

La reforma del sistema

Randall Dodd



Estados Unidos propone la reforma más radical de la regulación financiera desde el *New Deal*

LA CRISIS financiera mundial ha devastado los principales mercados financieros. Aparte de socavar la solvencia de las empresas y la liquidez, la crisis ha planteado la necesidad de reformar drásticamente la regulación prudencial de esos mercados. La regulación se ha centrado en la solidez bancaria a escala individual, pero la crisis ha demostrado que se precisa un enfoque sistémico, lo cual exige un marco adecuado de regulación de los mercados y las transacciones que refleje los vínculos entre los bancos y otras entidades financieras.

Este nuevo enfoque está plasmado en las normas propuestas por el Consejo de Estabilidad Financiera, la Organización Internacional de Comisiones de Valores y organismos privados como el Grupo de los Treinta y el Instituto de Finanzas Internacionales. El Departamento del Tesoro de Estados Unidos propuso recientemente cambios fundamentales similares que, de ser adoptados, representarían la primera reorganización profunda del sistema financiero estadounidense desde el *New Deal* del gobierno de Franklin D. Roosevelt, cuando el

mundo también enfrentaba una enorme crisis económica.

Las reformas del *New Deal*

En un período de siete años a partir de 1933, Estados Unidos reestructuró la regulación de los mercados bancario, de valores, instrumentos derivados, hipotecas y gestión de activos (recuadro). Las nuevas leyes depuraron al sistema financiero del fraude y las crisis frecuentes y lo convirtieron en un modelo de estabilidad, eficiencia y capacidad de capitalización.

Las principales leyes eran de gran alcance y abarcaban los diversos sectores financieros, pero la mejor manera de comprenderlas es clasificándolas de acuerdo con el tema en el que se enfocaban: estabilidad sistémica, reorganización, transparencia, integridad del mercado y reducción de los conflictos de interés.

Estabilidad sistémica. La Ley Glass-Steagall separó las actividades tradicionales de la banca comercial (préstamos y captación de depósitos) de las de los operadores de valores (suscripciones, operaciones e inversión en acciones y bonos de empresas). Esto redujo la exposición de los bancos a las fluctuaciones cíclicas de los valores y mejoró su capacidad para prestar durante las fases de recesión y recuperación. Otras leyes exigieron que ciertos futuros se negocien en bolsas reguladas, con límites sobre las posiciones especulativas. La aplicación de normas más exigentes sobre márgenes (es decir, garantías) en los mercados de futuros sirvieron para reforzar las reservas prudenciales contra las pérdidas por riesgos de contraparte y de mercado. Las leyes de valores también tenían por objeto reducir la volatilidad excesiva y estabilizar el mercado.

Reorganización. Se crearon la Comisión de Bolsa y Valores (SEC), para regular y supervisar los mercados de valores y la gestión de activos, y la Corporación Federal de Seguros de Depósitos (FDIC), para garantizar los depósitos en los bancos. Se reestructuró a fondo el gobierno

del Sistema de la Reserva Federal, incluida la composición de la Junta de Gobernadores y el Comité de Mercado Abierto.

Transparencia. Se exigió la divulgación de la situación financiera de las empresas emisoras de valores en los mercados públicos, los operadores del mercado secundario y las compañías de inversión.

Integridad del mercado. Se prohibió el fraude y la manipulación en los mercados bancario, de valores y de derivados, fortaleciendo así las posiciones de los inversionistas y las autoridades reguladoras.

Conflictos de interés. Se abordaron numerosos conflictos de interés en la gestión de gobierno de las empresas y otros ámbitos de inversión, como la gestión de activos, y particularmente los fondos mutuos. La Ley Glass-Steagall también impidió a los bancos —poseedores de información privilegiada de sus clientes empresariales— realizar operaciones por cuenta propia en los mercados de valores empresariales.

El descalabro del sistema

La estabilidad financiera derivada del *New Deal* empezó a disminuir en los años ochenta, cuando la desregulación y las innovaciones crearon vacíos que dejaron a muchas empresas

financieras total o parcialmente fuera del marco regulatorio. Las titulizaciones se dispararon en esa década y muchos bancos sustituyeron algunas de sus actividades tradicionales de préstamo con operaciones de emisión y negociación de valores. Y los productos titulizados fueron objeto de excesos y abusos. El auge de los mercados extrabursátiles de derivados generó enormes ingresos y transfirió ciertos riesgos fuera de los balances, a raíz de lo cual se redujeron los requerimientos de capital y se relajaron otras restricciones prudenciales sobre la toma de riesgos. El uso generalizado de entidades con fines especiales distorsionó la interpretación de los perfiles de riesgo de los bancos al permitirles a estos excluir de sus estados financieros consolidados ciertos tipos de deudas y riesgos.

La respuesta del Tesoro

El Departamento del Tesoro de Estados Unidos propuso recientemente una reforma para subsanar varios aspectos problemáticos del tratamiento regulatorio de las empresas y los mercados financieros que quedaron al descubierto durante la crisis. Una de las propuestas es el fortalecimiento de las normas mundiales de regulación y supervisión financiera mediante la cooperación internacional. La propuesta refleja los profundos cambios derivados de la crisis financiera en cuanto a la manera de enfocar la regulación, e implica una reversión del proceso de desregulación iniciado hace 25 años y un retorno a reformas similares a las del *New Deal*.

Medidas sistémicas y regulación prudencial. Se ha propuesto mejorar las normas de capitalización y los requisitos de liquidez de todas las empresas financieras, con medidas para resolver el problema de las partidas fuera del balance (instrumentos derivados y líneas de crédito) y las partidas no consolidadas (entidades con fines especiales). Los nuevos requisitos de constitución de provisiones para pérdidas y las metodologías contables tienen por objeto evitar la prociclicidad, es decir, conductas financieras que aceleran la tendencia de la economía. También se busca desincentivar la toma de riesgos excesivos, vinculando la remuneración de los ejecutivos de las empresas a resultados a largo plazo.

Se ampliará la autoridad de la Reserva Federal sobre las sociedades de cartera (*holdings*) para que abarque a las empresas financieras de importancia sistémica (*holdings* financieros de primer nivel) en función de su tamaño y grado de interconexión. La supervisión de los *holdings* bancarios por parte de la Reserva Federal se extenderá a todos los propietarios de instituciones de depósito con garantías federales, incluso las instituciones de ahorro independientes y los bancos de préstamos industriales, que por ahora están exentos de las reglas a las que están sujetos los *holdings* bancarios.

El Tesoro quiere someter los mercados extrabursátiles de derivados a una supervisión integral similar a la de otros mercados financieros, trasladando los instrumentos derivados a bolsas reguladas en las que las operaciones ocurrirían a través de una cámara de compensación, que actuaría como contraparte de ambos lados de la transacción y reemplazaría los actuales mecanismos bilaterales. Se precisarán también normas más estrictas para las garantías, como el uso generalizado de márgenes iniciales para reducir la amenaza

La regulación financiera del *New Deal*

1933: La *Ley Glass-Steagall* separó la banca comercial de la de inversión. Creó el programa de garantía de depósitos y permitió a los bancos nacionales tener más sucursales.

1933: La *Ley de Valores* estableció requisitos de divulgación para la emisión de valores (acciones y bonos) en las bolsas públicas y prohibió el fraude y la manipulación.

1934: La *Ley del Mercado de Valores* creó la Comisión de Bolsa y Valores, que se encarga de elaborar y aplicar reglas. Extendió la regulación federal al mercado secundario de valores y estableció un sistema de autorregulación.

1935: La *Ley (General) de Bancos* reestructuró la Reserva Federal y creó la versión moderna de la Junta de Gobernadores y el Comité de Mercado Abierto, ampliando sus facultades. Fijó los márgenes de seguridad (*haircuts*) y las condiciones para los préstamos de emergencia de los bancos de reserva.

1936: La *Ley del Mercado de Materias Primas* reforzó las prohibiciones federales antifraude y las extendió a los casos de manipulación. Exigió el registro y la documentación de las actividades de los operadores de futuros. Autorizó la limitación de las posiciones especulativas y prohibió la negociación de opciones sobre ciertos productos agrícolas.

1940: La *Ley de Compañías de Inversión* reguló a las compañías que invierten principalmente en otras compañías, como *mutual funds*. Estableció requisitos de registro y divulgación de datos, incluidas las transacciones entre gerentes y filiales, y reglas de gobierno relativas a la gerencia, el directorio y los fideicomisarios.

1940: La *Ley de Asesores de Inversión* exigió el registro, la notificación y la documentación de las relaciones entre los asesores de inversión y sus clientes. Prohibió ciertas transacciones y comisiones en casos de conflicto de interés.

sistémica de la acumulación de exposiciones de contrapartes. Los requisitos de divulgación permitirían a los reguladores mejorar su capacidad para supervisar el mercado y detectar y disuadir el fraude y la manipulación.

Reorganización. El plan del Tesoro crearía un nuevo consejo de supervisión de servicios financieros que formalizaría el intercambio de información y la coordinación de políticas entre los reguladores y resolvería las controversias de jurisdicción. Estaría integrado por los jefes de las principales entidades federales de regulación, y su presidente y personal serían funcionarios del Departamento del Tesoro.

Un nuevo supervisor nacional de bancos reemplazaría a la oficina de supervisión de las instituciones de ahorro —que se convertirían en bancos nacionales— y a la oficina del contralor de la moneda, que solía regular a los bancos nacionales.

Se crearía asimismo un organismo independiente para proteger a los clientes e inversionistas minoristas —incluidos los prestatarios de hipotecas— en el mercado de servicios financieros, despojando a la Reserva Federal, pero no a la SEC ni a la Comisión de Comercio en Futuros sobre Mercancías, de la autoridad para proteger al consumidor. Una nueva oficina del Departamento del Tesoro coordinaría las actividades del sector nacional de los seguros y su regulación y supervisión a escala nacional.

La Reserva Federal se encargaría de regular los *holdings* financieros de importancia sistémica (nivel 1) y sus subsidiarias y filiales nacionales y extranjeras. Se le conferiría la facultad adicional para supervisar y regular a todas las filiales de los *holdings* bancarios y aplicar regulaciones prudenciales consolidadas a los *holdings* financieros. Además, supervisaría todos los pagos y los sistemas de compensación y liquidación de importancia sistémica. Las cámaras de compensación, que en la actualidad cuentan con su propio regulador, tendrían acceso al sistema de transferencia electrónica de pagos entre las instituciones financieras, el servicio de redescuento y otros servicios de la Reserva Federal.

Transparencia de precios. La eficiencia de la transparencia de precios en todo el sistema siempre ha sucumbido frente a la enormidad de los mercados extrabursátiles de derivados, donde los precios no son públicos. El plan del Tesoro exige que todas las transacciones extrabursátiles de derivados queden asentadas en un registro (si no se han registrado en el proceso de compensación).

Los nuevos requisitos de información sobre los precios y volúmenes de los derivados extrabursátiles permitirán a los reguladores detectar posiciones abiertas y transacciones que solían estar ocultas y mejorar el proceso de descubrimiento de precios. La negociación se hará más competitiva porque los usuarios finales dispondrán de más información sobre la totalidad del mercado.

Divulgación. Las leyes de valores de 1933 y 1934 supeditaron la emisión y negociación de títulos de renta fija y variable a la divulgación de datos financieros clave. La Ley Nacional de Vivienda de 1934 dio lugar al contrato de hipoteca convencional, la documentación de préstamo estandarizada y el mercado secundario de hipotecas. El nuevo plan del Tesoro prevé que las titulaciones se ajusten a una documentación

estándar creada por la SEC y que la emisión y negociación de instrumentos de deuda titulizados cumplan requisitos más estrictos de divulgación de datos. Las fallas de transparencia y diligencia debida contribuyeron mucho al colapso del mercado de títulos hipotecarios estructurados, y las nuevas medidas buscan hacer más asequible la información sobre la estructura de las titulaciones y los activos subyacentes para facilitar una mayor diligencia debida por parte de los inversionistas.

Integridad del mercado. Según el plan, los gerentes de fondos de inversión libre (*hedge funds*), capitales de riesgo y otros tipos de capitales privados deben inscribirse en la SEC y documentar sus actividades. La información divulgada deberá permitir a los reguladores determinar si el tamaño, el apalancamiento o el grado de interconexión de los consorcios de inversión representan amenazas para la estabilidad sistémica.

La inscripción en el registro permitirá la verificación de antecedentes para ayudar a reducir los casos de malversación de fondos y otros fraudes. Al exigir la divulgación de posiciones se paliarían las preocupaciones acerca de la manipulación del mercado, la turbulencia por ventas en descubierto y las distorsiones debidas a las inversiones de los *hedge funds* en precios de las materias primas. Esto incrementaría la fiabilidad de los mercados, la confianza de los inversionistas y la capacidad de supervisión de las autoridades.

Asimismo, el plan restablecería en los mercados de derivados extrabursátiles las prohibiciones contra el fraude y la manipulación que fueron derogadas en 2000.

Conflictos de interés. El Tesoro propuso abordar una serie de conflictos entre inversionistas. Los emisores de valores respaldados por activos tendrán que retener una parte del riesgo de crédito para disciplinar los procesos de suscripción y transferencia del riesgo en el mercado. Se exigirá que la remuneración de los ejecutivos esté más ligada a los resultados a largo plazo. Las agencias calificadoras del riesgo crediticio deberán revelar sus relaciones comerciales con los emisores, incluido el cobro de comisiones. A los asesores de inversión que administran *hedge funds* y otros capitales privados se les prohibirán ciertas otras actividades.

Un nuevo *New Deal*

Las reformas propuestas se centran menos en el principio de la autonomía de las empresas financieras, que había primado por más de 20 años, y más en el uso de medidas prudenciales para mejorar la conducta de los mercados financieros y gestionar las externalidades derivadas de la toma de riesgos a gran escala. Aparentemente se está siguiendo la lógica económica del *New Deal*, que reestructuró los mercados financieros tras el desplome de la bolsa en 1929 y las consiguientes quiebras de bancos. Las reformas de los años treinta tuvieron un éxito enorme que difícilmente se repetirá en esta ocasión. Pero la actual propuesta del Tesoro tiene dos ventajas: la experiencia del *New Deal* y la certeza de que el nuevo marco regulatorio tendrá que prever las innovaciones del futuro. ■

Randall Dodd es Experto del Sector Financiero en el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital.