre las que planeo basar mi intervención.

En primer lugar, las turbulencias recientes se generan a partir de una crisis localizada en un mercado concreto: el de hipotecas de alto riesgo en EEUU. Sin embargo, sus efectos se difunden rápidamente a todo el mundo a través de los mercados de productos estructurados. Las hipotecas de alto riesgo formaban parte de paquetes de activos bancarios que las entidades originadoras habían vendido a vehículos especiales que financiaban la compra emitiendo títulos respaldados por los activos adquiridos. Estos títulos fueron comprados por inversores institucionales de todo el mundo o incluso por otros vehículos que re-empaquetaban los instrumentos –mejorando su calidad crediticia- y emitían nuevos títulos con un mejor *rating*.

Hasta aquí, lo que he descrito es simplemente la difusión de los efectos de la insolvencia de los prestatarios *sub-prime* originales entre los tenedores últimos del riesgo de crédito. El problema es que la crisis *sub-prime* original afectó también a mercados de instrumentos ajenos al mercado hipotecario norteamericano de alto riesgo incidiendo así sobre la capacidad de financiación de entidades con escasa o nula exposición declarada al riesgo *sub-prime*. Es decir, se produjo un efecto contagio.

Pero, quizás, el desarrollo más novedoso de esta crisis, en relación a las anteriores, es la intensa reducción observada en las transacciones realizadas en diversos mercados primarios y secundarios mayoristas. Es decir, se ha producido una suspensión del adecuado funcionamiento del sistema de precios como mecanismo fundamental de discriminación entre emisores de distinta calidad. Todo ello ha perturbado la capacidad de obtención de fondos de las entidades financieras y, por lo tanto, el funcionamiento adecuado de los mecanismos de financiación de la economía.

Estos acontecimientos han abierto un debate intenso y muy rico sobre los aspectos del sistema financiero internacional que han podido desencadenar o acentuar los efectos de la crisis. En este marco, quisiera proponer cuatro puntos de reflexión que resultan particularmente relevantes para los reguladores y supervisores financieros: dos relacionados

fundamentalmente con las causas de las turbulencias observadas en los mercados y otras dos sobre sus implicaciones sobre el sistema supervisor.

Sobre las causas, es obvio que la existencia de elementos de contagio a agentes y mercados no directamente relacionados con los productos, llamémosles defectuosos, sugiere la existencia de un problema de confianza. Este puede estar generado porque los inversores estimen que la no exposición de determinadas entidades o inversores institucionales pueda ser sólo aparente o, simplemente, porque el descubrimiento de un problema en un mercado concreto invite a algunos agentes a pensar que problemas similares pueden aparecer en otros mercados. Y cuando hay un problema de confianza, lo inmediato es pensar que puede deberse a un déficit de transparencia. Este déficit podría consistir en:

- la insuficiencia o falta de claridad de la información financiera disponible sobre los participantes en los mercados,
- la naturaleza de los productos intercambiados, por ejemplo, de los productos estructurados complejos,
- la falta de información sobre qué, por qué y a qué precio se están intercambiando estos productos en el mercado.

Los efectos del déficit de transparencia se han visto acrecentados por las dudas sobre la actuación de las agencias de *rating*, en la medida en que estas actúan como traductores de la información financiera al lenguaje de las decisiones de inversión.

En el ámbito de las implicaciones de la crisis sobre el sistema supervisor, existen también, al menos, dos aspectos a considerar:

En primer lugar, la crisis de liquidez en algunos mercados y las dificultades de financiación para algunas entidades que la misma ha ocasionado, invitan a reflexionar sobre la forma en la que la regulación de diversos aspectos de la actividad financiera trata este tipo de riesgos

En segundo lugar, las turbulencias han afectado a diversos agentes del sistema financiero: mercados, entidades financieras de diverso tipo, inversores institucionales y autoridades monetarias. Por ello, es un buen escenario para el contraste de la idoneidad de distintos modelos de organización de la supervisión.

De este modo, mi charla se estructura en torno a cuatro palabras clave: transparencia, agencias de *rating*, liquidez y modelo supervisor.

I. Transparencia

Comencemos hablando de transparencia, quizás el tema que me resulta más cercano en mi capacidad de supervisor de mercados. Y centrémonos en primer lugar en lo que afecta a la situación financiera de los participantes en el mercado y, singularmente, de las entidades financieras.

Los episodios recientes han permitido identificar dos problemáticas distintas: una relativa a la información disponible sobre productos complejos; otra asociada a las reglas de valoración sobre instrumentos ilíquidos, como lo son una gran parte de los productos estructurados más afectados por la crisis.

Sobre exposición, parece claro que las pérdidas de valor de los instrumentos ligados a las hipotecas *sub-prime* se han reflejado muy lentamente en los balances de las entidades financieras. Hace sólo dos meses el FMI estimaba que en torno a 1/3 de las pérdidas directas todavía no habían sido declaradas por las entidades afectadas.

Pero quizás el elemento más preocupante desde el punto de vista de la política regulatoria es que los riesgos materializados eran difícilmente identificables ex-ante en la información financiera pública. En particular, las entidades tenían establecidos compromisos opacos con vehículos de inversión, que las normas contables permitían mantener fuera del perímetro de consolidación y que no eran incorporados al cálculo de los requerimientos de capital.

La plena aplicación de Basilea II por parte de las entidades va a permitir un reconocimiento más certero de los riesgos de la exposición a vehículos fuera de balance –tanto a los efectos de consumo de recursos propios (Pilar 1) como de transparencia (Pilar 3)-. Resultaría pertinente que, al mismo tiempo, los gestores de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) revisen, en línea con la recomendación del Foro de Estabilidad Financiera (FSF), el tratamiento contable de esta exposición y los desgloses informativos precisos.

Uno de los temas más controvertidos en el debate actual es el relativo a las normas de valoración de instrumentos poco líquidos en los balances de las entidades cotizadas. Las NIIF vigentes en Europa (así como las normas estadounidenses) exigen la aplicación del concepto de valor razonable (*fair value*) a todos los instrumentos financieros en el activo de las entidades, siempre que no se declare la intención de mantenerlos hasta vencimiento. El concepto de valor razonable de un instrumento consiste, a grosso modo, en el precio que razonablemente la entidad podría esperar obtener si decidiera enajenar ese instrumento. Cuando existe un mercado activo, el valor razonable coincide con el precio de mercado. Cuando no es así, la entidad debe utilizar una técnica de valoración para obtener una aproximación al precio de una eventual transacción. Obsérvese que no se trata de estimar un precio fundamental o de equilibrio sino la contrapartida en metálico de una posible venta del instrumento en las condiciones de mercado vigentes, sean estas cuales sean.

Ante la evidencia de que la aplicación de las normas contables conduce, en estos momentos, a la aparición de pérdidas significativas en las entidades más expuestas a los productos y vehículos estructurados, desde algunos sectores se ha pedido, de forma más o menos velada, una relajación efectiva de la obligación de medir los instrumentos de negociación a valor razonable en las condiciones actuales de mercado. Esta propuesta se fundamenta en torno a dos tipos de argumentos fundamentales:

En primer lugar, se ha argumentado que cuando los mercados atraviesan una situación de estrés, con poca liquidez y precios desalineados con los fundamentales, la aplicación del concepto de valor razonable conduce a una desvirtuación de la realidad económica de la empresa.

Asimismo, se ha defendido que la aplicación del valor razonable en mercados bajistas y poco líquidos ocasiona pérdidas que precipitan ventas, peticiones de garantías adicionales en operaciones colateralizadas y déficits de recursos propios que agravan aun más la situación de esos mercados. Es lo que, a veces, se denomina la prociclicidad de las NIIF.

Frente al primer argumento cabe aducir que aunque en un mercado poco líquido o estresado aumentan objetivamente las dificultades técnicas para estimar el valor razonable esto no altera la conveniencia de medir las tenencias de activos en función de la mejor aproximación posible a la contrapartida que se obtendría por su venta. En un mercado de estas características, los emisores tienen más dificultades para vender sus activos por lo que, previsiblemente, solo podrían hacerlo a un precio anormalmente bajo. Pero esta circunstancia afecta genuinamente al valor de la empresa en ese momento y resulta, por lo tanto, relevante para el inversor potencial.

Por otra parte, debe tenerse presente que el valor de un activo arriesgado es normalmente procíclico en la medida en que, como es comúnmente aceptado, la tolerancia al riesgo de los

inversores también lo sea. Pero es difícil de aceptar que el reconocimiento preciso del valor pueda por sí mismo llevar a deterioros adicionales de este.

Es posible, ciertamente, que en un contexto de depreciación de los activos, determinadas prácticas de las empresas, como las estrategias de limitación de pérdidas, puedan llevar a ventas aceleradas que aumenten la intensidad del ajuste de los precios de mercado. Asimismo, la depreciación puede presionar sobre los recursos propios de las entidades y conducir a la liquidación de posiciones o a la búsqueda de capital fresco que podrían suponer ajustes adicionales del mercado. Pero, en estos casos, la solución razonable no pasa por “matar al mensajero” alterando la fiabilidad y el significado económico de la información financiera de la empresa. Más bien, lo pertinente sería explorar si determinadas normas de conducta –internas o inducidas por la regulación– conducen a fenómenos desestabilizadores indeseados. De este modo, tiendo a disentir de aquellos que consideran que la información financiera debe convertirse en una herramienta de política prudencial.

Esto no impide que, como ha demostrado la experiencia reciente, proceda una revisión concienzuda de algunos aspectos de las normas de información financiera.

En particular, tal y como ha reconocido el propio gestor de los principios contables (el IASB), la casuística actual sobre normas de valoración aplicables a distintos tipos de instrumentos es excesiva y debe simplificarse. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que la homogeneidad del tratamiento de los distintos instrumentos probablemente exige más, y no menos utilización del concepto de valor razonable.

Además, las normas vigentes deberían, probablemente, establecer más directrices sobre los criterios a utilizar a la hora de elegir técnicas de valoración concretas cuando no hay un mercado activo.

Finalmente, y esto me parece particularmente urgente, los requisitos actuales de información sobre modelos, *inputs* y supuestos empleados en las técnicas de valoración pueden ser ampliados con objeto de que los inversores dispongan de más información sobre cómo se valoran los distintos instrumentos y sobre la sensibilidad del valor a cambios razonables en las técnicas empleadas.

Otro elemento relevante a analizar y que ha podido afectar a la extensión e intensificación de las turbulencias recientes es la incertidumbre generada sobre la naturaleza de los productos estructurados. Estos productos han contribuido a mejorar la eficiencia del sistema ayudando a, lo que los académicos llaman, completar los mercados. Es decir, este proceso ha ampliado el conjunto de oportunidad de los inversores dándoles acceso al riesgo de crédito que, de otro modo, permanecería exclusivamente en los balances bancarios. Al mismo tiempo, ha facilitado la expansión de la actividad crediticia de los bancos comerciales en un contexto donde los pasivos tradicionales (depósitos) han aumentado menos que la demanda de crédito.

No obstante, el proceso ha podido ir demasiado lejos. Según datos recopilados por el FMI en su último Global Financial Stability Report, las emisiones de los principales productos estructurados (ABS, MBS, CDOs) se habrían quintuplicado en apenas ocho años.

Pero más relevante, quizás, que el aumento de las emisiones es, probablemente, su creciente complejidad. Así, productos tan complejos como los CDOs que, típicamente, consisten en instrumentos respaldados por otros productos estructurados se han multiplicado por ocho en el mismo período y supusieron en 2007 más de la mitad del total de productos estructurados emitidos.

El proceso no es igual en todo el mundo. De hecho, aunque en Europa se ha registrado también un fuerte incremento de las emisiones de productos estructurados, la intensidad ha

sido menor que en EEUU y los productos más complejos explican una parte menor del total emitido. En España, el aumento de las emisiones de este tipo de instrumentos ha sido muy pronunciado. No obstante, este se ha basado en el dinamismo de las titulizaciones convencionales, menos complejas que los CDOs.

En todo caso, existen indicios de que no todo el aumento de las emisiones se debe a una demanda genuina, por parte de los inversores, de nuevas combinaciones de riesgo-rentabilidad. De hecho, la antigua regulación de capital (Basilea 1) permite el ahorro de recursos propios a las entidades cuando estas transmiten los créditos comerciales a vehículos no consolidables, incluso si la entidad originadora mantiene una parte significativa del riesgo de crédito de los activos transmitidos.

Al mismo tiempo, la estructuración de productos genera una amalgama de comisiones que, en muchos casos, termina repercutiendo en el grupo de la entidad originadora.

Finalmente, la generación de instrumentos de alta calificación crediticia mediante la diversificación del riesgo de crédito en paquetes de activos de peor calidad ha sido excesiva. Hoy parece claro que las agencias de *rating* han infraestimado las correlaciones del rendimiento de los activos empaquetados, lo que ha dado lugar a excesivas facilidades para la generación de instrumentos “*investment grade*” altamente demandados por diversos tipos de inversores institucionales.

La fuerza de estos elementos impulsores espurios se verá mitigada con la plena aplicación de Basilea II, que limita las posibilidades de arbitraje regulatorio.

Es más, el Comité de Basilea tiene previsto revisar próximamente el tratamiento regulatorio de la exposición a instrumentos complejos de alta calificación crediticia. Ello contribuirá probablemente a contener el auge de las emisiones de productos estructurados y, especialmente, las de los productos más complejos.

En todo caso, con independencia de que la dinámica adquiera en el futuro la generación de instrumentos complejos, parece preciso reforzar los requisitos de transparencia en todo el proceso de estructuración:

Esto afecta, en primer lugar, a los folletos de las emisiones, que deben contener formatos más homogéneos e incluir más información relevante. Por ejemplo, es importante, a la hora de evaluar el atractivo de las emisiones, que el inversor conozca si la entidad originadora tiene interés en adquirir, y mantener en su balance, parte de las emisiones. En España la CNMV ha dado pasos claros en esta dirección.

Asimismo, los sistemas de información entre originador, vehículo e inversor son deficientes por lo que deben regularse de manera más estricta.

Por otra parte, parece inevitable impulsar un proceso de estandarización de los productos estructurados que facilite la comprensión de los riesgos inherentes por parte de los inversores y contribuya a incrementar la liquidez de los mercados donde cotizan estos instrumentos.

Todo ello sugiere un enfoque mixto de regulación y autorregulación. La acción normativa resulta probablemente precisa para evitar arbitrajes regulatorios y mejorar la transparencia sobre los productos. A su vez, la industria debería establecer categorías estandarizadas de productos estructurados.

Finalmente, en el ámbito de la transparencia no debe olvidarse el papel que juega la disponibilidad de información pública que permita a los inversores conocer las condiciones de oferta y demanda en los distintos mercados.

En la actualidad, tanto la regulación como las normas de los mercados imponen rigurosos controles de transparencia en el caso de la renta variable. Así, existen requisitos de información que afectan tanto a precios ofertados (pre-transparencia) como a precios y volúmenes de transacciones realizadas (post-transparencia).

En Estados Unidos, en los últimos años se han desarrollado también normas de post-transparencia para otros instrumentos, incluyendo la renta fija privada. Por el contrario, la Directiva MiFID, que recientemente ha entrado en vigor, no impone ningún requisito de información previa o posterior a la negociación en los mercados de renta fija o derivados.

Los episodios recientes han puesto de manifiesto la necesidad de revisar los requisitos de transparencia en la UE.

Debe tenerse en cuenta que, aunque el mercado sea predominantemente mayorista los clientes de los inversores institucionales deben poseer la información precisa para evaluar la calidad de su gestión.

Por otra parte, en un contexto en el que ha aumentado la complejidad de los instrumentos y, por lo tanto, la dificultad de cálculo de su valor, las transacciones realizadas constituyen una pieza valiosa de información, incluso para los inversores más sofisticados

En ocasiones se ha argumentado que la transparencia de estos mercados al reducir el valor añadido que pueden ofrecer los *market makers*, podría desincentivar la participación de estos intermediarios, lo que llevaría a una menor liquidez del mercado. Por ello, aunque la evidencia acerca del impacto de la transparencia sobre la liquidez de los mercados dista de ser concluyente, posiblemente sea conveniente proceder con cautela a la hora de implantar nuevos requisitos de información.

Así, en una primera etapa, parece pertinente evitar cambios en las directivas comunitarias – que al fin y al cabo sólo recogen requisitos mínimos – y estudiar, en su lugar, recomendaciones a las autoridades nacionales para que emitan reglas complementarias que favorezcan una mayor transparencia de los mercados.

Estas recomendaciones podrían sugerir aplicar, al menos inicialmente, estos nuevos requisitos en los mercados más activos y centrarse en la información ex-post sobre las transacciones realizadas, pues esta resulta menos relevante para el desempeño de la función de los intermediarios.

II. Agencias de rating

Pasemos ahora al segundo de los temas que pretendo cubrir. El de las agencias de *rating*. No es una exageración señalar que han desempeñado un papel central en el desarrollo de los acontecimientos. Así, su actividad resulta crucial para el desarrollo de los mercados de productos estructurados, que han actuado como mecanismo difusor de las perturbaciones originalmente localizadas en un segmento del mercado hipotecario norteamericano.

En este contexto, su trabajo ha generado una cierta desconfianza, explicada en parte por la constatación de la sorpresa que la crisis de los instrumentos *sub-prime* ocasionó en estas agencias y a la que reaccionaron procediendo a revisar apresuradamente las calificaciones de una variedad amplia de instrumentos.

Así, el porcentaje de emisiones con calificación revisada ha sido elevadísimo en el caso de instrumentos ligados a hipotecas *sub-prime*. Más de la mitad de los instrumentos calificados con el *rating* A o inferior han sido recalificados y, en la mayoría de los casos, por más de 3 escalones. La revisión no se ha circunscrito sólo a los instrumentos *sub-prime* sino también al resto de los instrumentos de titulización.

Los trabajos realizados recientemente por IOSCO y otros organismos nacionales e internacionales han permitido generar cierto consenso sobre las deficiencias del trabajo realizado por estas agencias. Estas pueden categorizarse del siguiente modo:

En primer lugar, la metodología empleada y, en concreto, la falta de revisión de la información suministrada por los emisores, la utilización de modelos estimados con series cortas de datos que impiden una inferencia correcta y, como consecuencia de ello, la infraestimación de los parámetros de correlación de los rendimientos de los activos titulizados.

Además, se ha detectado un insuficiente control de los conflictos de intereses latentes: ya sea entre las labores de asesoramiento al emisor y la evaluación de las emisiones o entre la labor de evaluación en el momento de la emisión y en momentos posteriores.

Por otra parte, aunque las agencias de *rating* han hecho un esfuerzo en el pasado reciente por suministrar información sobre metodologías empleadas y resultados alcanzados, esta no resulta suficiente para la adecuada comprensión de la incertidumbre que rodea las calificaciones y la evaluación pública de su actuación.

En todo caso, es posible que –incluso en contra de lo pretendido por las propias agencias– se haya generalizado la percepción de que el *rating* de un emisor o de un instrumento es un estadístico suficiente de su valor intrínseco. A ello ha podido contribuir el papel creciente que los *ratings* han alcanzado en la regulación; singularmente, el que les ha otorgado el nuevo Acuerdo de Basilea.

Las soluciones pasan indudablemente por perfeccionar el código de conducta que elabora IOSCO y al que están voluntariamente sometidas la AR principales. Este es un trabajo que se culminará próximamente. Además es posible que algunas piezas regulatorias (como los requerimientos de capital o las restricciones de cartera a algunos inversores institucionales) tiendan en el futuro a matizar el papel de los *ratings* en función de otras características del instrumento como su complejidad o su liquidez.

En todo caso, el debate más relevante en estos momentos es el relativo al régimen de regulación y supervisión de las agencias de *rating*. Como saben, en estos momentos conviven esencialmente dos regímenes. Por un lado, en la UE se mantiene un régimen esencialmente de autorregulación basado en el código de IOSCO cuyo cumplimiento se revisa en el marco del Comité Europeo de Reguladores de Valores. En EEUU, por el contrario, la SEC tiene la facultad de diseñar y evaluar el cumplimiento de normas concretas así como de emitir un reconocimiento oficial (el estatus NRSRO).

Habida cuenta del papel que han alcanzado las AR, el mantenimiento de un sistema de autorregulación –aunque sea perfeccionado tras la modificación del código IOSCO– parece algo arriesgado. Además de otros argumentos, debe tenerse en cuenta que esta industria opera bajo un régimen de oligopolio natural. Por definición, el servicio que prestan las agencias sólo tiene valor si estas alcanzan un mínimo grado de reputación que, a su vez, depende de su grado de implantación. Ello dificulta la aparición de nuevos entrantes.

Además, el régimen de competencia entre ellas no conlleva, necesariamente, una presión al alza sobre la calidad media pues no es el inversor, sino habitualmente el emisor –más interesado en la calificación obtenida que en la calidad del trabajo– el que elige y abona los servicios de la agencia calificadora.

Por otra parte, la regulación y supervisión por parte de instancias oficiales (como la SEC) plantea también algunos problemas:

En primer lugar, la evaluación de metodologías y resultados requiere un volumen de recursos y un conocimiento técnico y práctico que no abunda actualmente en los supervisores de valores. Hasta el momento, la SEC interviene poco en cuestiones metodológicas centrándose en aspectos organizativos y, sólo recientemente, en la evaluación *ex-post* de las estimaciones de pérdida esperada en la que se basan los *rating*.

Además, una excesiva tutela, por parte del sector público, del trabajo de estas agencias podría generar la percepción de una suerte de garantía pública a los instrumentos o emisores a los que se otorgan altas calificaciones.

Finalmente, la regulación y supervisión a nivel nacional de agencias que actúan a escala global conlleva el riesgo de duplicidades e inconsistencias entre jurisdicciones que puede resultar muy confuso en el marco actual de internacionalización de la actividad financiera.

Como alternativa, cabe explorar la posibilidad de promover la creación de un organismo técnico independiente de ámbito global que se encargaría tanto del establecimiento y la revisión periódica de estándares detallados como de la supervisión de su cumplimiento, estableciendo reconocimientos de calidad aceptables en todo el mundo.

Este organismo debería rendir cuentas a un consejo formado por todos los sectores interesados: emisores, inversores, gestores de mercados, auditores, y también agencias supervisoras.

Este tipo de solución encuentra una cierta inspiración en los organismos que en este momento tienen encargada la elaboración de normas internacionales de información financiera (el IAS Board), de auditoría (el IAASB) y de valoraciones inmobiliarias (el IVSC, recientemente reestructurado).

III. Liquidez

Una tercera palabra clave para el análisis de las turbulencias financieras acaecidas tras la crisis *sub-prime* es “Liquidez”. De hecho, el elemento más singular de la crisis internacional ha sido –o está siendo– la sustancial reducción de la actividad en el mercado interbancario y en los mercados primarios y secundarios de algunos instrumentos de renta fija, en particular los correspondientes a productos estructurados.

Ello ha ocasionado comportamientos anormales de los precios. Los *spreads* entre los tipos de los depósitos interbancarios respecto a los repos han alcanzado 150 p.b, para el plazo de tres meses, en EEUU y casi 100 p.b. en la zona del euro, cuando lo normal eran horquillas de apenas 10 o 20 p.b. En el caso de los instrumentos ligados al mercado hipotecario la situación es todavía más inusual: los índices de AAA están siendo negociados a *spreads* superiores a los 12 p.p., muy por encima del correspondiente a bonos corporativos con calificaciones crediticias muy inferiores.

Estas adversas condiciones de liquidez ocurren en un momento en el cual algunas entidades – entre las que afortunadamente no se encuentran las españolas– han debido hacer frente a necesidades elevadas de financiación derivadas de la necesidad de rescatar vehículos que han experimentado problemas para refinanciar los activos adquiridos a las entidades originadoras. De este modo, la menor actividad en los mercados junto con el aumento de las necesidades de liquidez de las entidades participantes ha aumentado simultáneamente la exposición y la magnitud de los riesgos de liquidez.

En la actualidad, es un hecho que el tratamiento del riesgo de liquidez en la regulación prudencial o contable es más flexible que el de otros factores de riesgo como el de crédito o el de mercado:

- Como es conocido, el riesgo de liquidez no interviene en la fijación de los requisitos de capital en el Pilar 1 de Basilea II.
- Además, las NIIF se limitan a exigir información sobre vencimiento de pasivos. Así, no exigen desgloses que permitan la identificación de posibles desajustes entre el plazo medio de vencimiento de los activos y los pasivos en las carteras de negociación de las empresas.
- Finalmente, y este sector ha merecido una insuficiente atención en el debate actual, la regulación sobre Fondos de Inversión, que en Europa se basa en la Directiva UCITS, no contempla limitaciones específicas a la inversión en instrumentos que cotizan en mercados poco líquidos; si bien, en algunos países, como en el nuestro, se han establecido algunas exigencias relativamente genéricas a las gestoras para que vigilen la profundidad de los mercados donde cotizan los instrumentos que mantienen en su activo.

Por ello, resulta pertinente una reflexión generalizada del tratamiento del riesgo de liquidez tanto en la regulación prudencial como en la relativa a los requisitos de información. En estos momentos, el Comité de Basilea se encuentra preparando guías para la gestión y supervisión del riesgo de liquidez en línea con la petición formulada por el FSF. Sería asimismo conveniente que los principios de información financiera fueran completados en el futuro con desgloses adicionales que permitieran conocer con mayor precisión el riesgo de liquidez al que se enfrentan las empresas. Finalmente, procede una reflexión a nivel europeo sobre si conviene limitar en alguna medida la exposición de los fondos de inversión convencionales a instrumentos que cotizan en mercados poco líquidos tal y como se hace con los instrumentos que no se encuentran admitidos a negociación en los mercados regulados.

IV. Modelo supervisor

Permítanme que finalice mi intervención con unos breves comentarios sobre la organización de la supervisión financiera.

La primera reflexión se refiere necesariamente al carácter global de buena parte de las deficiencias observadas en el funcionamiento del sistema financiero. En este sentido, creo que las autoridades han actuado con notable agilidad. Los trabajos realizados en el marco del FSF tomando como *input* la labor de otros organismos - IOSCO, el Comité de Basilea, el IASB etc- y realizando encargos concretos a estos y otros foros internacionales, resultan un desarrollo muy prometedor, aunque su efectividad concreta solo podrá ser evaluada una vez culminen los proyectos iniciados.

En todo caso, tal y como he señalado en mi exposición, existe la urgente necesidad de avanzar hacia la convergencia internacional de determinadas normas que regulan la actividad financiera. En particular, creo que debe destacarse la pertinencia de alcanzar un régimen regulatorio homogéneo para las agencias de *rating* y la urgencia de completar la convergencia de las normas de información financiera.

El segundo comentario que quisiera realizar se refiere al reparto de responsabilidades de supervisión financiera entre instituciones. Si algo ha puesto de manifiesto esta crisis es la estrecha relación entre los problemas de solvencia y los de liquidez. La crisis de alguna entidad ha mostrado que cuando las competencias prudenciales y de gestión de la liquidez están separadas pueden surgir problemas de coordinación nada triviales.

Al mismo tiempo, la experiencia en algunas áreas, típicamente en la zona del euro, ha mostrado que los problemas de liquidez –siempre susceptibles de evolucionar hacia problemas de solvencia si no se resuelven a tiempo- pueden ser eficientemente gestionados

sin alterar el tono de la política monetaria que puede, así, seguir estando guiado por objetivos macroeconómicos prioritarios. Todo ello parece reforzar la idea de que los bancos centrales son candidatos destacados para ocuparse de la supervisión prudencial de las entidades financieras.

Asimismo, una lección incuestionable de la crisis de confianza observada en los mercados es que la transparencia (sobre emisores, mercados y productos) constituye un ingrediente de la estabilidad financiera. Ahora bien, también se ha puesto de manifiesto (por ejemplo en el debate sobre la aplicación del valor razonable) que, en el corto plazo, pueden existir fricciones entre la demanda de transparencia de los inversores y los intereses de las entidades financieras. Por ello, no es inverosímil que, en determinadas circunstancias, el nivel de transparencia que requiere el adecuado funcionamiento del mercado no coincida estrictamente con el que minimiza la complejidad de la gestión de una situación de estrés en el sistema bancario.

Ello redundaría en la conveniencia de separar en dos instituciones, adecuadamente coordinadas, la responsabilidad de supervisar la conducta de los participantes en los mercados (que incluye obligaciones de transparencia) por un lado y la de supervisar la solvencia de estas mismas instituciones por otro. En esto se basa el modelo “*twin peaks*” vigente con éxito en algunos países europeos y al que parece caminar también EEUU. Es evidente que este esquema no evita la aparición de posibles conflictos entre distintos objetivos sociales pero al menos los explicita y, de este modo, dificulta que se establezcan jerarquías entre ellos que no respondan plenamente a las preferencias colectivas.

Gracias por su atención.