

EL PAPEL DEL MODELO DE «ORIGINAR PARA DISTRIBUIR» EN LA LA CRISIS FINANCIERA
DE 2007

José María Roldán Alegre (*)

La situación que estamos viviendo en los mercados financieros o, por ser más preciso, en la economía global, desde agosto de 2007, solo puede ser descrita con una palabra: complejidad. En efecto, aun cuando están por ver las consecuencias finales que para los mercados financieros, las instituciones financieras o la economía real van a tener las «turbulencias financieras», podemos afirmar sin temor a equivocarnos que no ha habido otra crisis en la historia del sistema financiero moderno en la que haya habido una afectación tan generalizada de los distintos elementos de lo que podríamos denominar «la arquitectura» del sistema financiero internacional.

Esta complejidad hace que hablar de las turbulencias del verano de 2007 sea un ejercicio tan arriesgado. Por una parte, y como ya se ha dicho, la situación en los mercados financieros, en especial de los Estados Unidos, no ha terminado de normalizarse, y seguimos viendo episodios de recrudecimiento de las tensiones en dichos mercados, por lo que pronunciarse sobre las turbulencias resulta difícil cuando no se ve su fin. Por otra parte, la complejidad ya mencionada obliga a acotar el análisis, con el consiguiente riesgo de dar una visión parcial, incluso sesgada, de los problemas.

Además, dicha complejidad dificulta el propio análisis de las turbulencias. Así, mientras para unos se trata de una crisis con origen en el sistema financiero y efectos en la economía real, otros destacan los llamados «desequilibrios globales» generados en la última década como evidencia del origen macroeconómico de la crisis. O, también, por algunos analistas se destacan los problemas de liquidez, lo que llevaría a calificar las turbulencias como la «crisis de liquidez de 2007», aunque otros analistas, por el contrario, señalan como origen de la crisis al tradicional riesgo de crédito, al que la alquimia financiera ha convertido en una auténtica arma de destrucción masiva planetaria. Por último, lo que para algunos es un fallo del paradigma de supervisión y regulación en los Estados Unidos, país origen de las turbulencias, para otros lo es de ciertos intermediarios financieros, que han desarrollado su negocio bajo el modelo de «originar para distribuir», modelo que habría resultado inviable.

¿Quién tiene razón? Pues todo el mundo, probablemente. Y precisamente por ello es tan fútil intentar calificar de manera sucinta una situación como la que se ha vivido desde el verano pasado. Por ello, el artículo se centrará en algunos aspectos puntuales de la misma, con el objeto de contribuir a la discusión y a la formación de criterio sobre los antecedentes, desarrollo e implicaciones de las turbulencias del verano de 2007. En concreto, se revisarán los problemas que rodean al modelo bancario de «originar para distribuir», que hasta antes del verano de 2007 era visto como el modelo de futuro para las entidades bancarias, en oposición al modelo tradicional (y, hasta agosto, también anticuado) de «comprar para mantener».

El modelo bancario de «comprar para mantener» es el que todos conocemos: bancos que se financian con depósitos (en parte, con vencimientos de corto plazo) para prestar en el largo plazo a clientes con los que también mantienen relaciones de largo plazo. La inestabilidad que induce el desalineamiento de plazos entre activo y pasivo se mitiga con elementos como la relación a largo plazo con los clientes propia de la banca de relación (*relationship banking*), la existencia de sistemas de garantía depósitos y, por último, mediante la función de prestamista en última instancia de los bancos centrales. Estos dos últimos elementos (garantía de depósitos y función de prestamista en última instancia) son, quizás, los más conocidos, pero no se debe olvidar que la relación entre banquero y cliente (junto con unos altos niveles de

recursos propios) fue el principal elemento de estabilidad durante el siglo XIX en el que, sí, tuvieron lugar multitud de crisis financieras, pero en el que el modelo bancario se expandió con intensidad.

El modelo de «originar para distribuir» tiene un planteamiento distinto, incluso radicalmente distinto. Los bancos son, bajo este modelo, meros intermediarios entre los clientes (generadores de riesgo de crédito) y los financiadores (demandantes de dicho riesgo). En la medida en que ese riesgo de crédito esté poco correlacionado con otros riesgos (por ejemplo, si ese surge de actividades de banca minorista y, por tanto, es un riesgo granular y diversificado), existirá una demanda natural por motivos de diversificación. Además, ese riesgo inicial se reempaquetá y reestructura, en una auténtica alquimia financiera, hasta conseguir el binomio rentabilidad-riesgo objetivo. Así, de un tramo de primeras pérdidas de una titulización tradicional o sencilla, se extraía un tramo AAA y otro de primeras pérdidas, y así sucesivamente. Recordemos aquí que una titulización consiste simplemente en la emisión de títulos de deuda con distinta prelación en caso de impago (tramos de primeras pérdidas, *mezzanine* y senior), y que están garantizados por un conjunto concreto de activos financieros (bien homogéneos y granulares —como hipotecas sobre vivienda habitual—, bien heterogéneos —como tramos procedentes de otras titulizaciones—).

El que estas transformaciones se realizaran mediante titulizaciones —y, por tanto, con sustrato de títulos-valores— facilitó el crecimiento del mercado y la expansión internacional del mismo en el sistema financiero global. Eso permitió que el riesgo hipotecario de Tennessee o California acabara en la cartera de, por ejemplo, un fondo de pensiones danés. El sistema financiero crecía, se globalizaba, mejoraba su eficiencia (pues los recursos financieros escasos se podían movilizar hacia los destinos más eficientes, superando las barreras nacionales), pero, como veremos más adelante, se hacía también más inestable y frágil.

La innovación que representó la explosión del modelo de «originar para distribuir» no cogió a todo el mundo por sorpresa: los reguladores y bancos centrales de mercados financieros más sofisticados ya conocían las principales innovaciones, los nuevos instrumentos financieros, que se utilizaban en este modelo. Sin embargo, el explosivo crecimiento en la actividad de estos nuevos instrumentos, junto con el hecho de que su comportamiento en tiempos de crisis se desconocía, se demostró como una combinación letal, que fue difícilmente anticipable por parte de las autoridades públicas.

En las siguientes páginas pasaremos revista a aquellos aspectos del modelo de «originar para distribuir» que han emergido como los puntos de tensión del mismo y, por tanto, como aquellas partes de su arquitectura que es imprescindible reformar o reforzar si se quiere mantener la viabilidad del modelo. Cuestiones como los incentivos a la selección correcta del riesgo, el papel de las agencias de calificación, los problemas operativos del valor razonable o el papel desempeñado por vehículos de inversión fuera de balance en la crisis son analizadas a lo largo del artículo.

Hoy por hoy, la sostenibilidad del modelo no es evidente. Pero sí lo es que deberían modificarse muchos de los elementos de esa arquitectura de «originar para distribuir» si este quiere tener viabilidad. La reforma es, pues, ineludible, y el éxito, no garantizado.

1 Incentivos correctos en la generación del riesgo de crédito

El riesgo de crédito (la probabilidad de impago de un cliente al que se le ha concedido un préstamo, y el quebranto asociado a ese impago) sigue siendo el riesgo más importante de todos los que gestionan las entidades financieras. Y tener esto en mente es especialmente importante en entornos como el actual, en el que el riesgo de liquidez (o, más precisamente,

de iliquidez) se ha manifestado con una virulencia inusitada y, desde luego, sin precedentes. El lector entenderá, en cualquier caso, que el objeto de este comentario no es despreciar el riesgo de liquidez, tan presente en este último año, sino recordar la relevancia del riesgo de crédito.

La asunción del riesgo de crédito se realiza, además, en un entorno caracterizado por la información asimétrica. Por ello, la selección correcta del riesgo de crédito exige un esfuerzo costoso y difícil de búsqueda de información. En el modelo de «comprar para mantener», ese proceso se facilita porque el banco establece con sus clientes relaciones de largo plazo, en las que esa información asimétrica se reduce a lo largo del tiempo. Por lo tanto, no solo hay una mejor selección del riesgo en el momento inicial, sino también una vigilancia ulterior de la evolución de dicho riesgo de crédito.

Por el contrario, en el modelo de «originar para distribuir» esa asimetría en la información gana en relevancia. En efecto, dado que el riesgo de crédito se asume solo durante el período que transcurre entre la originación y la transformación vía titulización en bonos que se transmiten a los inversores finales, los incentivos a la correcta selección del riesgo de crédito se debilitan.

Además, si ese riesgo de crédito es concedido por intermediarios financieros no bancarios (que tampoco se someten a regulación prudencial), ese debilitamiento es aún mayor, pues el interés de estos —su maximización de resultados— depende directamente del volumen de actividad crediticia generada, y no de la calidad de la misma. El caso más paradigmático es el del mercado hipotecario *subprime* en los Estados Unidos, con los llamados *NINJA loans* (*No Income, No Job, No Assets*) negociados por los *mortgage brokers*.

De todos los problemas a los que se enfrenta el modelo de «originar para distribuir», este es, probablemente, el más profundo y, a su vez, el de más difícil solución. El más profundo, porque el debilitamiento de los incentivos a la correcta selección del riesgo de crédito es una consecuencia directa del modelo de «originar para distribuir»: existe una separación entre el que selecciona ese riesgo de crédito y el que asume las pérdidas cuando este se materializa. El de más difícil resolución, porque lo único que se puede hacer es intentar mejorar esos incentivos a la correcta selección del riesgo de crédito, pero, por definición, por arquitectura, estos serán siempre más débiles que los del modelo de «comprar para mantener».

¿Qué medidas se pueden tomar? Es quizás prematuro apuntar soluciones, pero se pueden esbozar algunas ideas. Una posibilidad sería obligar, de una u otra manera, a que las entidades originadoras o empaquetadoras del riesgo de crédito asuman parte de las consecuencias del mismo si este se materializa en pérdidas. El principal problema es operativo: la instrumentación práctica de esta idea no es, en absoluto, obvia.

Otro elemento que cabe considerar es el relativo al régimen de regulación al que están sometidos los originadores de crédito. A la vista de la experiencia vivida en el último año, es obvio que los regímenes regulatorios laxos de muchos de estos no parecen coherentes con los requerimientos de la estabilidad financiera global. Queda pendiente de definir cuál debería ser esa regulación: ¿Debería someterse el crédito al régimen de reserva de actividad existente para la captación de depósitos (esto es, exigir que toda entidad que conceda créditos se someta obligatoriamente al régimen de supervisión prudencial de las entidades de depósito)? ¿O bastaría con un reforzamiento de la regulación de la actividad de concesión de crédito?

2 El papel de las agencias de calificación crediticia

Muchas son las iniciativas internacionales sobre el papel desempeñado por las agencias de *rating* en las turbulencias. De todos los complejos aspectos en torno a su actuación, me gustaría destacar dos. Primero, el potencial conflicto de interés que surge cuando las agencias diseñan los productos financieros que luego califican. Segundo, la potencial confusión informativa que se genera cuando se utiliza la misma nomenclatura de calificación para instrumentos con características de riesgo muy diversas (entendidas estas no solo como la pérdida esperada, sino, sobre todo, como la distribución de esa pérdida).

Las agencias, en los últimos años, han aumentado su actividad en el ámbito del diseño de instrumentos como CDO (*Collateralised Debt Obligations*), CLO (*Collateralised Loan Obligations*), etc. En un contexto de intensa innovación financiera, existía una demanda proveniente de inversores institucionales de distinta índole (compañías de seguros, fondos de pensiones, etc.) de instrumentos con binomios rentabilidad-riesgo precisos, pero también susceptibles de recibir una calificación crediticia determinada. Nada más natural que las agencias de calificación se embarcaran en la actividad auxiliar de diseñar estos instrumentos. Tenían el conocimiento necesario para atender a esa demanda y, además, conocían perfectamente las características que debía tener un instrumento para recibir una determinada calificación (AAA, etcétera).

El diseño de los nuevos instrumentos financieros debía tener en cuenta el *rating* objetivo porque las políticas inversoras de esos inversores institucionales (las compañías de seguro o fondos de pensiones) estaba regulada y limitada por regulaciones sectoriales (que, además, sesgaban las mismas hacia los títulos de mayor calidad). El que las agencias de *rating*, de nuevo, se embarcaran en el diseño de esos instrumentos podría no parecer problemático, en principio, dada la amplia experiencia que atesoraban.

Dicho esto, es obvio que algo falló, habida cuenta de los problemas que han surgido —problemas es aquí un eufemismo de «pérdidas»— en algunos de estos instrumentos (en particular, en aquellos instrumentos, como tramos AAA de CDO de subyacente hipotecario *sub-prime*, con distribuciones de pérdidas muy complejas y que, además, resultaron inestables ante cambios en el entorno financiero). ¿Qué falló, pues?

En primer lugar, el peso que tenía esa actividad auxiliar de las agencias de *rating* —la de diseño de instrumentos— dejó de tener un carácter auxiliar, meramente secundario, y pasó a representar una fuente sustancial, y creciente, de sus ingresos. Los problemas que surgieron hace unos años en el sector de la auditoría ya alertaban de los peligros. Cuando los recursos provenientes de las actividades auxiliares de los auditores (por servicios suplementarios a los de auditoría) pasaron a representar una parte sustancial de los ingresos totales, se deterioró la calidad del control de auditoría. En efecto, cuando las actividades auxiliares aumentan su peso sobre los beneficios, los conflictos de interés tienden a aparecer, esto es, se tiende a relajar el grado de exigencia en el control por miedo a perder el favor del cliente y, con él, los ingresos de esas actividades auxiliares. En el caso que nos ocupa, ese conflicto de interés se traduce en que el deseo de satisfacer las demandas de instrumentos complejos susceptibles de recibir un *rating* determinado pone en peligro la integridad del proceso de calificación.

En segundo lugar, muchos inversores institucionales, como compañías de seguros o fondos de pensiones, estaban sometidos a un doble condicionamiento. Por una parte, debían invertir, por sus estatutos o por exigencias regulatorias, en instrumentos seguros. Por otra parte, necesitaban obtener rendimientos mayores para poder satisfacer sus compromisos (que aumentaban, por ejemplo, por los incrementos en la longevidad o por la necesidad de atender compromisos de pensiones en sistemas de prestación definida). El lector avezado ya se habrá

dado cuenta de que ese problema de optimización sometido a una doble restricción no tenía solución posible: una mayor rentabilidad siempre va acompañada de más riesgo, entendido este tanto como mayor pérdida esperada como, a igualdad de pérdida esperada, mayor variabilidad en torno a la misma. Al final, estos inversores invirtieron en instrumentos con *rating* elevado y con rentabilidades mayores que otros instrumentos con el mismo *rating*, y que venían a remunerar la mayor volatilidad de la pérdida.

¿Cómo puede ser que un instrumento con mayor rentabilidad tenga la misma calificación que otro con una rentabilidad menor? ¿O cómo es posible que, a igualdad de pérdida esperada, la mayor volatilidad no afecte a la calificación? La respuesta de las agencias de calificación es que estas se fijan en función de la pérdida esperada de los distintos instrumentos, y no valoran la variabilidad en torno a esa pérdida esperada. La consecuencia es que, ante deterioros del entorno, dos instrumentos con el mismo *rating* tienen comportamientos muy distintos: mientras que el de menor variabilidad mostrará una mayor estabilidad en la calificación, el instrumento complejo y volátil puede sufrir una rápida y abrupta revisión a la baja de su calificación.

A pesar de esta explicación técnica, lo cierto es que el comportamiento de ciertos instrumentos estructurados complejos ha llamado la atención de manera clara. En concreto, ciertos instrumentos de la máxima calidad (AAA) han visto caer su calificación desde esa AAA a las escalas más bajas, sorprendiendo, por la brusquedad del movimiento, a los inversores. El sistema de calificación único para todo tipo de instrumentos (sencillos o tradicionales y complejos) ha generado, no cabe duda, confusión. No es, pues, de extrañar que autoridades supervisoras e inversores estén pidiendo a las principales agencias de calificación que expliciten escalas distintas para instrumentos estructurados complejos y de elevada volatilidad.

¿Por qué no se hizo antes? Por el valor de marca de una triple A. O, más claramente, la utilización de una escala distinta de calificación para estos instrumentos hubiera conllevado una menor demanda de diseño y calificación de estos, y una merma de ingresos para las agencias de calificación. Ex post, es obvio que este escenario hubiera sido preferible, pero también es obvio que, sin presión externa, no es de esperar que las agencias de calificación renuncien al «AAA branding» que tan positivo es para sus ingresos.

En cualquier caso, y a pesar de estos problemas en el ámbito de las agencias de calificación, no podemos absolver, por completo, a los inversores en estos productos, especialmente a los profesionales. ¿O es que acaso el hecho de que algunos de estos productos estructurados complejos, con calificaciones AAA, tuvieran rentabilidades con diferenciales superiores a 200 puntos básicos no indicaba algo sobre el nivel de riesgo asumido? En definitiva, el problema de las categorías de calificación para nuevos productos surgidos de la reciente ola de innovación financiera no absuelve a los inversores en estos nuevos productos, ni de sus errores ni de sus responsabilidades.

3 Los SIV (structured investment vehicles)

El asunto de los SIV es un elemento central de las actuales turbulencias, y probablemente uno de los menos conocidos. La primera confusión nace de su definición, ya que, si bien los vehículos de propósito especial o SPV eran bien conocidos antes de la crisis como estructuras contables auxiliares utilizadas —básicamente, aunque no exclusivamente— en el mercado de titulizaciones, SIV era, antes de agosto, un acrónimo desconocido incluso para supervisores y entidades. De hecho, aun hoy en día, no es evidente a qué nos referimos cuando hablamos de SIV: es un tipo específico de SPV, pero con características un tanto difusas. El propósito en este artículo es renunciar a una definición universal de los SIV, para adentrarnos en las características de los SIV que han creado problemas en los últimos meses (especialmente, aquellos con subyacente hipotecario *subprime*).

Un SIV, o un SPV en general, se construye en torno a diversas instituciones bancarias que desempeñan papeles distintos: el originador de los activos en los que invierte un SIV, que puede ser o no una entidad bancaria (esto es, que puede ser una entidad no sometida a supervisión); el espónsor, o promotor del SIV, que sí suele ser una entidad financiera (y que en algunos casos coincide con el originador), y que además de organizar el SIV le dota de líneas de liquidez para facilitar la rotación (la entrada y salida) de los inversores; y, por último, los inversores de los nuevos títulos emitidos, que tienen binomios rentabilidad riesgo distintos (y que adquieren los tramos supersénior —más seguros, pero menos rentables—, los tramos de primeras pérdidas —los de mayor riesgo—, pasando por los tramos *mezzanine*).

Un aspecto crucial es cuándo estos SPV deben consolidarse en los estados financieros del originador/espónsor (y, por tanto, cuándo los créditos que alimentan ese vehículo se dan de baja del balance). Y lo es por las implicaciones que ello tiene para entidades, como las de crédito, con una normativa prudencial específica, y que incluye exigencias de capitales mínimos. Además del impacto sobre el requerimiento de capital, la inclusión en los estados financieros obliga también a realizar un análisis del deterioro de los activos y, en su caso, a provisionar. Como la estructura de un SPV tiene la característica definitoria de no tener capital ni, por tanto, dueño, la norma contable internacional establece una serie de presunciones bajo las cuales estos deben consolidarse (SIC): si el originador/espónsor retiene la mayor parte de los riesgos del SPV, debe consolidarlo; si el beneficio del originador/espónsor depende de manera sustancial o material del SPV, debe consolidar; si la naturaleza del negocio del SPV es muy similar al del originador/espónsor, debe consolidar; si el originador/espónsor controla de facto el SPV, debe consolidarlo. En definitiva, la norma contable transluce un carácter exigente, a favor de la consolidación, algo que no debería extrañar dado el impacto que tuvo la existencia de SPV fuera del balance en quiebras como las de Enron y Parmalat.

El término SIV pretendió resaltar la independencia de los mismos respecto a sus originadores y promotores: al ser un vehículo de inversión, su figura se asimilaría más a los fondos de inversión. Pero el tipo específico de vehículos que se creó con esa denominación tenía una combinación que se demostró letal: mientras los activos subyacentes eran hipotecas a largo plazo, los inversores eran de corto plazo. Para facilitar el funcionamiento del SIV, los promotores otorgaban líneas de liquidez, con distinto grado de compromiso (desde incondicionalmente irrevocables a proteger la totalidad del pasivo en caso de graves perturbaciones del mercado).

Si se piensa en el desequilibrio de plazos entre activo y pasivo, existen tres situaciones posibles. La primera, en la que los inversores invierten en títulos con vencimientos en línea con los subyacentes (es el caso de las estructuras de titulización hipotecaria españolas). La segunda, en la que inversores de medio plazo invierten en activos de corto, como el papel comercial (los ABCP). La tercera, la característica de muchos de los SIV existentes, donde los activos de largo plazo se financiaban con inversores de corto. Es evidente que esta tercera posibilidad es la que mayor riesgo de inestabilidad conlleva, pues supone replicar la estructura de plazos de activo y pasivo de los bancos, pero sin un capital regulatorio mínimo y sin acceso a financiación de un banco central. Eran, de hecho, como los bancos del siglo XIX, pero sin el elevado capital de los mismos, y, por tanto, estructuras inestables por definición.

¿Deberían haberse consolidado? Sí, y por varios motivos. Dada esa inestabilidad intrínseca y el papel vital de las líneas de liquidez, los promotores retenían los riesgos del vehículo en situaciones de estrés. Y, por tanto, deberían haber consolidado los SIV. Dadas las características de la estructura, de su pasivo y activo, eran muy similares al negocio bancario, y por ello deberían haberse consolidado. Dado que los ingresos que los promotores de los SIV recibían

de su existencia eran sustanciales y relevantes, deberían haberse consolidado. Dado el control de facto sobre los SIV por parte de los promotores, se deberían haber consolidado. Un solo criterio cumplido obligaba a considerar seriamente la necesidad de consolidar; todos ellos, conjuntamente, dejaban poco espacio para la duda.

¿Fueron consolidados? Aquí no cabe generalizar, porque ha habido una actuación muy heterogénea entre instituciones y países. Así, hubo instituciones que prefirieron ser más conservadoras (o más coherentes desde un punto de vista de gestión de riesgos) y consolidar sus SIV. Además, hubo supervisores (como el Banco de España) que transmitió a sus entidades la conveniencia de consolidarlos y, por tanto, de que estuvieran sometidos a exigencias de capital y provisiones.

¿Hubiéramos visto la explosión de SIV que hemos vivido si se hubieran consolidado? Rotundamente, no. En la experiencia española, la obligación de consolidar los SIV (que no los SPV en general) eliminó por completo los incentivos a desarrollar el negocio por esa vía. Por tanto, el arbitraje de capital y provisiones parece que fue un elemento que impulsó su crecimiento.

4 Perfeccionar el valor razonable

La extensión en las últimas décadas del valor razonable como criterio de valoración de estados financieros ha sido el resultado más de las limitaciones de la valoración a coste histórico que de las virtudes del valor razonable. En efecto, la contabilidad a coste histórico supone valorar los activos según su antigüedad. Por ello, solo si el valor intrínseco o verdadero está perfectamente correlacionado con el tiempo, tendremos una valoración cierta.

Pero el que el valor razonable como criterio de valoración contable no tenga alternativa no supone que esté exento de problemas. Con excesiva frecuencia se confunde el valor razonable con el valor de mercado, esto es, con el precio de compraventa en condiciones de amplia liquidez. Pero la realidad es que el valor razonable se ha de computar, o bien en mercados con un grado limitado de liquidez, o bien estimando el mismo mediante modelos con un grado diverso de subjetividad (*Mark-to-Model*). Así, para aquellas entidades que utilizan con más intensidad el valor razonable, sus cuentas no están exentas de cierta opacidad, volatilidad y arbitrariedad. Si deseamos perfeccionar el valor razonable en el futuro, no podemos ignorar los problemas de su aplicación en la práctica.

No es este el lugar para extenderse sobre los pasos que se deben dar para solucionar esos problemas prácticos. Pero sí que es necesario señalar cuáles son las vías que no se deben explorar. En concreto, las propuestas (apoyadas en los últimos meses por parte de la industria) que supongan una asimetría temporal en la aplicación del valor razonable no son aceptables: suspender la aplicación del valor razonable cuando esta conlleva pérdidas, pero aplicarlo en los momentos de auge, cuando su aplicación lleva a más beneficios y más remuneración de directivos, no parece una propuesta seria. En otras palabras, si existen problemas de aplicación práctica, las soluciones que se han de buscar deben ser simétricas a lo largo del ciclo económico.

Otro elemento que cabe considerar es el relativo a las dificultades de aplicación práctica del valor razonable cuando se utilizan modelos (*mark to model*), especialmente si estos no utilizan *inputs* de mercado (el llamado *Level 3* en la jerga contable americana, o *US GAAPS*). Es obvio que la aplicación del valor razonable pasa por la utilización de modelos de valoración, puesto que los mercados de productos financieros líquidos y con una correcta formación de precios son mucho menores en número que los instrumentos financieros existentes. Pero también lo es que la aplicación del valor razonable a instrumentos crecientemente complejos —y, por tanto, valorados con modelos también crecientemente complejos— conlleva un nivel de incertidum-

bre y heterogeneidad considerables. El reconocimiento, explícito y transparente, de esa incertidumbre, mediante el cómputo de reservas de valoración, o explicitando un intervalo de confianza en torno a dicha estimación, puede suponer una forma operativa de tratar el problema (no exenta, eso sí, de complejidades).

Otro aspecto que se debe tener en cuenta en el futuro es el relativo a los traspasos entre carteras de instrumentos financieros cuando los criterios de valoración entre los mismos no son homogéneos. Aunque no es un fenómeno preocupante en el mundo de las IFRS (puesto que los supuestos de cambio de carteras son muy tasados y en nada invitan al arbitraje regulatorio), puede ser un problema en el contexto de los principios contables norteamericanos (o US GAAPS). Lo fundamental es que las normas, cualesquiera que sean, no sean susceptibles de ser arbitradas de manera específica para controlar el impacto de la aplicación del valor razonable sobre los beneficios o el patrimonio neto en momentos de turbulencias financieras.

Por último, dentro de esa búsqueda de criterios operativos que permitan avanzar en el camino del valor razonable, deberían explorarse otras posibilidades. Por ejemplo, la provisión genérica española podría entenderse como una aproximación práctica al cómputo del valor razonable de una cartera homogénea de préstamos.

5 Algunas reflexiones finales

Como se ha venido argumentando a lo largo de esta exposición, la crisis financiera *subprime* es, en gran medida, la crisis (la primera, además) del modelo de «originar para distribuir». Y no es una crisis sencilla: no es fácil pensar en qué reformas pueden garantizar el modelo de «originar para distribuir», pero tampoco cabe ignorar su complejidad, pues la integración financiera global hace que la crisis del modelo de «originar para distribuir» acabe por afectar incluso a sistemas financieros que, como el español, han permanecido ajenos al mismo.

Antes de hacer un somero repaso a esas posibles mejoras del modelo de «originar para distribuir», es conveniente puntualizar dos extremos. En primer lugar, este modelo puede sobrevivir si se reforma, pero es ineludible que en el proceso se reduzca el grado de apalancamiento vigente en los sistemas financieros en los que dicho modelo es predominante. Además, ese proceso de «desapalancamiento» puede que se extienda durante varios años, y que lleve asociadas tensiones tanto de recursos propios regulatorios como de rentabilidad de las instituciones financieras. En segundo lugar, dadas las complejidades detectadas en la crisis iniciada en el verano de 2007, así como las graves consecuencias que se han derivado tanto para los sistemas financieros como para las economías reales, no se puede dar por hecho que el modelo «reformado y reforzado» de «originar para distribuir» vaya a sobrevivir a medio plazo (al menos, en toda su extensión).

¿Qué reformas son necesarias? El primer foco de atención se ha dirigido hacia las agencias de calificación. El aviso aquí es que, quizás, más que discutir solo las grandes cuestiones sobre si deben o no someterse a regulación, sobre quién debería supervisarlas, etc., debería mos comenzar por lo inmediato y elemental: «convencer» a las agencias de *rating* de la necesidad de diseñar una nomenclatura distinta que designe la calificación de los instrumentos financieros complejos (como CDO y similares), y darles un tratamiento regulatorio (en Basilea II, en concreto) acorde con el mayor riesgo que conllevan. A veces, las medidas más efectivas son las más sencillas y con menor coste.

Respecto a las reformas en torno a los principios contables, dos mensajes. Primero, que los principios contables deben garantizar el correcto funcionamiento de la contabilidad a lo largo de todo el ciclo económico. Segundo, que las reformas propuestas, como las provisiones dinámicas o las reservas de valoración, no pretenden atacar al valor razonable, sino, muy al

contrario, reforzarlo y perfeccionarlo, en concreto en las áreas donde su aplicación no se puede realizar utilizando valores razonables computados a partir de precios extraídos de mercados profundos y líquidos (como, por ejemplo, en carteras crediticias minoristas o productos financieros complejos).

En el área de los instrumentos de renta fija complejos, generados por la innovación financiera en los últimos años (CDO y otros instrumentos de transferencia del riesgo), es necesario reducir en lo posible dicha complejidad, sobre todo en aspectos como los de control y *backoffice*, en los que esa complejidad es eludible. No podemos permitirnos el lujo de otra crisis en la que vuelva a ser tan difícil determinar dónde recaen las pérdidas asociadas al deterioro del precio de estos instrumentos (recordemos que, a día de hoy, tras más de un año de tormenta financiera, el mapa de distribución de pérdidas es todavía estimativo). Pero ¿cómo lograrlo? Una posible vía de mejora sería transformar estos instrumentos OTC (y, por tanto, sin negociación en mercados organizados y centralizados) en instrumentos estandarizados negociados y liquidados, por ejemplo, en una cámara de contrapartida central. Dos son los problemas prácticos de este enfoque. Primero, que esa estandarización puede ser compleja, dada la heterogeneidad de los instrumentos (y de los modelos de valoración utilizados). Segundo, y más relevante, que dicha estandarización podría reducir significativamente el volumen de negocio de algunos (por no decir todos) de los intermediarios más activos en el modelo de «originar para distribuir» y, por tanto, mermar su beneficio.

Otro elemento fundamental de esa agenda de reformas debe ser, sin duda, el área de los requisitos de información al mercado. Las dificultades ya comentadas para conocer la localización y el volumen de las pérdidas originadas a raíz de la crisis *subprime*, y que denotan un importante déficit en materia de transparencia, han sido, probablemente, el elemento más dañino para el sistema financiero en su conjunto: al no ser posible discriminar entre entidades, la respuesta racional del mercado ha sido poner en duda todo el sistema financiero. A pesar de la importancia crucial de la transparencia (o, mejor dicho, de su falta), no debemos olvidar que es la combinación de falta de transparencia y complejidad de los instrumentos la pócima realmente tóxica. Esto es, propuestas —razonables y positivas— de añadir más obligaciones de transparencia a las ya existentes (y derivadas de Basilea II y de las IFRS) no son suficientes, y pueden ser incluso contraproducentes. En efecto, el volumen de información revelada es tan enorme y complejo, que existe una brecha cada vez más amplia entre la transparencia teórica y la transparencia operativa (definida esta como la que facilita a los agentes una rápida toma de decisiones en contextos de incertidumbre). Se trata, pues, no tanto de aumentar la transparencia como de hacer que la información revelada sea relevante. Y ello no será posible sin reducir la complejidad de las obligaciones actuales.

Es difícil acotar el catálogo de cuestiones que se deben considerar. La complejidad de la crisis que vivimos desde el verano pasado es tal, que no transcurre una semana sin que aparezca un nuevo tema de calado (como botón de muestra, en el momento de terminar este artículo, el Tesoro norteamericano decidió nacionalizar las dos principales agencias hipotecarias, Fannie Mae y Freddy Mac, así como rescatar a la mayor aseguradora del mundo, AIG, y se produjo la quiebra de Lehman Brothers, uno de los mayores y más antiguos bancos de inversión estadounidenses). Por ello, es imposible concluir esta breve revisión de la crisis de manera coherente, pues podemos tener una certeza casi plena de que, cuando se publique este breve esbozo, habrá ocurrido algo más, que no habíamos considerado, y que obligaría a revisar dichas conclusiones.

Pero no por ello debemos renunciar a marcar, aunque sea mediante palabras clave, por dónde caminará el sistema financiero en el futuro: *deleverage*, esto es, reducción del grado de

apalancamiento de las instituciones financieras, rentabilidades más acordes con la madurez del negocio, simplificación de la actual complejidad de los instrumentos financieros, menor prociclicidad, más regulación y más capital (de mejor calidad, a su vez), mayor papel de los bancos centrales en la supervisión, mayor peso de las consideraciones de estabilidad financiera tanto en la supervisión como en la política monetaria, aumento de la coordinación internacional de supervisores y de bancos centrales. Al lector le queda la tarea de profundizar en cada uno de estos aspectos.