ESTABILIDAD FINANCIERA

Número 4 - mayo 2003

BANCO DE ESPAÑA

ESTABILIDAD FINANCIERA

Número 4 - mayo 2003

BANCO DE ESPAÑA

ESTABILIDAD FINANCIERA es una revista semestral que tiene como objetivo servir de plataforma de comunicación y diálogo sobre cualquier aspecto relativo a la estabilidad financiera, con especial dedicación a las cuestiones de regulación y supervisión prudenciales.

ESTABILIDAD FINANCIERA es una publicación abierta, en la que, junto a contenidos institucionales, entre los que destaca el «Informe de estabilidad financiera», tienen cabida colaboraciones personales de investigadores y profesionales del sector financiero, que serán sometidas a un proceso de evaluación anónima. Los trabajos y comentarios sobre la revista deberán enviarse a la dirección de correo electrónico (ef@bde.es).

Los artículos firmados son responsabilidad exclusiva de sus autores y no reflejan necesariamente la opinión del Banco de España

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente

© Banco de España, Madrid, 2003

© Autores colaboradores externos:
Manuel A. Méndez del Río
María Gutiérrez Urtiaga

ISSN: 1579-2498 (edición impresa)
ISSN: 1579-3621 (edición electrónica)
Depósito legal: M. 22994-2003

Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

ÍNDICE

Páginas

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA 7

ARTÍCULOS

El marco general de la validación de procedimientos internos en Basilea II: el enfoque IRB
Fernando Vargas 45

Ciclo económico y capital regulatorio: evidencia en un sistema de clasificación de acreditados
Carlos Corcóstegui, Luis González Mosquera, Antonio Marcelo y Carlos Trucharte 71

Basilea II y la gestión de las entidades financieras: consideraciones estratégicas
Manuel A. Méndez 103

La nueva regulación de los conglomerados financieros: cuestiones fundamentales
José Manuel Gómez de Miguel 129

El gobierno de las empresas desde la perspectiva del análisis económico
María Gutiérrez 155

Notas sobre la arquitectura de la regulación, supervisión y estabilidad financiera en Europa
María Jesús Nieto y Juan M.ª Peñalosa 187

INFORME DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Mayo 2003

INTRODUCCIÓN

El año 2002 no fue fácil para las entidades de depósito españolas. La desaceleración del ritmo de crecimiento económico en España, las dificultades en el negocio en el extranjero, el entorno menos favorable de tipos de interés, la elevada competencia entre entidades, las caídas bursátiles y la depreciación sustancial de las monedas latinoamericanas impactaron en sus cuentas de resultados. A pesar de este entorno desfavorable, la caída del beneficio fue, en conjunto, moderada, lo que muestra la capacidad de resistencia del sistema bancario español. Además, los niveles de solvencia continúan siendo elevados.

El entorno en el que van a operar las entidades este año presenta incertidumbres considerables, lo que demandará un importante esfuerzo de los gestores bancarios, tanto en el control del riesgo como en la búsqueda de un mayor nivel de eficiencia.

Evolución de los riesgos bancarios

En cuanto al *riesgo de crédito,* desde el anterior «Informe de estabilidad financiera» (IEF), los activos dudosos de las entidades de depósito españolas han continuado aumentando, en línea con la ralentización de la actividad económica en España y con las dificultades en algunos países en los que la banca española está presente.

A pesar de las diferencias que existen entre el nivel de las *ratios* de morosidad en España y en el extranjero, el elevado peso relativo del negocio en España hace que la evolución de la morosidad dependa, fundamentalmente, del ciclo económico español, que, hasta el momento, se ha mostrado más robusto que el de la mayoría de países de nuestro entorno. Las *ratios* de morosidad en España se mantienen prácticamente estabilizadas en niveles mínimos, para el crédito tanto a empresas como a familias. No obstante, dado el fuerte crecimiento del crédito en los últimos años, cabe plantearse la sostenibilidad a medio plazo de *ratios* de morosidad tan bajas.

El crédito al sector privado continúa avanzando a tasas elevadas, en particular el crédito con garantía hipotecaria destinado, en gran medida, a la financiación de la adquisición de vivienda por parte de las familias. El fuerte crecimiento de los precios de la vivienda y los bajos tipos de interés contribuyen a explicarlo. El crédito a empresas no financieras crece a tasas más moderadas y acordes con la fase cíclica de la economía española y no muestra ningún síntoma de existencia de restricciones en la política crediticia de las entidades, algo que sí puede estar ocurriendo en otros países de nuestro entorno.

El creciente endeudamiento de las familias españolas y la evolución de los precios de la vivienda deberían llevar a una reflexión a aquellas entidades que están expansionando el crédito a tasas elevadas, en particular en la financiación al sector de construcción y promoción inmobiliaria. Es el momento para que las entidades extremen su prudencia en la concesión de operaciones con garantía hipotecaria, a pesar de que la morosidad, presente y en perspectiva histórica, sea baja.

La evolución tendencial de la inversión crediticia y de los acreedores del sector privado (depósitos en cuentas a la vista y a plazo, básicamente) está forzando el recurso a la financiación exterior, lo cual plantea nuevos retos de gestión a las entidades.

En cuanto al *riesgo de mercado,* la evolución de los mercados bursátiles ha sido desfavorable desde el anterior IEF. A la caída de los índices se suma el aumento de la volatilidad, fruto de la incertidumbre sobre la recuperación sostenida del crecimiento económico a escala mundial.

La depreciación de las monedas latinoamericanas ha contribuido a la reducción del tamaño de los balances bancarios y ha erosionado los recursos propios de las entidades con presencia significativa en Latinoamérica.

Rentabilidad

La evolución de los riesgos bancarios ha incidido sobre la cuenta de resultados de las entidades españolas, que muestran, en línea con lo ya comentado en el anterior IEF, una ligera caída del resultado neto. La rentabilidad de los recursos propios también ha disminuido, aunque se sitúa claramente por encima de la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo.

La evolución menos favorable del entorno en el que operan las entidades ha erosionado sus márgenes, con descensos, tanto relativos (en porcentaje de los activos totales medios) como absolutos, del margen de intermediación y ordinario y un práctico estancamiento del margen de explotación. A pesar del aumento de los activos dudosos, las dotaciones a insolvencias han permanecido relativamente estables, al disminuir las dotaciones estadísticas, lo que pone de manifiesto el carácter contracíclico de la provisión estadística española.

Conviene resaltar la importancia que la contención de los gastos de explotación ha tenido en la evolución del resultado de algunas entidades de elevado tamaño, al contribuir de forma importante al mantenimiento del margen de explotación y compensar así la evolución menos favorable del margen de intermediación y ordinario. Sin embargo, esta evolución de los gastos de explotación no es generalizable al conjunto de entidades de depósito, ya que un número sustancial de ellas ha continuado con crecimientos elevados de dichos gastos, claramente por encima de la evolución de la inflación, y con empeoramientos de sus *ratios* de eficiencia.

Dado el aumento de los activos dudosos, la elevada incertidumbre en los mercados de valores, el entorno de bajos tipos de interés y la fuerte competencia, el aumento de la eficiencia y, en particular, el control de los costes de estructura, debería convertirse en la variable clave de la estrategia de las entidades de cara al año en curso, sin descuidar, por supuesto, una adecuada gestión del riesgo de crédito, dado el sustancial crecimiento del crédito al sector privado, y, en particular, una especial atención a la calidad de las carteras crediticias.

En comparación con las entidades europeas, las españolas siguen mostrando una posición relativamente más favorable. Su mayor especialización en el negocio minorista se ha traducido en una rentabilidad más alta y en unos niveles de morosidad más reducidos en 2002.

Solvencia

Como ya se señaló en el anterior IEF, los coeficientes de solvencia de las entidades españolas son elevados, sustancialmente superiores a los niveles mínimos exigidos por el regulador bancario. Respecto a diciembre de 2001, se observa una ligera disminución de los coeficientes de solvencia, debido a un menor crecimiento de los recursos propios, aunque los activos ponderados por riesgo también han moderado considerablemente su crecimiento.

El fondo de insolvencias estadístico, en porcentaje del crédito al sector privado, ha continuado aumentando, aunque a tasas más moderadas que en el año anterior. Este fondo contribuye a reforzar la solidez y la estabilidad del sistema bancario español mediante la cobertura de las pérdidas esperadas en las carteras crediticias de las entidades.

El menor crecimiento de los recursos propios, su composición y la incertidumbre sobre su evolución futura son elementos que deben tener muy presentes las entidades a la hora de fijar su política de dividendos, en particular aquellas que han sufrido disminuciones de sus resultados.

En definitiva, las entidades de depósito españolas tienen planteados importantes retos para 2003. Aunque los niveles de rentabilidad y solvencia son elevados, conviene que las entidades extremen la prudencia en la concesión de determinadas operaciones crediticias y que se esfuercen en la contención de sus gastos de explotación. El aumento de la eficiencia será crucial en la evolución de los resultados de las entidades, en un entorno de bajos tipos de interés y elevada incertidumbre sobre la evolución económica.

CAPÍTULO I

Evolución de los riesgos bancarios

I.1. Introducción al riesgo de las entidades de depósito españolas

Los balances de las entidades de depósito españolas han continuado desacelerándose, en línea con lo comentado en el anterior «Informe de estabilidad financiera» (IEF). Se observa un menor ritmo de crecimiento del crédito al sector privado (1), en un contexto de moderación de la actividad económica en España y, sobre todo, en el extranjero. Asimismo, se ha producido una nueva caída del peso relativo del negocio en el extranjero.

Balances consolidados

El activo total de las entidades de depósito españolas creció en diciembre de 2002 un 0,7 %, casi siete puntos menos que en el año anterior (2). Se confirma, pues, la desaceleración iniciada a mediados de 2001 y ya apuntada en el anterior IEF. No obstante, existen diferencias significativas entre el negocio en España y en el extranjero.

Mientras que el crecimiento del negocio en España se ralentiza (aumento del 8,1 %, frente al 13,5 %), el activo total en el negocio en el extranjero se reduce un 23,5 % (–8,9 % en 2001). El peso del negocio en el extranjero sobre el total es del 17,8 %, casi seis puntos inferior al del año anterior, diez menos que en 2000 y, aproximadamente, el mismo de diciembre de 1998, justo antes de las significativas expansiones en Méjico y Brasil.

La caída del negocio en el extranjero no debe ser imputada exclusivamente a una menor actividad en el exterior, ya que la depreciación sufrida por las principales monedas latinoamericanas provoca un «efecto tipo de cambio» en los balances bancarios que hace que éstos se reduzcan sin que necesariamente lo haga la actividad (3).

En cuanto a la estructura del *activo,* el peso relativo del crédito al sector privado se ha incrementado en algo más de tres puntos, llegando al 56,9 %. A pesar de ello, se confirma el menor crecimiento de esta rúbrica, que crece un 6,7 %, frente a un 11,4 % en el pasado ejercicio.

Por su parte, los activos dudosos crecieron un 13 %, frente a una reducción del 4,2 % en 2001. Esto se debe tanto a su comportamiento en España, donde crecen a una tasa del 19,6 % (9,7 % en 2001), como en el extranjero, donde pasan a crecer un 4,7 % (reducción del 17,5 % en 2001). Con todo, la *ratio* de morosidad se incrementa en menos de una décima, pasando del 1,38 % al 1,45 %. El repunte de la *ratio* de morosidad se observa con más intensidad en el nego-

(1) El crédito al sector privado, a efectos de este Informe, incluye la financiación a residentes y no residentes distintos de entidades de crédito y de Administraciones Públicas (AAPP). Incluye tanto créditos como valores de renta fija.

(2) Salvo mención en contrario, los importes se refieren a diciembre de 2002 y las comparaciones son siempre entre dicho mes y diciembre de 2001.

(3) De hecho, para el negocio en Latinoamérica la mayor parte de la caída se explica por la depreciación de las monedas.

Cuadro I.1. *Balance consolidado del total de entidades de depósito españolas. Millones de euros y %*

ACTIVO	dic-01	dic-02	Peso relativo en dic-02 (%)	Var. d-02/ d-01 (%)	PASIVO	dic-01	dic-02	Peso relativo en dic-02 (%)	Var. d-02/ d-01 (%)
Caja y depósitos en bancos centrales	34.767	27.719	1,9	-20,3	Bancos centrales	13.938	22.836	1,6	63,8
Entidades de crédito	178.766	180.924	12,4	1,2	Entidades de crédito	249.310	246.761	16,9	-1,0
Crédito a las AAPP	57.154	48.981	3,4	-14,3	Acreedores AAPP	41.336	46.059	3,2	11,4
Crédito otros sectores privados	726.106	775.683	53,2	6,8	Acreedores otros sectores privados	766.490	767.910	52,7	0,2
Cartera de renta fija	245.368	227.966	15,6	-7,1	Empréstitos y otros val. negociables	107.288	110.381	7,6	2,9
Activos dudosos	10.943	12.371	0,8	13,0	Cuentas diversas	42.136	39.817	2,7	-5,5
Cartera de renta variable	55.838	53.279	3,7	-4,6	Cuentas de periodificación	24.856	20.237	1,4	-18,6
Inmovilizado	28.635	25.868	1,8	-9,7	Fondos especiales	56.402	52.661	3,6	-6,6
Fondo de comercio de consolidación	19.308	18.577	1,3	-3,8	Dif. negativa de consolidación	136	206	0,0	50,8
Activos inmateriales	1.956	1.622	0,1	-17,1	Financiaciones subordinadas	30.324	31.238	2,1	3,0
Valores propios y accionistas	536	293	0,0	-45,4	Intereses minoritarios	22.078	20.536	1,4	-7,0
Cuentas diversas	52.601	47.674	3,3	-9,4	Capital o fondo de dotación	8.435	8.594	0,6	1,9
Cuentas de periodificación	27.952	23.101	1,6	-17,4	Reservas de la entidad dominante	56.748	59.092	4,1	4,1
Pérdidas ejer. ant. entidad dominante	265	389	0,0	46,9	Reservas en entidades consolidadas	15.112	18.992	1,3	25,7
Pérdidas en entidades consolidadas	7.087	12.532	0,9	76,8	Resultado neto del ejercicio (+/-)	12.694	11.662	0,8	-8,1
					Del grupo	10.722	9.860	0,7	-8,0
ACTIVO TOTAL	**1.447.460**	**1.457.177**	**100,0**	**0,7**	**PASIVO TOTAL**	**1.447.460**	**1.457.177**	**100,0**	**0,7**
Pro memoria:									
Crédito al sector privado	776.465	828.499	56,9	6,7					
Exposición con AAPP	243.025	214.772	14,7	-11,6					

cio en el extranjero (del 3,76 % al 4,99 %) que en España (del 0,92 % al 0,97 %), resultado, en parte, de las dificultades en Argentina.

La financiación a las AAPP cae un 11,6 % (frente a un incremento del 1,4 % en diciembre de 2001), lo que implica que su peso relativo se reduce dos puntos porcentuales (pp). Esta caída se debe, fundamentalmente, al negocio en el extranjero, donde el peso relativo desciende 4 pp.

La cartera de renta variable, en línea con la prolongada caída de las cotizaciones bursátiles, disminuye a una tasa del 4,6 %. Además, el fondo de comercio, tras su fuerte crecimiento hasta finales de 2000, en 2002 cae un 3,8 %, continuando la tendencia decreciente iniciada a finales de 2001. Su amortización acelerada, en atención al principio de prudencia, junto con la inexistencia de adquisiciones significativas y la venta de participaciones, explica este comportamiento.

Por lo que respecta al *pasivo,* el peso relativo de los acreedores del sector privado se reduce tres décimas, siendo la desaceleración de esta partida muy notable (0,2 %, frente al 12,6 % en 2001). La financiación interbancaria ha disminuido ligeramente, mientras que los empréstitos y valores negociables crecen a una tasa moderada.

La financiación subordinada, que en los últimos años ha experimentado un importante crecimiento, se modera sustancialmente (3 %, frente al 34,1 % en 2001), mientras que las participaciones preferentes caen un 4,7 %.

Los recursos propios se han mantenido estables, siendo su peso relativo del 7,9 %, mientras que el resultado neto atribuido al grupo cae un 8 %, lo que confirma la tendencia ya apuntada en el anterior IEF. Esta evolución pone de manifiesto la lógica dificultad de las entidades para mantene los elevados crecimientos del resultado de los últimos años, en un entorno de tipos de interés más bajos, ralentización del crecimiento económico y elevada incertidumbre en el ámbito internacional.

A pesar de la significativa moderación del crédito al sector privado, el casi estancamiento de la financiación a través de acreedores se ha traducido en un aumento sustancial del diferencial entre unos y otros

Gráfico I.1 *Tasa de variación interanual de la financiación a hogares y actividades productivas (%). Bancos y cajas*

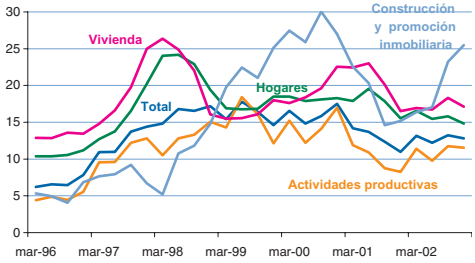
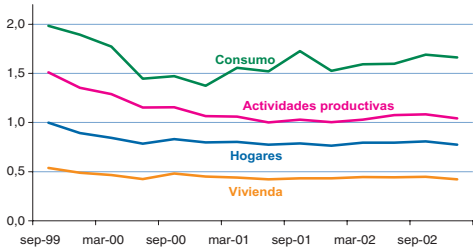


Gráfico I.2. Ratios *de morosidad por finalidad del crédito (%). Entidades de depósito*



(del 0,7 % se ha pasado al 4,2 %) (4). Esta situación aconseja valorar los objetivos de expansión crediticia, teniendo presentes la evolución de los depósitos tradicionales y el coste asociado al recurso al mercado de renta fija privada.

Evolución de los riesgos

La *inversión crediticia* del sector privado en el negocio en España ha crecido de forma sostenida durante 2002. La destinada a hogares para adquisición de vivienda (gráfico I.1) ha continuado expandiéndose a tasas elevadas, lo cual es coherente con una alta tasa de crecimiento de los precios de la vivienda (17,4 % en diciembre de 2002) y con unos tipos de interés, tanto nominales como reales, en mínimos históricos.

El menor crecimiento de la financiación de las actividades productivas está en consonancia con tasas de crecimiento del PIB más moderadas. A pesar de este comportamiento, no parece que exista ninguna dificultad para la financiación de las empresas derivada de una política crediticia restrictiva por parte de las entidades de depósito, al contrario de lo que puede suceder en algún país de nuestro entorno (5).

(4) Calculado como el crédito al sector privado menos los acreedores del sector privado sobre el activo total.

(5) Estas políticas restrictivas (y, en particular, su extremo o *credit crunch)* suelen ir asociadas a coeficientes de solvencia muy ajustados al mínimo regulatorio o a un deterioro sustancial de la calidad crediticia. Como se muestra a lo largo del IEF, este claramente no es el caso de las entidades españolas.

El gráfico I.1 muestra que, durante 2002, el crédito a la construcción y promoción inmobiliaria se ha acelerado sustancialmente, como respuesta a unos menores tipos de interés y a un elevado crecimiento del precio de la vivienda. Dada la posición cíclica de la economía y la evolución del mercado inmobiliario, las entidades, en particular aquellas que expanden el crédito a tasas más elevadas, deben extremar la cautela en su política de concesión de operaciones.

Aunque los *activos dudosos* han continuado aumentando, y en particular los asociados al crédito con no residentes, las *ratios* de morosidad por finalidades del crédito se mantienen prácticamente estancadas, con la única excepción de un ligero repunte de la morosidad del crédito al consumo (gráfico I.2). No obstante, dado el fuerte crecimiento del crédito en los últimos años, las entidades deben plantearse las dificultades de mantener a medio plazo *ratios* de morosidad a un nivel tan bajo.

Los datos de la Central de Información de Riesgos (CIR) permiten obtener una perspectiva temporal amplia de las *ratios* de morosidad, distinguiendo entre personas jurídicas (empresas, incluyendo empresarios individuales) y personas físicas (gráfico I.3). Se observa que las *ratios* de morosidad actuales son muy bajas, en particular en personas físicas, que es el segmento de negocio en el que más están creciendo las entidades. Las *ratios* de morosidad en este último segmento han sido sustancialmente inferiores a las de la financiación a empresas a lo largo del último ciclo económico.

Gráfico I.3. Ratios *de morosidad. Empresas y personas físicas (%). Entidades de depósito*

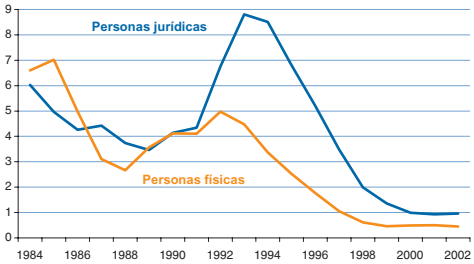
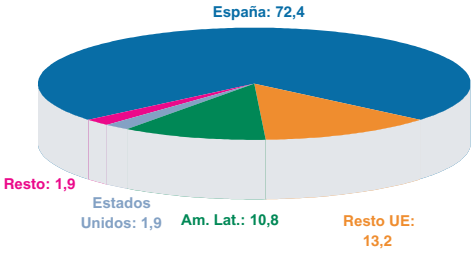


Gráfico I.4. *Distribución porcentual de los activos financieros. Entidades de depósito. Diciembre 2002*



Existen algunos elementos de preocupación en la evolución del mercado de la *vivienda* cuando se pone en relación con el crecimiento tendencial del endeudamiento de las familias, la ralentización económica y, más recientemente, con el crecimiento del crédito a la construcción y promoción inmobiliaria. No obstante, la evolución de los tipos de interés, el comportamiento de los precios de la vivienda en la anterior fase recesiva, el saldo medio del endeudamiento hipotecario, así como la evolución de las *ratios* de morosidad, son elementos que, en cierta medida, contribuyen a amortiguar dicha preocupación.

Como ya se ha mencionado, hay una diferencia sustancial en el nivel de morosidad entre el negocio en España y en el extranjero. A pesar de la internacionalización de las entidades españolas, concentrada principalmente en los dos grandes grupos bancarios, el grueso de los activos financieros se sitúan todavía en España (gráfico I.4). Ello explica que la *ratio* de morosidad total se encuentre mucho más próxima a la asociada al negocio en España y que la evolución del riesgo de crédito de las entidades españolas dependa, en buena parte, del ciclo económico español.

En el gráfico I.4 se aprecia también la menor presencia de las entidades españolas en el resto de la Unión Europea y, dentro de los países emergentes, la concentración en Latinoamérica. El 70 % de los activos financieros en Latinoamérica está en Méjico y Chile, dos de los países más estables de la región.

La *apreciación del euro* frente al dólar y, en especial, *frente a las divisas latinoamericanas* ha supuesto un cambio en la composición de los activos totales respecto a 2001, con una ganancia de unos cinco puntos porcentuales del negocio en España y de un punto en el resto de la Unión Europea, a costa de Latinoamérica y resto del mundo.

La menor exposición relativa en Latinoamérica se ha visto acompañada, desde octubre de 2002, de una mejora en el riesgo de crédito, medido por los diferenciales soberanos *(spreads),* de forma particularmente intensa en el caso de Brasil. No obstante, en otros países de la región con menor presencia de la banca española, los diferenciales han aumentado o permanecen elevados (gráfico I.5).

La incertidumbre sobre la recuperación económica y las dificultades de algunos sectores han continuado presionando a la baja sobre las bolsas, al tiempo que aumentaba la volatilidad.

I.2. Riesgo de crédito

Los activos dudosos están aumentando debido a la moderación del crecimiento económico en España y, sobre todo, por las dificultades que atraviesan algunos países con presencia de la banca española. No obstante, la disminución de los tipos de interés y el fuerte crecimiento del crédito han contribuido a mantener las *ratios* de morosidad prácticamente estabilizadas desde el anterior IEF.

Recuadro I.1

Comparación del tamaño y la eficiencia de los sistemas financieros de las principales regiones emergentes

Numerosos trabajos de investigación económica reciente avalan la idea de que el desarrollo del sector financiero contribuye de manera sustancial al crecimiento económico. Algunos de los canales que explican esta relación son la capacidad de atracción de ahorro susceptible de ser utilizado en proyectos de inversión rentables, la gestión del riesgo de crédito y el aumento de la productividad total de los factores que se deriva de una intermediación más eficiente de los recursos. La literatura empírica muestra que los sistemas financieros de los países emergentes son, en general, inferiores en tamaño a lo que les correspondería por su PIB *per capita.* Esto se constata en Europa del este y Latinoamérica principalmente, y no tanto en los sistemas financieros de Asia. Ello, junto con la existencia de un sesgo interno en la asignación del ahorro, pone de manifiesto la importancia para los países emergentes de desarrollar sus sistemas financieros internos para fomentar el crecimiento económico.

Hay dos características especialmente relevantes para comparar el grado de desarrollo financiero de las tres principales regiones emergentes: el *tamaño* de los sistemas financieros y su *eficiencia* en relación con el PIB (1). En concreto, hay dos indicadores frecuentemente utilizados: 1) la profundidad financiera en sentido amplio, medida como la suma de pasivos líquidos, el saldo vivo de la renta fija interna, pública y privada, y la capitalización de las bolsas locales; y 2) el crédito interno al sector privado, que no solo mide el tamaño, sino también la eficiencia en la intermediación financiera, en la medida en la que dicho crédito es más productivo que el otorgado al sector público. No obstante, este último indicador es un tanto imperfecto y solo suele utilizarse para países emergentes, donde la información financiera es menos completa.

El primer rasgo que destaca al comparar los sistemas financieros del sudeste asiático, Europa del este y América Latina es su diferente *grado de profundidad.* Los sistemas financieros latinoamericanos son, en media, muy inferiores en tamaño a los asiáticos, incluso después de la crisis de 1997, aunque solo algo inferiores a los de los países de Europa del este. El orden de magnitud es elocuente: mientras los sistemas financieros latinoamericanos y de Europa del este no superaban en media el 100 % del PIB en 2000, en Asia sobrepasaban el 250 %, cifra comparable a la de los países de la Unión Europea. Es destacable que dicho desarrollo se produce en todos los segmentos del sistema financiero, no solo en el bancario, sino también en los mercados financieros (gráfico A). Es interesante observar que Asia no solo tiene un sistema financiero más profundo, sino también más equilibrado entre el sistema bancario y el mercado de capitales, aunque las diferencias se han reducido sustancialmente con el desarrollo de los mercados internos de deuda en Latinoamérica y, en menor medida, en Europa del este.

El *crédito interno al sector privado* presenta también amplias diferencias regionales. Medido como porcentaje del PIB (gráfico B), en Latinoamérica no alcanza la mitad del nivel de Asia (apenas un 40 % del PIB), aunque es superior al de Europa del este (en torno a un 20 %). Entre las razones que se han analizado para explicar esta relativa falta de crédito en Latinoamérica, y más aún en Europa del este, están el elevado nivel de los tipos de interés reales, la frecuencia de las crisis bancarias con la consiguiente acumulación de activos dudosos y los efectos de expulsión *(crowding out)* por parte del crédito al sector público.

Las diferencias entre los sistemas financieros de las tres regiones se ponen de manifiesto también cuando se analiza la estructura de propiedad de la banca. En este sentido, mientras en Latinoamérica y Europa del este la participación pública en la banca ha disminuido sustancialmente en la última década, hasta niveles inferiores al 20 % de los activos totales, en Asia la banca pública continúa poseyendo alrededor del 40 % de los activos totales. Por el contrario, la participación de la banca extranjera ha aumentado sustancialmente en Latinoamérica, y más aún en Europa del este, hasta alcanzar niveles medios superiores al 40 % de los activos totales, cuando en Asia esta no supera el 10 %.

Gráfico A. *Activos financieros totales en % de PIB*

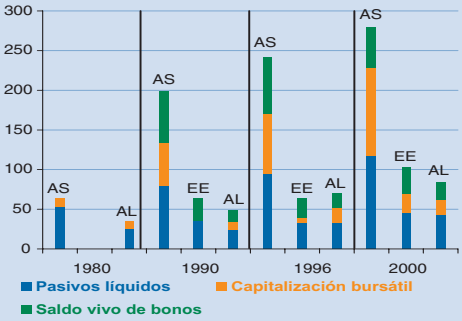
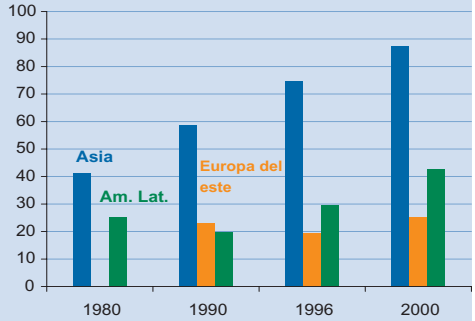


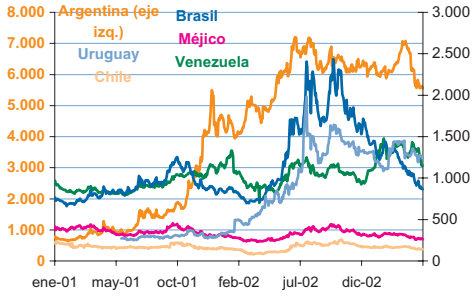
Gráfico B. *Crédito bancario al sector privado en % de PIB*



Nota: AS: Asia; EE: Europa del este; AL: Latinoamérica.

(1) Un análisis más detallado puede encontrarse en A. García Herrero, J. Santillán, S. Gallego, L. Cuadrado y C. Egea, *Latin American Financial Development in Perspective,* y en S. Gallego, A. García Herrero y J. Saurina, *The Asian and European Banking Systems: The case of Spain in the quest for development and stability,* Documentos de Trabajo del Banco de España n.º 0216 y n.º 0217, respectivamente.

Gráfico I.5. *Diferenciales soberanos (puntos básicos)*



Fuente: Bloomberg.

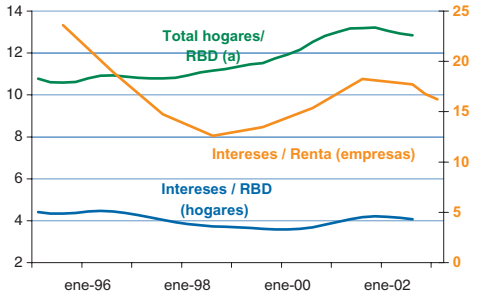
I.2.1. Impacto del contexto macroeconómico

I.2.1.1. España y la Unión Económica y Monetaria (UEM)

Los últimos datos disponibles confirman la desaceleración en el ritmo de crecimiento que ha caracterizado la actividad de la mayoría de las economías europeas. Durante 2002, el PIB en la *UEM* creció un 0,8 %, cifra significativamente inferior al 1,4 % registrado en 2001. En *España,* el ritmo de crecimiento continuó siendo superior al de la media europea, situándose en el 2 %.

A pesar del buen comportamiento relativo de la economía española durante el último año, su evolución futura no será ajena al curso de la coyuntura económica internacional. Además, a medio plazo persisten los riesgos señalados en el anterior IEF. Así, el endeudamiento del sector privado no financiero ha continuado aumentando, si bien el de las empresas a tasas más moderadas, y los precios de la vivienda no han mostrado síntomas de desaceleración. El diferencial de inflación con la UEM, por su parte, continúa por encima de un punto porcentual. No obstante, las disminuciones de tipos de interés, a finales de 2002 y, de nuevo, este año, han contribuido a aliviar la carga financiera de empresas y hogares.

Gráfico I.6. *Indicadores de carga financiera e intereses de las empresas no financieras y de los hogares en relación con su renta bruta disponible (%)*



(a) Incluye intereses y amortizaciones periódicas.
Nota: Solo incluye las empresas colaboradoras con la Central de Balances. La renta incluye el resultado de explotación bruto y los ingresos financieros.

Sociedades no financieras

En 2002, el resultado económico bruto de las empresas que colaboran con la Central de Balances creció un 4,6 %, tasa superior a la observada el año anterior. Por su parte, el resultado ordinario neto, que incluye los ingresos y gastos financieros, mostró un avance superior (7,6 %) como consecuencia de la favorable evolución de los gastos financieros.

Sin embargo, la evolución positiva de los gastos financieros no fue suficiente para compensar las importantes dotaciones que algunas de estas empresas, sobre todo las de mayor tamaño, tuvieron que realizar, fundamentalmente en el primer semestre del año pasado, para provisionar las pérdidas previstas por las inversiones en el exterior, tal y como se comentó en el anterior IEF. De este modo, el resultado neto del conjunto de las empresas que colaboran con la Central de Balances descendió un 31,2 % con respecto al año anterior.

Las *ratios* de *rentabilidad* calculadas excluyendo las partidas de carácter extraordinario mostraron una mejoría durante 2002 en relación con el año anterior. Así, la rentabilidad ordinaria del activo pasó del 7,9 % al 9 %, y la rentabilidad ordinaria de los recursos propios, del 10,1 % al 12,9 %. Esta evolución, junto con la caída en los

costes de financiación, permitió que la diferencia entre la rentabilidad ordinaria de los recursos propios y el coste medio de los recursos ajenos aumentara respecto a 2001 (del 2,7 % al 4,4 %). Conviene destacar que esta mejora sustancial de la rentabilidad ordinaria se produjo en un contexto de desaceleración del crecimiento económico.

Además, estas empresas han moderado el avance de su nivel de *endeudamiento,* de forma que la *ratio* de los recursos ajenos sobre el total del pasivo remunerado corregido por la evolución de la inflación se situaba a finales de 2002 en el 45,1 %, frente al 43,6 % de 2001. Para el conjunto de sociedades no financieras, la financiación total recibida (créditos de entidades financieras y emisión de valores) también atenuó su ritmo de expansión y, en el cuarto trimestre, creció a una tasa interanual del 13,9 %, frente al 17,4 % observado en diciembre del pasado año.

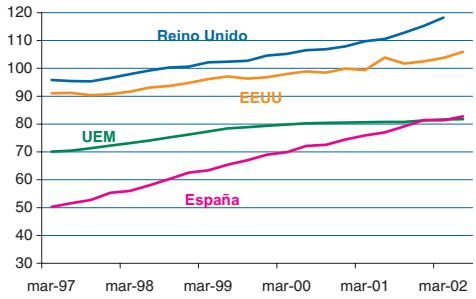
La reducción del coste de la financiación, junto con la relativa estabilidad en el nivel de endeudamiento, ha permitido a la muestra de empresas colaboradoras con la Central de Balances reducir moderadamente su *carga financiera* (gráfico I.6).

Hogares

A pesar de la incertidumbre y de la desaceleración en la actividad, los hogares españoles han continuado incrementando su deuda. La financiación a los hogares crecía en diciembre de 2002 un 14,8 % (12,4 % en diciembre de 2001), siendo el crédito a la vivienda el que experimentó el mayor aumento (17,1 %, frente al 16,5 % en diciembre de 2001).

Esta evolución de los pasivos, junto con el moderado incremento de la renta bruta disponible de los hogares, ha supuesto un nuevo incremento de la *ratio* de *endeudamiento,* que alcanza el 82,9 % en el cuarto trimestre, 6,2 puntos porcentuales por encima del nivel observado en el mismo trimestre del año anterior. En comparación con otros

Gráfico I.7. *Comparación internacional de la* ratio *de endeudamiento de los hogares (%)*



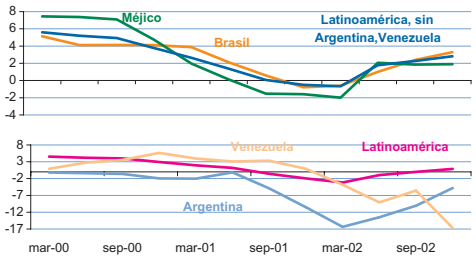
Fuentes: Reserva Federal de EEUU, Banco de Inglaterra y elaboración propia.
Nota: Préstamos de instituciones monetarias y financieras sobre renta bruta disponible de los hogares.

países, aunque dicha *ratio* se sitúa todavía por debajo de la registrada en EEUU y en el Reino Unido, ya ha alcanzado a la media del conjunto de la UEM (gráfico I.7).

Sin embargo, esta tendencia en el nivel de endeudamiento de los hogares no se ha traducido en un crecimiento equivalente de su *carga financiera,* gracias a la trayectoria descendente del coste de financiación. Así, en el gráfico I.6 se aprecia cómo la reducción de las cuantías pagadas en concepto de intereses por parte de los hogares ha posibilitado que durante los últimos dos años el total de la carga financiera, que incluye los pagos por intereses y las amortizaciones, permaneciese prácticamente estable en relación con la renta bruta disponible.

En cuanto a la *riqueza* de las familias españolas, durante el segundo semestre de 2002 se ha observado el mismo patrón que en los meses anteriores. La riqueza financiera ha continuado deteriorándose, a consecuencia de la caída en las cotizaciones bursátiles. Por el contrario, dado el aumento del precio de los activos inmobiliarios, la riqueza no financiera neta del sector ha aumentado, a pesar del crecimiento en la financiación hipotecaria. Teniendo en cuenta el mayor peso relativo que tiene este último componente, cabe esperar que el efecto conjunto haya sido un aumento del patrimonio neto de los hogares españoles, que, no obstante, están ahora más expuestos que en el pasado a la evolución del

Gráfico I.8. *Evolución del PIB en Latinoamérica. Tasa de variación interanual (%)*



Fuente: Estadísticas nacionales.

empleo, de sus rentas, su riqueza y los costes de financiación de sus pasivos.

I.2.1.2. Resto del mundo

Tras un segundo y tercer trimestre de 2002 relativamente positivos, el contexto económico internacional y las perspectivas de recuperación global registraron un deterioro acusado en el cuarto, en un clima caracterizado por una elevada incertidumbre. Tanto los indicadores de confianza como los de producción registraron importantes descensos en las principales economías a partir de dicha fecha.

En este contexto, las autoridades de *Estados Unidos* aplicaron fuertes estímulos a la demanda a través de la política fiscal, lo que deterioró las cuentas públicas. La recuperación económica global parece descansar en la evolución económica estadounidense, que sigue siendo frágil y no exenta de riesgos. En particular, la demanda sigue estando sostenida por el consumo privado y el consumo público, sin que la inversión o la demanda externa hayan dado muestras claras de repunte.

El empeoramiento en las perspectivas de recuperación y la ausencia de presiones inflacionistas facilitaron reducciones adicionales en los tipos de interés oficiales de las principales economías en los meses de octubre y noviembre de 2002. Los tipos de interés de la deuda pública estadounidense alcanzaron mínimos históricos, favorecidos por un desplazamiento de fondos hacia activos seguros. Los diferenciales frente a la deuda pública de los bonos corporativos de elevada calificación crediticia se mantuvieron relativamente estables, mientras que los de peor calificación registraron un significativo deterioro en los meses de verano, que revirtió parcialmente en los últimos meses del 2002.

En *Japón,* durante la segunda mitad de 2002 e inicios de 2003 se han ido desvaneciendo las expectativas de recuperación económica, tras un primer semestre en el que los datos sobre el PIB habían resultado relativamente positivos. Además, la depreciación del dólar frente al yen y la situación del sistema bancario añaden dificultades a la recuperación de la actividad, al tiempo que dificultan la salida de la deflación.

En Latinoamérica, la actividad llegó al mínimo del ciclo en el primer trimestre de 2002. Sin embargo, la recuperación que se observa desde el tercer trimestre está siendo muy gradual y, para el año 2003, las perspectivas de crecimiento son moderadas. En 2002, la variación del PIB en la región fue negativa (caída del 0,8 %), lo que supone el peor registro desde 1983, si bien este dato está dominado por la fuerte contribución negativa de Argentina, Uruguay y Venezuela, que restaron 2,4 puntos porcentuales al crecimiento del PIB regional (gráfico I.8).

La gradual recuperación está teniendo su motor en el sector exterior, debido a la mejora de la competitividad tras las significativas depreciaciones del pasado año y al aumento de los precios de las materias primas. Por el contrario, la recuperación de la demanda interna no acaba de consolidarse, en gran medida como consecuencia de la aplicación de políticas necesariamente restrictivas: en el ámbito fiscal, por las dificultades de financiación, y en el monetario, por el acusado repunte de la inflación en la mayor parte de los países.

Por países, se observa que en *Argentina* los indicadores de actividad señalan desde el tercer trimestre de 2002 una recuperación, aunque las perspectivas siguen siendo un

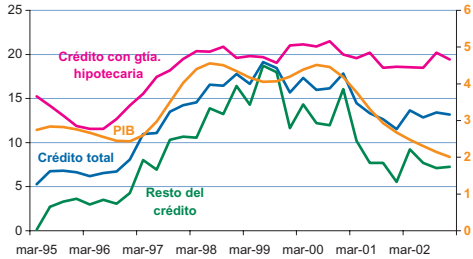
tanto inciertas. En *Brasil,* tras las elecciones, se ha producido una mejora sustancial en las variables financieras, al tiempo que la actividad parece haber resistido mejor de lo que cabía esperar las persistentes turbulencias financieras. El país donde se han presentado mayores problemas en los últimos meses es *Venezuela,* con una caída del PIB de casi el 9 %. Por último, en los países con grado de inversión *(investment grade), Chile* y *Méjico,* la situación sigue relativamente estable. Por otro lado, la *calificación crediticia* de Venezuela y de Uruguay se vio reducida, mientras que no hubo modificaciones en el resto de países.

El *crédito bancario interno* al sector privado continuó descendiendo en términos reales (un 5 % para el conjunto de Latinoamérica). Los países con una evolución más negativa fueron Argentina (caída de más de un 50 %) y Venezuela (caída cercana al 20 %). En Brasil también se registraron descensos, mientras que Méjico registró tasas reales positivas por primera vez desde finales de 1998.

En el conjunto del año 2002, los *flujos de capital* netos del resto del mundo a Latinoamérica registraron su mayor descenso anual de las dos últimas décadas (de 34,4 a 14,9 miles de millones de dólares). Incluso el componente tradicionalmente más estable, la inversión extranjera directa, se contrajo fuertemente, desde 69,1 a 37,4 miles de millones de dólares, siendo la financiación oficial el componente que registró una menor caída.

El riesgo de crédito, aproximado por la evolución de los *diferenciales soberanos,* mostró un perfil de marcado deterioro hasta octubre de 2002, en particular en Brasil, y una sustancial mejora desde dicha fecha (gráfico I.5), con la excepción de los tres países en crisis (Argentina, Uruguay y Venezuela), cuyos diferenciales se han mantenido en niveles muy elevados. Detrás de estos movimientos se encontraba, fundamentalmente, el temor a un cambio hacia la heterodoxia en las políticas económicas en Brasil. Sin embargo, la reafirmación del compromiso con la ortodoxia fiscal del nuevo gobierno brasileño favoreció una corrección muy rápida de gran parte del deterioro previo (6).

Gráfico I.9. *Tasas de variación interanual del crédito y sus componentes y del PIB (%). Entidades de depósito*



Fuentes: INE y elaboración propia.

I.2.2. Impacto de la política crediticia de las entidades

Crecimiento del crédito

El gráfico I.9 muestra un cierto contraste entre la desaceleración de la actividad económica (2 % de crecimiento interanual del PIB) y la evolución del crédito (7), que muestra una ligera aceleración (crecimiento del 13,2 % en diciembre de 2002, frente al 11,5 % en 2001) (8). El contraste se debe, fundamentalmente, al fuerte crecimiento del crédito con garantía hipotecaria.

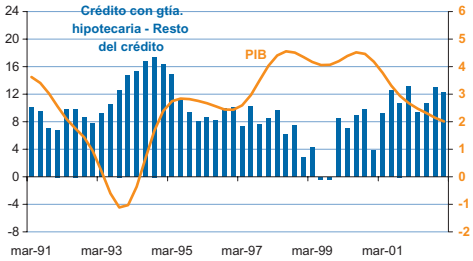
Tal como ya se observaba en el anterior IEF, existe una brecha considerable entre el crecimiento del crédito con garantía hipotecaria y el resto del crédito (aumento del

(6) En el recuadro I.1 se compara el grado de desarrollo de los sistemas financieros en los países emergentes.

(7) Negocios en España más el negocio de las sucursales en el exterior de las entidades españolas, pero sin incluir el negocio de las filiales en el exterior. Este es el ámbito de análisis para toda la sección I.2.2.

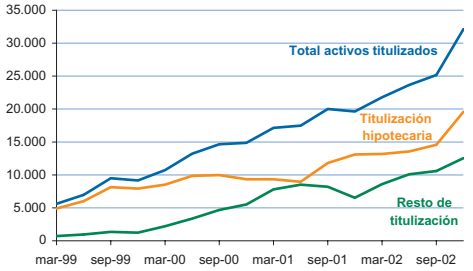
(8) Cuando se neutraliza el impacto de la titulización de activos, la tasa de crecimiento del crédito aumenta ligeramente (14,9 %, frente a un 12,1 % en 2001). Nótese que se está suponiendo que las entidades no retienen nada de la titulización. Si existiera retención, la tasa de crecimiento anterior estaría sobrevalorada.

Gráfico I.10. *Variación del PIB y diferencia entre la tasa de variación del crédito con garantía hipotecaria y la del resto del crédito (%)*



Fuentes: INE y elaboración propia.

Gráfico I.11. *Evolución de los activos titulizados. Bancos y cajas de ahorros. Millones de euros*



19,4 %, frente al 7,2 %, respectivamente), resultado de la evolución más expansiva de la financiación a hogares para adquisición de vivienda, frente al menor avance del crédito empresarial.

El gráfico I.10 muestra la evolución de la brecha entre el crecimiento del crédito con garantía hipotecaria y el resto, con una perspectiva temporal amplia. Se observa que dicha brecha aumenta en las fases de desaceleración económica, siendo muy pronunciada durante la fase recesiva en torno a 1993, y se reduce en las fases expansivas, con la recuperación del crecimiento del crédito a empresas. Aunque la brecha a finales de 2002 es muy parecida a la del año anterior, las entidades deben llevar a cabo una política prudente de concesión y gestión del riesgo de crédito, sin olvidar que las garantías asociadas a un préstamo no son más que un paliativo de la falta de pago, pero nunca un sustituto.

Titulización de activos

La titulización de activos, tanto hipotecarios como del resto, ha continuado creciendo a elevadas tasas durante 2002 (gráfico I.11) (9). Detrás de este fenómeno está el deseo de las entidades de fortalecer su liquidez, bien para compensar la caída de su cartera de otros activos líquidos, bien para financiar su expansión crediticia ante el menor crecimiento de los depósitos bancarios. No obstante, los activos titulizados representan un porcentaje relativamente bajo del crédito total (en torno al 5 %).

Existen diferencias entre grupos de entidades respecto a los activos titulizados. En las cajas, el 87 % de dichos activos es de carácter hipotecario, frente a un 44 % en los bancos (10).

A través de fondos de titulización, las entidades venden parte de sus créditos a terceros, conservando, normalmente, la gestión (11). De esta forma, consiguen liquidez adicional con la que financiar nuevas operaciones sin perder la relación comercial con el cliente, que no suele saber si la entidad se ha desprendido de su préstamo.

La titulización permite disminuir el consumo de recursos propios, manteniendo inalteradas las relaciones con la clientela minorista. Sin embargo, no es una práctica prudente, desde el punto de vista de la gestión del riesgo y de la protección de la solvencia de las entidades, proceder a una selección interesada de los créditos que se han de titulizar *(cherry picking,* en terminología anglosajona), de tal forma que disminuya significativamente la calidad media de la cartera crediticia que se queda en los balances bancarios.

(9) Aquí se analizan solo aquellas titulizaciones instrumentadas a través de fondos de titulización.

(10) Con anterioridad a 1998, en España solo se podían titulizar activos hipotecarios.

(11) Dicha venta suele ir acompañada de un préstamo subordinado por parte de la entidad al fondo, con la finalidad de absorber un determinado nivel de pérdidas por riesgo de crédito. En este caso, la entidad continúa obligada a provisionar el riesgo de crédito (sobre el importe total vendido al fondo) y, en su caso, hasta el límite del importe del préstamo subordinado.

Gráfico I.12. *Composición de la cartera crediticia por tramos de riesgo (%). Entidades de depósito*

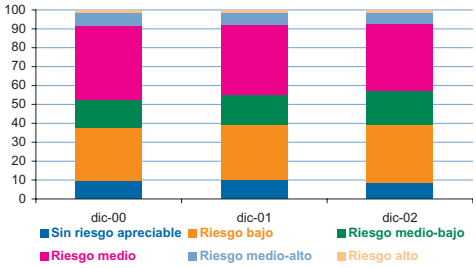
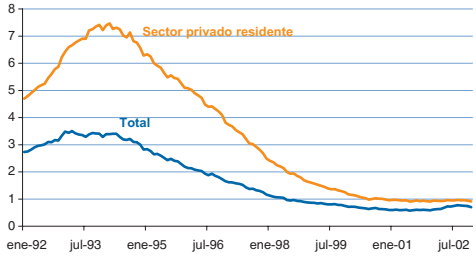


Gráfico I.13. Ratio *de dudosos totales y del sector privado residente (%). Entidades de depósito*



Perfil de riesgo de la cartera crediticia

Como ya se comentó en el anterior IEF, el método estándar para el cálculo de la dotación estadística permite obtener una cuantificación del perfil de riesgo medio de la cartera crediticia de las entidades. Dicho perfil se sitúa en el 0,39 % en 2002. El gráfico I.12 muestra, para el conjunto de entidades de depósito, que este relativamente bajo perfil de riesgo se debe a la importante presencia de créditos con garantía hipotecaria sobre viviendas terminadas y a la escasa exposición en los tramos de mayor riesgo (financiación al consumo, saldos de tarjetas de crédito y excedidos).

Activos dudosos

Los activos dudosos de las entidades de depósito han aumentado en 2002, continuando una tendencia iniciada a mediados de 2001. Una parte muy importante de este crecimiento se ha debido a los activos dudosos con no residentes, tanto del sector privado como con entidades de crédito, fundamentalmente debido a las dificultades en Argentina. El crecimiento de los dudosos del sector privado residente ha pasado del 5,8 % al 14,1 %, si bien se ha moderado en el último trimestre de 2002.

La evolución desigual de los activos dudosos por sectores se ha traducido en un aumento de la *ratio* de activos dudosos totales desde el 0,59 % al 0,70 %, mientras que la *ratio* del sector privado residente se ha mantenido en el 0,91 %. En cualquier caso, se trata de *ratios* muy reducidas cuando se consideran en su perspectiva histórica (gráfico I.13).

Por grupos de entidades, las *ratios* de morosidad de los bancos son ligeramente superiores a las de las cajas (0,74 %, frente al 0,62 % en dudosos totales y 0,93 % frente al 0,84 % en dudosos del sector privado residente). La diferencia en esta última *ratio* obedece a la todavía distinta composición de sus carteras crediticias: las cajas tienen un mayor porcentaje de créditos destinados a la financiación de vivienda, que, según lo visto en el gráfico I.2, presenta un menor nivel de riesgo de crédito *ex post.*

La estabilidad en la *ratio* de morosidad no es atribuible a unas pocas entidades, sino que se ha observado, en general, en todas ellas. Se constata que más de la mitad de las entidades, que representan más de las tres cuartas partes del crédito total, tienen una *ratio* de morosidad del sector privado residente inferior al 1 % (cuadro I.2).

Cuadro I.2. *Distribución de la* ratio *de dudosos del sector privado residente por tramos. Entidades de depósito. Diciembre 2002*

TRAMOS *RATIO* DE DUDOSOS	% CRÉDITO	N.º ENTIDADES
0	1,5	44
0,0 - 0,5	19,7	44
0,5 - 1,0	56,4	66
1,0 - 1,5	14,4	31
1,5 - 2,0	5,1	30
2,0 - 2,5	1,3	8
> 2,5	1,6	40

I.3. Riesgo de liquidez

Mercados

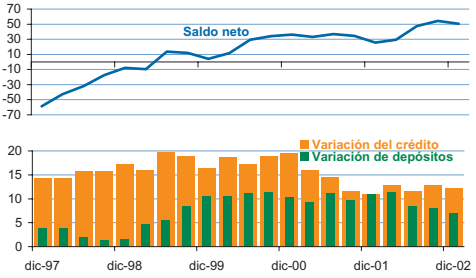
En el *mercado de deuda pública* se produjo un significativo crecimiento en la contratación (15,9 %) durante 2002, basado tanto en la operativa de los titulares de cuenta como en la de los terceros del mercado. Por tipos de operaciones, el crecimiento de la contratación de bonos y obligaciones en contado (26,8 %) y el de las simultáneas sobre ese mismo tipo de instrumentos (19,9 %) explican la mayor parte de ese avance.

Aun cuando no haya relación causal alguna con el crecimiento que se acaba de apuntar, interesa destacar la aparición en Senaf y en MTS España de sendos segmentos de contratación electrónica de operaciones simultáneas. Aunque su impacto en la gestión de la liquidez podría llegar a ser significativo, por el momento sus logros han sido más bien modestos.

Otra novedad que supondrá una mejora en las condiciones de liquidez de los mercados consiste en el programa de actuaciones dispuesto por la Dirección General del Tesoro para reducir el número de emisiones de letras, aumentando al tiempo el saldo vivo por referencia. Con este objetivo, desde agosto de 2002 se abandonó la política de emitir letras a doce y a dieciocho meses cada 15 días, pasando a ser emitidas una vez al mes. Además, desde septiembre se subasta una misma referencia de letras en varias ocasiones y se fomenta especialmente la liquidez del primer tramo de las letras a dieciocho meses. Aunque la reapertura de letras comenzó aplicándose a las de dieciocho meses, esta política continuará en 2003 también para las de plazos inferiores, a fin de fomentar su liquidez.

En los *mercados bursátiles,* la liquidez de los valores españoles más significativos ha continuado deteriorándose en promedio. En concreto, las horquillas medias ponderadas (12) de las tres empresas con mayor capitalización bursátil acumulan, a febrero de 2003, ensanchamientos del 100 %, 31 % y 42 %, en relación con los de mediados de 2000. Los inversores finales parecen haberse retraído del mercado y los volúmenes cruzados en los últimos tiempos obedecen más bien a operaciones técnicas y por cuenta propia.

Gráfico I.14. *Actividad con el sector privado residente. Bancos y cajas. Negocios en España (mm € y %)*



El recuadro I.2 contiene una primera valoración del funcionamiento del CLS *(Continuous Linked Settlement)* desde septiembre de 2002.

Entidades

El fuerte crecimiento que ha experimentado el crédito al sector privado residente, junto con una evolución mucho más moderada de los pasivos con dicho sector, se tradujo, desde junio de 1999, en un cambio de signo del saldo neto del sector (13) y, posteriormente, en un paulatino aumento de la financiación neta otorgada. Desde mediados de 2002, la brecha entre el crecimiento del crédito y la financiación del sector privado residente ha vuelto a abrirse (gráfico I.14).

(12) La horquilla media ponderada de un valor es el cociente entre la diferencia de precios de las cinco mejores posiciones vendedoras y compradoras, ponderada cada una de ellas por los volúmenes de las posturas respectivas, por un lado, y la cotización central del valor en cuestión, por otro.

(13) En sus negocios en España, el conjunto de bancos y cajas de ahorros pasaron, en términos netos, de recibir financiación (saldo neto acreedor) a otorgarla (saldo neto deudor) al sector privado residente (que, en este caso, también incluye la parte correspondiente de la renta variable en el activo y los empréstitos y financiaciones subordinadas en el pasivo).

Recuadro I.2

Funcionamiento del *Continuous Linked Settlement* (CLS)

CLS es un nuevo sistema internacional de pagos, cuyo objetivo es liquidar operaciones de compraventa de divisas (FX) limitando al máximo el riesgo de crédito tradicionalmente presente en su liquidación *[riesgo Hersttat* (1)]. Esto se alcanza en CLS mediante el asentamiento simultáneo en el sistema de las dos partes de cada transacción (PvP o pago contra pago) cuando se cumplen ciertas condiciones. Aunque CLS asienta internamente las operaciones en términos brutos, los pagos en «dinero de banco central» se realizan básicamente de acuerdo con las posiciones multilaterales netas de cada participante, aprovechando las horas en que los sistemas de pagos asiáticos, europeos y americanos coinciden abiertos. Más concretamente, para recibir y pagar las divisas que liquida, CLS dispone de cuentas en los distintos bancos centrales que emiten las monedas que operan en el sistema (2). Las entidades participantes deben dotar sus cuentas internas en CLS haciendo abonos en las cuentas de este en los distintos bancos centrales. A la inversa, los pagos en «dinero de banco central» del neto de los asientos internos a CLS tienen lugar mediante transferencias desde la cuenta de CLS a la de los bancos participantes a través de los distintos sistemas de pagos brutos en tiempo real.

Hay dos tipos de *participantes* en CLS: los directos *(Settlement Members)* y los indirectos *(User Members).* Solo los participantes directos tienen cuentas en CLS, divididas en tantas subcuentas como divisas se liquidan en el sistema. Los indirectos pueden comunicar órdenes directamente a CLS, pero deben concertar con un participante directo la utilización de su cuenta en CLS.

El *funcionamiento* del sistema responde a la siguiente secuencia. Los participantes deben transmitir sus operaciones a CLS antes del día de liquidación. CLS recibe dos mensajes por cada transacción, uno por entidad. El sistema verifica sus formatos y contenidos, procediendo entonces a casarlos para su aceptación. Con ciertas salvedades, se permite a las entidades que antes de las 6.30 horas (horario central europeo o CET) del día de liquidación modifiquen o anulen las operaciones comunicadas.

El *proceso de pagos* en CLS se divide en tres fases simultáneas e interrelacionadas, pero diferenciadas entre sí: *a)* aportaciones de fondos al sistema *(pay-ins); b)* asentamiento interno de operaciones, y *c)* pagos del sistema a los participantes *(pay-outs).*

a) CLS calcula las posiciones netas de las cuentas de los participantes como resultado del asentamiento de toda la cola de órdenes con esa fecha-valor. Tras ese cálculo, CLS comunica a los participantes el programa de aportaciones de fondos que estos deberán hacer en cada franja horaria de la misma sesión, a fin de cubrir sus posiciones cortas (3). Para realizar el pago a CLS en aquellos sistemas en los que el participante no tenga presencia directa, se precisa un banco corresponsal.

b) Esta fase da comienzo tan pronto como comienzan a ser dotadas de fondos las cuentas de los participantes en CLS. El sistema analiza las órdenes de la cola una por una, determinando si el asentamiento de las dos partes de la operación no impide el cumplimiento de tres criterios de riesgo referidos a las cuentas de los dos participantes intervinientes: 1) el saldo global de la cuenta de cada participante deberá seguir siendo positivo tras el asentamiento de la operación. Para ello, el contravalor en dólares de las monedas con saldos positivos ha de exceder al contravalor en dólares de las monedas con saldos negativos tras la aplicación de un sistema de recortes *(hair-cuts);* 2) la posición deudora en una moneda considerada individualmente no deberá exceder de un límite establecido para cada divisa y común para todos los participantes, y 3) la suma del contravalor en dólares de los saldos negativos de las diferentes subcuentas de divisas no deberá exceder de un límite establecido por el sistema para cada participante. CLS fija individualmente este límite en función de la calificación crediticia que le merece cada participante. Si el asentamiento de la operación no conduce al incumplimiento de estos criterios, se realizan efectivamente los adeudos y abonos correspondientes, retirándose la orden de la cola. En circunstancias normales, la liquidación de las órdenes tiene lugar antes de las 9 horas (CET).

c) Los pagos de CLS a los participantes en «dinero de banco central» se realizan a través de los sistemas de pago en tiempo real que liquiden la moneda en cuestión, mediante un único abono por divisa a cada participante (o a su corres ponsal). CLS cuenta con un algoritmo que optimiza esta fase, con el objeto de limitar al máximo la liquidez que permanece drenada dentro de CLS. Al acabar la sesión, las cuentas de los participantes en todas las monedas deben arrojar saldo nulo.

El sistema CLS mejora significativamente la *gestión del riesgo* inherente a las operaciones de cambio de divisas. El riesgo de crédito se elimina de forma casi completa mediante el procedimiento de «pago contra pago», condicionado al cumplimiento de los tres criterios de riesgo. También ha merecido una atención especial el control del riesgo de liquidez. CLS ha articulado un mecanismo para paliar este riesgo y poder completar los pagos en las divisas originalmente previstas en el caso de que un participante no cumpla su obligación de pago en una determinada divisa. A tal efecto, CLS contempla la contratación de *swaps* de divisas (a un día) con proveedores de liquidez (4). De esta forma, se persigue que los acreedores puedan recibir los pagos de CLS en las divisas que esperaban, evitándose situaciones de fallos en cadena. Aun así, en extremas circunstancias, y a pesar de los acuerdos con los proveedores de liquidez, la participación en CLS podría implicar pérdidas para los participantes, por lo que CLS ha establecido un acuerdo de reparto de pérdidas entre sus miembros.

Un riesgo que podría llegar a ser importante, debido a los elevados importes, la rigidez del calendario de pagos en estrechas franjas de una hora y las diferencias horarias entre las tres zonas, es el *riesgo operativo.* Por ello, para evitar su materialización, tanto CLS como el Eurosistema han trabajado intensamente para dar robustez a los sistemas y mejorar los mecanismos de contingencia.

---

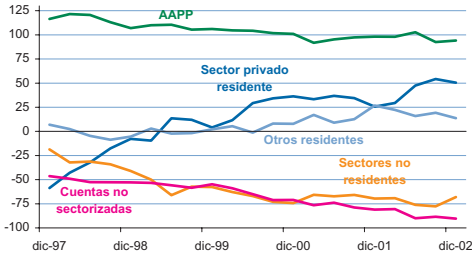
(1) Riesgo de principal que surge en la liquidación de aquellas operaciones cambiarias en las que existe un desfase temporal entre el momento en el que se liquidan los dos pagos acordados, uno en cada divisa.

(2) CLS procesa pagos en siete divisas: dólares estadounidenses, euros, yenes, libras esterlinas, francos suizos, dólares australianos y dólares canadienses.

(3) En la zona europea, el sistema tiene cinco franjas horarias de una hora cada una, de las 7 a las 12 horas (CET).

(4) Los proveedores de liquidez son entidades que han suscrito un acuerdo de colaboración con el sistema para proveer liquidez en determinadas monedas en caso de necesidad. Esta aportación se instrumenta mediante *swaps* de divisas entre el proveedor y CLS Bank.

Gráfico I.15. *Saldos netos. Bancos y cajas. Negocios en España (mm €)*



El saldo neto deudor con el sector privado residente se ha financiado mediante el recurso al sector no residente, a las cuentas no sectorizadas (básicamente, recursos propios y fondos especiales de las entidades) y con la disminución de la financiación neta otorgada a las AAPP (gráfico I.15) (14).

Aunque existen diferencias entre grupos de entidades (en general, los bancos han tenido históricamente un saldo neto deudor con el sector privado residente, y las cajas, uno acreedor), la evolución es muy similar en ambas agrupaciones de entidades: aumento progresivo del saldo deudor y disminución del saldo acreedor, respectivamente. Esta evolución no responde al comportamiento de unas pocas entidades de elevado tamaño, sino que es una característica extendida entre la mayor parte de bancos y cajas.

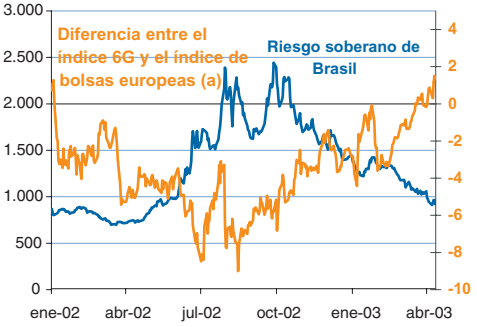
La evolución del saldo neto con el sector privado residente y su financiación a través del sector no residente puede llevar a que algunas entidades tengan que revisar la sostenibilidad a medio plazo de sus políticas de expansión crediticia.

I.4. Riesgo de mercado

La evolución reciente de los mercados financieros internacionales ha continuado estando caracterizada por las caídas en las

(14) Si el análisis se realiza sobre los negocios totales (negocios en España más las sucursales de la banca española en el exterior), las conclusiones respecto a la evolución de los saldos y de las fuentes de financiación son similares, aunque los importes son menores.

Gráfico I.16. *Evolución comparada de los precios de las acciones de las empresas españolas con intereses en Latinoamérica*



Fuentes: JP Morgan y elaboración propia.

(a) El índice 6G se ha construido con los seis valores de las empresas españolas con más presencia en Latinoamérica. El índice de bolsas europeas se ha construido a partir de los índices sectoriales del DJ Euro Stoxx, replicando la composición sectorial del índice 6G.

cotizaciones bursátiles, en un contexto de elevada volatilidad, y por la depreciación del dólar. Esta inestabilidad de los mercados financieros, relacionada con las incertidumbres geopolíticas y con una cierta desconfianza en el vigor de la recuperación económica en varios países, ha provocado un desplazamiento hacia activos de menor riesgo por parte de la mayoría de los inversores, que ha contribuido a que las rentabilidades a medio y largo plazo de la deuda pública se sitúen, en muchos países desarrollados, en niveles mínimos históricos.

La caída de las *cotizaciones bursátiles* ha sido más intensa en el área del euro que en los mercados estadounidenses. Así, a mediados de abril de 2003, el índice DJ Euro Stoxx se situaba un 35 % por debajo del nivel observado en enero de 2002, mientras que el S&P 500 había perdido durante el mismo período un 23 %. Por sectores, la corrección ha sido particularmente intensa para las empresas de seguros europeas, cuyas cotizaciones hasta abril de este año acumulaban una disminución respecto de los niveles de enero del año pasado superior al 56 %.

Esta corrección de las cotizaciones bursátiles en los principales mercados de renta variable ha situado los niveles de los PER (cociente entre el precio y el beneficio me-

dio por acción) en niveles más próximos a sus valores medios históricos.

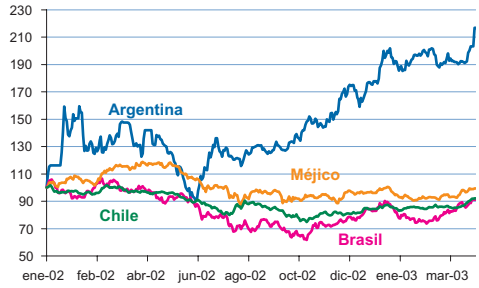
Las cotizaciones de las empresas españolas han mostrado un comportamiento más favorable que el del conjunto de los mercados de la UEM. Así, entre enero de 2002 y abril de 2003 el Índice General de la Bolsa de Madrid ha caído 18 puntos porcentuales menos que el DJ Euro Stoxx. En el caso de las empresas con intereses en Latinoamérica, la percepción del mercado de unos menores niveles de riesgo en Brasil parece haber contribuido a la mejora relativa de las cotizaciones de las grandes empresas españolas con intereses en esta zona (gráfico I.16).

Los mercados bursátiles latinoamericanos han mostrado una cierta desvinculación respecto a la situación global, particularmente en los últimos meses (gráfico I.17).

La fuerte depreciación del *dólar* respecto al euro fue simultánea a un descenso en los flujos de inversión hacia EEUU, especialmente en el componente de inversión directa, en un contexto en el que el déficit exterior de esta economía se fue ampliando, a pesar de la desaceleración económica registrada a partir del cuarto trimestre de 2002. Existe un elevado grado de incertidumbre sobre la evolución futura de la cotización euro/dólar.

Por lo que respecta a las *divisas latinoamericanas,* ya se ha mencionado su considerable depreciación respecto

Gráfico I.17. *Índices bursátiles*



Fuente: Bloomberg.
Nota: Índices con base 100 el 1 de enero de 2002.

al euro a lo largo de 2002 (15). Dichas depreciaciones han contribuido al deterioro de las perspectivas de inflación en la mayor parte de los países de la región, al tiempo que han erosionado los recursos propios de las entidades de depósito españolas con inversiones permanentes en la zona.

La fragilidad de las bolsas y los niveles mínimos de rentabilidad ofrecidos por los activos sin riesgo han tendido a favorecer a los *mercados de renta fija* latinoamericanos en los últimos meses, pese al contexto global de intensa aversión al riesgo. Ello ha sido aprovechado por buena parte de los emisores soberanos de la región a principios de 2003 para cubrir parte de sus necesidades de financiación exterior.

(15) Un 74 % el peso argentino, un 53 % el bolívar venezolano, un 44 % el real brasileño, un 24 % el peso mejicano y un 22 % el peso chileno.

CAPÍTULO II
Rentabilidad

II.1. Situación general de la rentabilidad

En un ejercicio caracterizado por la incertidumbre sobre la recuperación de la actividad económica, la fuerte inestabilidad de los mercados financieros, las dificultades atravesadas por la economía argentina y la depreciación de las principales monedas latinoamericanas, la rentabilidad de las entidades de depósito españolas ha experimentado un ligero deterioro (1). No obstante, las entidades han afrontado estas perturbaciones siendo capaces de realizar elevados saneamientos, sin menoscabo de su solvencia, y experimentando una erosión de sus resultados relativamente menos importante que las entidades de otros países europeos.

El *resultado neto* después de impuestos atribuido al grupo ha invertido su tendencia creciente de años anteriores, al experimentar una caída del 7,5 % respecto al del año 2001 (cuadro II.1) (2). Este descenso de los resultados en términos absolutos ha supuesto, además, una disminución de 7 puntos básicos (pb) en términos relativos (sobre ATM), hasta situarse en el 0,72 %. Dicha caída relativa ha sido de similar magnitud a la registrada en 2001, debido a la fuerte desaceleración del crecimiento de los ATM (2,2 %, frente al 16,1 %) (3).

Cuadro II.1. *Cuenta de resultados consolidada de las entidades de depósito (millones de euros y % ATM)*

	dic-01		dic-02		Var.
	Importe	% ATM	Importe	% ATM	d.02-d.01
Productos financieros	86.306	6,42	75.220	5,47	-12,8
Costes financieros	49.778	3,70	39.302	2,86	-21,0
Margen de intermediación	**36.528**	**2,72**	**35.919**	**2,61**	**-1,7**
Comisiones netas	13.865	1,03	13.355	0,97	-3,7
Resultado operaciones financieras	1.739	0,13	1.454	0,11	-16,4
Margen ordinario	**52.132**	**3,88**	**50.728**	**3,69**	**-2,7**
Gastos de explotación	31.801	2,36	30.351	2,21	-4,6
Margen de explotación	**20.331**	**1,51**	**20.376**	**1,48**	**0,2**
Dotaciones y saneamientos (netos)	9.540	0,71	7.244	0,53	-24,1
Beneficios operaciones del grupo (neto)	1.665	0,12	267	0,02	-84,0
Resultados extraord. y diversos (neto)	3.250	0,24	494	0,04	-84,8
Resultados antes de impuestos	**15.706**	**1,17**	**13.893**	**1,01**	**-11,5**
Resultado neto	12.646	0,94	11.678	0,85	-7,7
Pro memoria:					
Resultado neto del grupo	10.675	0,79	9.876	0,72	-7,5
ATM	1.344.720	100	1.374.767	100	2,2

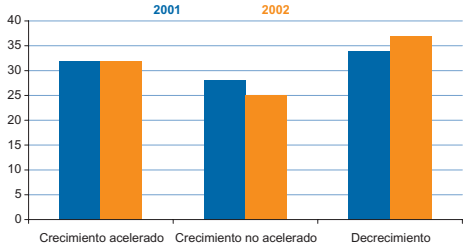
La caída del resultado neto atribuido al grupo afecta a un número creciente de bancos y cajas de ahorros. Además, ha disminuido el número de entidades cuyo resultado neto se ha desacelerado. No obstante, el número de entidades que registran una aceleración del resultado se ha mantenido elevado en 2002 (gráfico II.1), mientras que, además,

(1) En este capítulo del IEF y en el siguiente no se incluyen las sucursales de la banca extranjera con origen en el resto de países de la Unión Europea. De esta forma, se mantiene constante el número de entidades analizadas, ya que este subgrupo no está sujeto a requerimientos de recursos propios. Esto origina discrepancias con la información contenida en la *Memoria de la supervisión bancaria en España en 2002*. En cualquier caso, el peso relativo de las entidades excluidas es reducido.

(2) La cuenta de resultados analítica que aparece en este capítulo presenta ciertas diferencias, en algunas agrupaciones de epígrafes, con la cuenta de resultados pública.

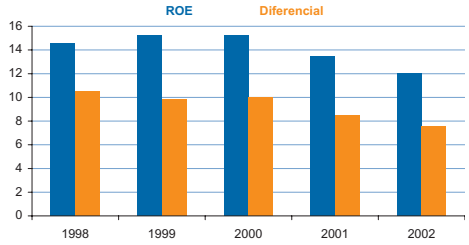
(3) Esta desaceleración de la actividad se justifica, en gran medida, por la caída en términos absolutos de la actividad en los negocios en el extranjero (frente al elevado crecimiento en 2001), debido, fundamentalmente, a la depreciación de las monedas latinoamericanas respecto al euro, que reduce el peso relativo del negocio en el extranjero, sin que necesariamente haya caído la actividad en moneda local fuera de España.

Gráfico II.1. *Distribución del número de bancos y cajas según el resultado neto del grupo*



Nota: Se excluyen las entidades con resultado neto negativo.

Gráfico II.2. *ROE y su diferencial con el tipo de la deuda pública a diez años (%). Entidades de depósito*



han disminuido las entidades con resultado neto negativo.

El *ROE* (4) del conjunto de las entidades de depósito ha caído 1,4 puntos porcentuales, hasta situarse en el 12 % en diciembre de 2002. A pesar de esta disminución, la comparación con la rentabilidad de la deuda pública española a diez años sigue siendo muy favorable (7,6 puntos porcentuales de diferencia). Por lo tanto, en un entorno de bajos tipos de interés a largo plazo, las entidades españolas siguen obteniendo una rentabilidad sustancial, muy superior a la que ofrece un activo sin riesgo (gráfico II.2).

Los *márgenes* de intermediación y ordinario registran caídas frente a los crecimientos de dos dígitos que habían venido presentando en los últimos años. En términos de ATM, la caída del margen de intermediación, resultado de un entorno con menores tipos de interés y elevada competencia, ha sido de 10 pb, a la que se suman las disminuciones en comisiones (6 pb) y en los resultados de operaciones financieras (2 pb), que también han caído en valor absoluto.

Tras el descenso de las *comisiones* se encuentran los recortes experimentados por las de servicios de valores (4 pb) y las de comercialización de productos financieros no bancarios (2 pb), en línea con la tendencia descendente de los mercados de valores en este período. En sentido contrario, destaca el crecimiento de las comisiones asociadas a servicios de cobros y pagos (1 pb), impulsado por el fuerte ritmo de crecimiento mantenido en el negocio en España (10,2 %), siguiendo la tendencia de los últimos años (gráfico II.3).

El descenso de los resultados por operaciones financieras se explica por las pérdidas en la cartera de negociación, en un año de caídas bursátiles, y los menores beneficios por operaciones de futuro, asociadas a productos derivados que no se contabilizan como coberturas contables.

El *margen de explotación* ha permanecido prácticamente estancado, lo que ha implicado una caída de 3 pb, en términos de ATM, en contraste con los fuertes crecimientos, tanto absolutos como relativos, de los dos últimos años. El comportamiento de este margen se ha visto positivamente influenciado por la caída de los *gastos de explotación,* tanto en términos absolutos (4,6 %), en buena medida debido al «efecto tipo de cambio» (5), como en términos relativos (16 pb). No obstante, en las cajas de ahorros los gastos continuaron creciendo en 2002 de forma apreciable, a tasas que casi duplican la inflación del período.

La *ratio de eficiencia* (porcentaje del margen ordinario absorbido por los gastos de

(4) Cociente entre el resultado neto atribuido al grupo y los recursos propios medios del grupo, calculados como la suma de capital, reservas de la dominante y en entidades consolidadas, resultado neto del grupo y fondo para riesgos bancarios generales menos accionistas, acciones propias en cartera, pérdidas de ejercicios anteriores de la dominante y pérdidas en entidades consolidadas.

(5) Corregido el impacto de las depreciaciones de las principales monedas latinoamericanas, los gastos de explotación de las entidades de depósito crecen un 5,3 %.

Gráfico II.3. *Tasas de variación interanuales de los ingresos netos por comisiones y contribución de sus componentes (%)*

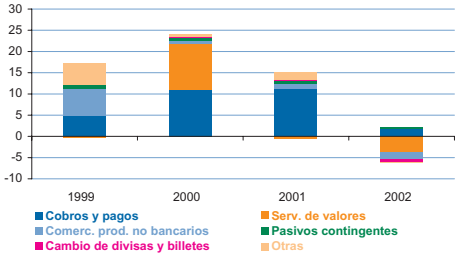
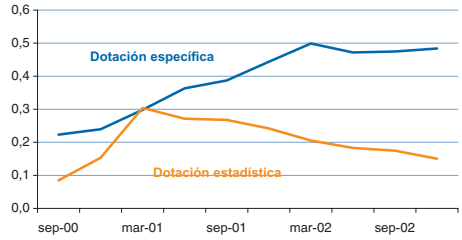


Gráfico II.4. *Evolución de las dotaciones netas a insolvencias (% sobre crédito al sector privado)*



Nota: Los datos están anualizados para facilitar la comparación.

explotación) del conjunto de entidades de depósito a nivel de negocio total ha mejorado (del 61 % al 59,8 %), aunque con diferente evolución entre bancos y cajas. Para los bancos mejora, al pasar del 60,5 % al 58,3 % mientras que para las cajas empeora (del 62,3 % al 62,7 %).

Dada la evolución del margen de explotación en 2002, las entidades deberán centrar buena parte de sus esfuerzos, en 2003, en aumentar la eficiencia, en un entorno de elevada incertidumbre, bajos tipos de interés y fuerte competencia.

Las *dotaciones y saneamientos* han disminuido apreciablemente respecto a las del año 2001 (24,1 %, con descenso de 18 pb, en términos de ATM), debido, sobre todo, al fuerte recorte de las dotaciones netas a otros fondos específicos (20 pb), cuya importancia había aumentado considerablemente en los dos últimos años.

Las *dotaciones a insolvencias* para cobertura del riesgo de crédito han sido ligeramente inferiores a las de 2001, gracias a que la influencia negativa del repunte cíclico de los dudosos sobre las dotaciones específicas (4 pb) ha sido más que compensada por la evolución contraria de la dotación estadística (5 pb), que todavía mantiene un signo positivo. Lo anterior pone de manifiesto el carácter estabilizador de la dotación estadística, que, claramente, contribuye a la menor volatilidad de los resultados de las entidades de depósito y, en definitiva, a la mayor estabilidad del sistema financiero español (gráfico II.4). Finalmente, las dotaciones genéricas han permanecido estables respecto a 2001.

Las dotaciones al fondo de fluctuación de valores han sido muy superiores a las de años anteriores (2 pb), acorde con el comportamiento de las cotizaciones bursátiles en los últimos doce meses y tras los descensos de los dos años anteriores (6).

Los resultados netos por *operaciones del grupo* han sido considerablemente inferiores a los del año 2001 (10 pb), debido a los menores beneficios netos en sociedades puestas en equivalencia y a los quebrantos por enajenación de participaciones en el grupo. Estos elementos ponen de manifiesto la evolución menos favorable de los resultados netos de las empresas. Este efecto se ha visto compensado por unas menores amortizaciones de los fondos de comercio, después del elevado esfuerzo del año 2001, asociado al saneamiento de las inversiones en Argentina.

Los *resultados extraordinarios netos* han sido muy inferiores a los del año anterior (20 pb), a lo que han contribuido tanto el descenso de los beneficios como el aumento de los quebrantos.

En definitiva, los menores márgenes y las importantes disminuciones de los resultados extraordinarios y por operaciones del grupo no han podido ser contrarrestadas

(6) El coeficiente de correlación entre las dotaciones al fondo de fluctuación de valores y el Ibex 35 durante el período comprendido entre junio 1998 y diciembre 2002 (datos semestrales) es –0,72.

por la reducción de los gastos de explotación, la estabilidad de las dotaciones a insolvencias y las menores dotaciones a otros fondos específicos, por lo que el resultado antes de impuestos y el neto atribuido al grupo han caído, tanto en valor absoluto como en porcentaje sobre ATM.

La ralentización del crecimiento económico, el aumento de los activos dudosos, la elevada incertidumbre en los mercados de valores y el entorno de bajos tipos de interés hacen que los gastos de explotación se conviertan en una variable clave de la estrategia de las entidades de cara a 2003, sin descuidar, por supuesto, una adecuada gestión del riesgo de crédito, dado el todavía sustancial aumento de la inversión crediticia en el negocio en España. Además, las entidades deberán prestar especial atención a la calidad de su actual cartera crediticia.

II.2. Análisis por entidades

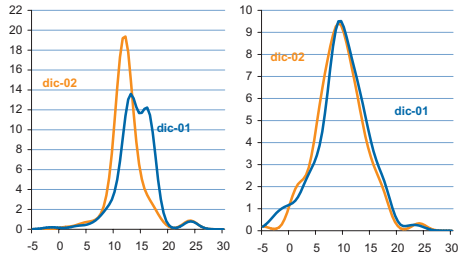
En la sección anterior, el análisis se ha centrado en la evolución de indicadores agregados, lo que no permite detectar posibles diferencias entre entidades en cuanto a la evolución de los resultados. La presente sección profundiza en el análisis de las posibles divergencias en el comportamiento de los resultados en las entidades.

La *distribución de la rentabilidad* en las entidades (cuadro II.2 y gráfico II.5) se ha desplazado ligeramente hacia tramos menores de ROE, lo que indica que la caída agregada del ROE se debe a un fenómeno de descenso generalizado de la rentabilidad en las entidades de depósito. Además, se observa que el desplazamiento de la distribución de la rentabilidad es más acusado cuando esta se representa en términos de los ATM, lo que pone de manifiesto la importancia de los descensos del ROE en algunas entidades de elevado tamaño.

Cuadro II.2. *Distribución de la rentabilidad por tramos. Diciembre 2002*

TRAMOS ROE	% ATM	N.º ENTIDADES
<0	0,2	9
0-5	2,5	22
5-10	7,9	76
10-15	77,0	53
15-20	9,5	14
>20	2,9	3

Gráfico II.5. *Distribución del porcentaje de ATM (izda.) y del número de entidades (dcha.) según el ROE (funciones de densidad)* (a)



(a) Tanto en este caso como en el resto del IEF, la función de densidad se aproxima mediante un estimador *kernel*.

En cuanto a la *ratio de eficiencia* (cuadro II.3 y gráfico II.6), las entidades menos eficientes se han mantenido en niveles similares a los del año anterior, mientras que las entidades más eficientes han experimentado un ligero empeoramiento. No obstante, la distribución en función del ATM se ha desplazado ligeramente hacia la derecha, lo que indica que las mejoras de eficiencia se han concentrado en entidades de elevado tamaño.

Comparación con la banca europea

El estancamiento económico en Europa durante el año pasado se tradujo en un aumen-

Cuadro II.3. *Distribución de la ratio de eficiencia por tramos. Diciembre 2002*

TRAMOS *RATIO* EFICIENCIA	% ATM	N.º ENTIDADES
>100	0,3	10
90-100	0,4	1
80-90	1,2	8
70-80	13,4	27
60-70	40,4	63
50-60	40,7	44
40-50	0,6	16
<40	3,0	8

Recuadro II.1

Rentabilidad ajustada al riesgo

Durante los últimos años, la necesidad de medir la rentabilidad *ex ante* de las operaciones, de forma que se tenga en cuenta no solo la rentabilidad nominal, sino también el riesgo en el que se incurre, ha motivado el desarrollo de diferentes medidas que tienen en común la incorporación de los costes previstos (incluidas las pérdidas esperadas) y, sobre todo, la medición de dicha rentabilidad en función del capital consumido. La competencia por el capital entre diferentes unidades de negocio dentro de una misma entidad y la posibilidad de mejorar las políticas de remuneración por objetivos han espoleado el interés por estas medidas. Finalmente, un contexto de elevada competencia entre entidades por la captación de operaciones, que, en ocasiones, puede llevar a que se acepten operaciones a unos precios muy bajos, requiere algún tipo de herramienta que permita seleccionar las operaciones que aportan valor a la entidad al alcanzar una rentabilidad suficiente para cubrir los costes y remunerar al capital. La existencia de un umbral mínimo de rentabilidad, ajustada al riesgo, es una herramienta que permite decidir si se acepta o no la operación.

De entre todas estas medidas, destaca la denominada *RORAC (Return on Risk Adjusted Capital).* Dada una unidad, que puede ser una operación, una cartera, una línea de negocio, etc., la fórmula base viene dada por:

$$RORAC\ (Unidad) = \frac{I_E - C_E - EL}{K_{eco}}$$

donde, I_E representa los ingresos esperados asociados a la unidad, EL la pérdida esperada por riesgo de crédito, C_E el resto de costes esperados directos e indirectos y K_{eco} el capital económico consumido. Dicho capital cubre las pérdidas inesperadas hasta un determinado límite (o nivel de confianza), que depende del nivel de probabilidad de quiebra *(PD)* que desee establecer la entidad. Sobre esta fórmula básica hay variantes que, esencialmente dependen de qué elementos se incluyan en el término C_E. Por ejemplo, se puede considerar el capital regulatorio como un coste, se puede asignar una rentabilidad al capital propio consumido, etc.

Dependiendo de la asociación del capital económico a cada unidad, los sistemas de RORAC se pueden clasificar en dos grupos:

1) Esquemas *Bottom-up:* se parte del capital necesario para cada operación y se obtienen los RORAC por operación. Mediante agregación de rendimientos y costes, y teniendo en cuenta los efectos de diversificación en el capital consumido, se van calculando los RORAC para el resto de unidades. Este sistema necesita la existencia de calificaciones crediticias *(ratings)* en todas las unidades para poder calcular desde el nivel operación las necesidades de capital (1).

2) Esquemas *Top-down:* se parte de una cifra de capital económico total necesario (2). Dicha cifra, junto con la cantidad correspondiente a la diversificación de las diferentes unidades, se va repartiendo entre estas últimas. El esquema continúa hasta el nivel de operación. Con el resto de elementos conocidos se procede a calcular los distintos RORAC. La ventaja de este procedimiento es que no necesita en principio que existan sistemas de *rating* en todas las unidades. Su inconveniente radica en la fuerte subjetividad que se introduce en los repartos de capital y en la forma de asignar las ganancias por diversificación.

Las *principales aplicaciones de la metodología RORAC* son: *a)* la obtención de precios mínimos de referencia; *b)* la implantación de sistemas de remuneración basados en rentabilidades sobre capital consumido; *c)* la cuantificación del efecto diversificación entre diferentes unidades; *d)* su utilización como herramienta para la toma de decisiones estratégicas de inversión o desinversión, y *e)* su uso como medida que facilita al accionista y al resto de agentes una cuantificación del rendimiento del capital que incorpora el riesgo incurrido en su obtención.

En la práctica, aparecen algunas *dificultades* con estos sistemas. En primer lugar, el cálculo del capital económico necesario para una unidad y, por lo tanto, cuantificar los efectos de diversificación. No hay un estándar admitido para asignar capital económico, ni tan siquiera para el riesgo de crédito. Además, hay que incorporar todo el consumo de capital (no solo por riesgo de crédito). En segundo lugar, tanto el cálculo de la pérdida esperada para algunas carteras como la imputación de costes indirectos pueden ser difíciles.

A pesar de las dificultades, en España las entidades de mayor tamaño tienen implantados sistemas RORAC, aunque existen grandes diferencias en el ámbito de aplicación, complejidad y funcionalidad de los diferentes sistemas. No hay ninguna entidad grande con un sistema RORAC *Bottom-up* para todas las unidades de negocio, fundamentalmente por la ausencia de sistemas fiables de *rating* en alguna de las unidades. Su principal uso es la elaboración de informes para la alta administración sobre rentabilidad ajustada al riesgo (de crédito) de las diferentes unidades de negocio. Adicionalmente, alguna entidad lo utiliza para aprobación de operaciones y fijación de precios.

Aunque los sistemas actuales de RORAC están incorporando mejoras importantes, todavía no se tienen en cuenta todos los costes de forma adecuada, en el cálculo del capital necesario solo se tiene en cuenta el riesgo de crédito y su utilización para el cálculo de precios no suele ser completamente vinculante, sino que solo se trata de una referencia más.

---

(1) Los *ratings* permiten obtener la pérdida esperada (EL) asociada a la operación y, tras una modelización, también la pérdida inesperada (UL).

(2) Lo que implícitamente supone fijar un determinado nivel de probabilidad de quiebra (PD), que llevará a las agencias de calificación a otorgar un determinado *rating* a las emisiones a largo plazo de la entidad.

Gráfico II.6. *Distribución del porcentaje de ATM (izda.) y del número de entidades (dcha.) según la* ratio *de eficiencia (funciones de densidad)*

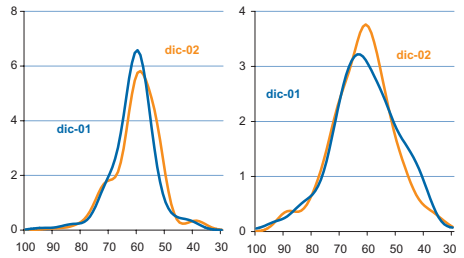
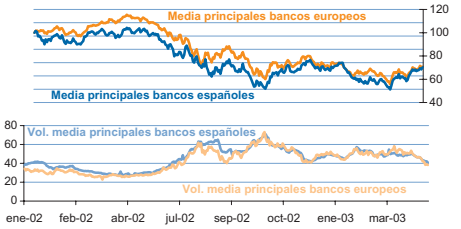


Gráfico II.7. *Evolución de las cotizaciones bursátiles y de la volatilidad implícita de los grandes bancos europeos*



Fuentes: Bloomberg y elaboración propia.
Nota: Las cotizaciones bursátiles, previo al cálculo de la media, están en base 100, siendo el 2 de enero de 2002 la referencia.

to de las *ratios* de morosidad de los bancos europeos y, por tanto, de las dotaciones a insolvencias, que afectaron negativamente a los *resultados* de las entidades. De hecho, los grandes bancos europeos, con la excepción de los británicos, sufrieron caídas de resultados (7).

Las dificultades que atraviesan numerosos sectores económicos europeos (telecomunicaciones, nuevas tecnologías y seguros), unido a la incertidumbre existente sobre una pronta y sostenida recuperación del crecimiento económico, han continuado presionando a la baja a la bolsas europeas. Consecuentemente, el negocio asociado a la prestación de servicios de valores, gestión de activos, asesoramiento a empresas en fusiones y adquisiciones y salidas a bolsa se ha resentido considerablemente. Adicionalmente, la disminución de tipos de interés, asociada a la débil coyuntura económica, presiona a la baja los márgenes de las entidades.

La anterior conjunción de elementos explica la evolución relativa de los *índices bursátiles* del sector bancario. Así, desde enero de 2002, el índice europeo DJ Stoxx Bancos registra una caída acumulada del 26,9 %, algo superior a la experimentada por el Índice Financiero de la Bolsa de Madrid (23,9 %).

Las diferencias en la posición cíclica de las economías europeas, los distintos tipos de negocio desarrollados (tanto por segmentos de clientela como en el ámbito geográfico), junto con el perfil de riesgo elegido por las entidades, se traducen en una elevada dispersión de la evolución bursátil de los grandes bancos, así como de su *volatilidad implícita* (una medida del riesgo percibido por el mercado). Las entidades españolas no se sitúan lejos de la media europea (gráfico II.7), a pesar de su importante presencia en Latinoamérica y de las dificultades, ya comentadas en el capítulo I, que ha atravesado la región en 2002.

Las *betas* de los principales bancos españoles (8) han aumentado en 2002 respecto a 2001. Sin embargo, en términos relativos, las entidades españolas han mejorado, pasando del último al penúltimo cuartil en comparación con los principales bancos europeos.

La diferente especialización de los bancos por segmentos de clientela está, probablemente, relacionada con la *rentabilidad* obtenida por las entidades y con el *riesgo* asumido (9). Una valoración aproximada de este efecto se puede realizar a través de un análisis de correlaciones parciales entre la composición por segmentos de negocio

(7) Así, los grandes bancos españoles (tres entidades) experimentaron una caída ponderada de resultados del 16,7 %, frente al 25,8 % en Francia (dos entidades), 31,8 % en Italia (tres entidades). En el Reino Unido se produjo un aumento del 5,3 % (cuatro bancos).

(8) Obtenidas a partir de la estimación del modelo CAPM *(Capital Asset Pricing Model).*

(9) El recuadro II.1 analiza una medida de rentabilidad ajustada al riesgo que utilizan, con mayor o menor intensidad, las entidades de depósito para su gestión.

de las carteras crediticias y diversas medidas de rentabilidad y riesgo (10).

Aunque algunas de las conclusiones deben tomarse con precaución, dado que se dispone de un número limitado de observaciones, que muchas de las variables de las entidades hacen referencia a 2001 (por no estar disponibles todavía los datos de diciembre de 2002) y por las lógicas limitaciones de un análisis de correlaciones parciales, los resultados son, en general, coherentes (cuadro II.4).

Para las entidades con elevada especialización en el crédito hipotecario, se observa una evolución más favorable de su rentabilidad bursátil en los dos últimos años. De forma similar, aunque la correlación es menor, se observa una relación positiva con el ROE. La mayor rentabilidad está relacionada con unas menores provisiones a insolvencias y una mayor eficiencia. Además de una mayor rentabilidad, el mayor peso de la cartera hipotecaria se ha traducido en una menor volatilidad de la rentabilidad bursátil, en un menor *ratio* de morosidad y en un mayor coeficiente de solvencia. No obstante, una deterioro prolongado de la posición financiera de las familias podría invertir los resultados anteriores.

La mayor especialización en pequeñas y medianas empresas ha supuesto una evolución más desfavorable de la rentabilidad bursátil, en parte debido a las mayores necesidades de dotaciones a insolvencias, aunque una mayor especialización en este segmento de negocio no parece traducirse en un mayor nivel de riesgo, a pesar del menor coeficiente de solvencia.

(10) Un reciente informe de Schroder Salomon Smith Barney *(Equity Research: Europe. Banks,* enero 2003) estima la distribución por segmentos de negocio (hipotecas, créditos personales, financiación a PYMES, a grandes empresas y resto de la cartera, incluida la financiación a AAPP) de la cartera crediticia de 50 bancos europeos, pertenecientes a 15 países.

Cuadro II.4. *Coeficientes de correlación entre segmentos de negocio crediticio y variables de rentabilidad y riesgo. Grandes bancos europeos*

	Hipotecario	Personal	PYMES	G. empresas	Resto
Rentabilidad bursátil	0,41(**)	0,08	-0,31(**)	-0,11	-0,20
ROE	0,28(*)	-0,10	-0,23	-0,07	-0,02
Dotac. insolv / crédito	-0,29(**)	0,25 (*)	0,34(**)	-0,03	-0,08
Ratio de eficiencia	-0,41(**)	-0,11	0,15	0,25(*)	0,20
Volatilidad	-0,26(*)	-0,23	-0,03	0,30(**)	0,20
Ratio de morosidad	-0,50(**)	-0,07	0,19	0,42(**)	-0,01
Coef. recursos propios	0,33(**)	0,23	-0,34(**)	-0,03	-0,15

Fuentes: Elaboración propia, Schroder Salomon Smith Barney y Moody's.
Nota: Todos los coeficientes de correlación se calculan entre cada una de las variables explicativas y el porcentaje que representa sobre la cartera crediticia total un determinado segmento. Tanto la rentabilidad bursátil como la volatilidad se calculan desde inicios de 2001 hasta marzo de 2003. * indica significatividad al 10 % y ** al 5 %.

Para aquellas entidades con mayor presencia en la financiación a grandes empresas, cabe destacar su mayor ineficiencia y su mayor nivel de riesgo, tanto bursátil como en términos de *ratios* de morosidad, en el último año. La mayor volatilidad de las cotizaciones en este caso podría ser el resultado de la incertidumbre generada por la mayor morosidad y también por la mayor exposición, en general, al negocio mayorista (banca de inversión y gestión de activos). Este resultado contrasta con la evolución de finales de la década pasada, cuando este tipo de negocio contribuyó a proporcionar una elevada rentabilidad a las entidades, al calor de una evolución bursátil muy favorable.

Una mayor diversificación de la cartera crediticia contribuye a la disminución del riesgo. Por ello, cabe esperar que la gestión del riesgo de crédito por parte de las entidades tenga muy presente este elemento. Para aquellas entidades con escasa ventaja comparativa en determinados segmentos de negocio que no constituyen el núcleo de su actividad tradicional, el proceso de diversificación debe tener en cuenta el coste que puede suponerles la entrada en segmentos poco conocidos. En estos casos, probablemente los esfuerzos de diversificación deberían centrase en la cartera crediticia tradicional.

CAPÍTULO III
Solvencia

III.1. Situación general de la solvencia

El *coeficiente de solvencia* de las entidades de depósito, medido con la normativa española, ha mantenido prácticamente su nivel con respecto a diciembre de 2001 (11,1 %), si bien se aprecia un ligero descenso (tres décimas) en el calculado siguiendo la normativa del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB), menos exigente. A pesar de ello, este último se sitúa en el 12,6 %, todavía muy por encima del mínimo exigido del 8 % (gráfico III.1).

La mencionada estabilidad en el coeficiente de solvencia total (recursos propios computables sobre activos ponderados por riesgo) oculta la fuerte moderación en el crecimiento de sus dos componentes. Los recursos propios han sufrido una fuerte desaceleración, al pasar su tasa de crecimiento interanual del 14,7 % en 2001 al 2,1 % en 2002. Asimismo, los requerimentos también han crecido a un menor ritmo (de un 9,2 % han pasado a un 2,3 %), en línea con la ralentización del crédito al sector privado y el aumento del peso relativo del que dispone de garantía hipotecaria.

El *coeficiente de solvencia básico* (recursos propios básicos sobre activos ponderados por riesgo) mantiene su tendencia descendente y cae dos décimas, hasta situarse en el 8,5 %, como consecuencia de la ligera disminución de los recursos propios básicos y el aumento —moderado— de los requerimientos. No obstante, el coeficiente es más del doble del nivel mínimo exigido (4 %).

La leve caída (0,1 %) de los *recursos propios* básicos *(tier* 1), que representan el 77 % de los totales, viene producida por la menor contribución de las reservas, resultado del menor importe de las participaciones preferentes y del aumento de las pérdidas en sociedades consolidadas, debido, fundamentalmente, a la depreciación de las monedas latinoamericanas (gráfico III.2). No obstante, las reservas en sociedades consolidadas han contribuido al aumento del *tier* 1.

Los recursos propios de segunda categoría *(tier* 2) prácticamente se han estancado,

Gráfico III.1. *Coeficientes de solvencia de las entidades de depósito (%). Normativa española y de Basilea (BIS)*

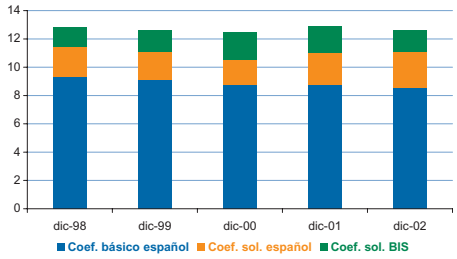


Gráfico III.2. *Contribución a la variación (%) de los recursos propios básicos (izda.) y de segunda categoría (dcha.)*

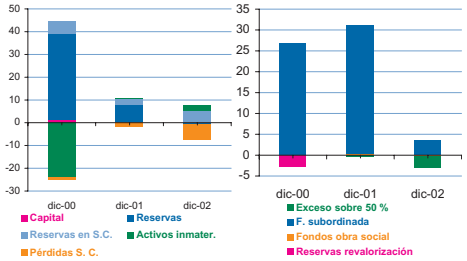


Gráfico III.3. *Contribución a la variación (%) de los requerimientos de capital (izda.) y por riesgo de crédito (dcha.)*

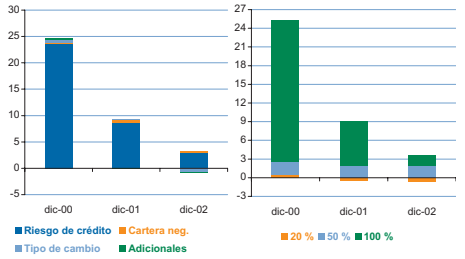
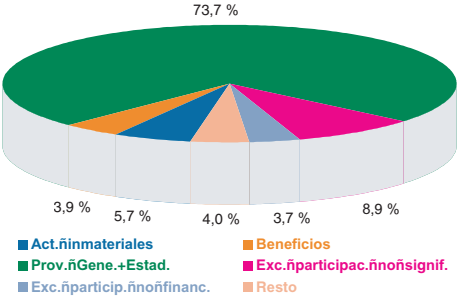


Gráfico III.4. *Diferencias entre recursos propios de Basilea (BIS) y españoles. Diciembre 2002. Entidades de depósito*



tras crecer un 30,8 % en 2001 (gráfico III.2). Dicho comportamiento se explica, esencialmente, por la menor contribución a su crecimiento de la financiación subordinada (que supone más de un 90 % del total). Al mismo tiempo, y en menor medida, la evolución de los recursos propios básicos ha producido también un efecto limitador sobre el *tier* 2, dando lugar a un aumento de las deducciones (1).

Como ya se ha comentado, los *activos ponderados por riesgo* han crecido a tasas más moderadas que en los años anteriores, siguiendo la tendencia iniciada en 2001 (gráfico III.3). La principal razón se encuentra en que los requerimentos por riesgo de crédito (con un peso del 95 % sobre el total) han crecido menos, como consecuencia de la menor contribución de aquellos activos que ponderan al 100 %. No obstante, la evolución más expansiva de los créditos con garantía hipotecaria, ya analizada en el capítulo I, explica que más de la mitad del aumento de los requerimientos se deba a los que ponderan al 50 %.

En el anterior IEF (recuadro III.1) se mostraban las principales diferencias entre la definición de recursos propios de la normativa española y la del CSBB. En diciembre de 2002, la mayor parte de la diferencia se explica por la no consideración en el *tier* 2 español del fondo de insolvencias genérico y estadístico (gráfico III.4). Estas diferencias hacen que los recursos propios con la definición del CSBB sean un 14 % superiores a los de la normativa española.

En cuanto a la calidad de los recursos propios, las participaciones preferentes (16 % de los recursos propios totales) se han visto reducidas un 4,7 %, mientras que la financiación subordinada (25 % del total) sigue creciendo, aunque a menor ritmo (3,7 %).

Al analizar la solvencia de las entidades de depósito españolas, conviene no olvidar el *fondo estadístico* que están acumulando desde julio de 2000 y que pretende cubrir las pérdidas esperadas o latentes en la cartera de créditos. En términos del crédito al sector privado, dicho fondo ha ido aumentando su peso relativo (gráfico III.5), aunque a tasas cada vez menores, debido al progresivo aumento de las dotaciones específicas analizado en el capítulo II (gráfico II.4).

En diciembre de 2002, el fondo estadístico se situaba en torno a los 4.500 millones de euros, algo más del 0,5 % de la cartera de crédito al sector privado. Independientemente de su consideración o no como recursos propios, es evidente que este fondo refuerza la estabilidad del sistema financiero español mediante la cobertura anticipada de las pérdidas futuras por riesgo de crédito que puedan aparecer y que, sin estar identificadas, se encuentran latentes en la cartera crediticia.

(1) El *tier* 2 no puede superar el 50 % del *tier* 1. El exceso sobre dicho límite no computa como *tier* 2. Dado un volumen de *tier* 2, una disminución del *tier* 1 puede traducirse en la no computabilidad de una parte del *tier* 2. Obviamente, aquellas entidades cercanas al límite no tienen incentivos para emitir financiación subordinada adicional.

Recuadro III.1

Disciplina del mercado en las entidades financieras

La regulación internacional sobre los recursos propios de las entidades financieras actualmente en discusión incluye, entre sus principales líneas de actuación, el fomento de la transparencia informativa de las entidades de crédito como paso previo para una mayor implicación de los mercados en la disciplina de estas entidades (1). La regulación de las entidades de crédito se basa en la hipótesis de que el mercado falla a la hora de proporcionar los incentivos adecuados a los agentes (accionistas y acreedores) que han de velar por el buen hacer de dichas entidades. El interés lógico por implicar a los mercados en la disciplina de los intermediarios financieros debe ir acompañado del análisis sobre el origen de los fallos del mercado y sobre las circunstancias concretas que permiten augurar una mayor eficacia en el futuro que en el pasado de los mecanismos de control basados en el mercado. Se trata, entre otras cuestiones, de comprender mejor el carácter complementario o sustitutivo de la regulación frente a la disciplina del mercado, dentro de un convencimiento bastante generalizado sobre las peculiaridades que presenta el gobierno de la empresa bancaria, en comparación con los problemas de control sobre las decisiones de las empresas en otros sectores de la economía.

En las economías de mercado, el comportamiento de las empresas se explica en gran parte por las preferencias e incentivos de los accionistas que, a cambio de aportar capital y ser beneficiarios residuales, reciben los derechos para decidir sobre las principales variables de gestión. Cuando las circunstancias obligan a delegar una parte importante de esos derechos de decisión en equipos directivos profesionales, el comportamiento de las empresas se explica a partir de los posibles *conflictos de interés* entre *accionistas* y *directivos* y las posibilidades efectivas de aquellos para influir en la conducta de quienes controlan el uso de los activos de la empresa. En el segundo escalón por abajo en la prioridad para recuperar los fondos aportados, están los *acreedores* financieros que han suscrito contratos de deuda. Las leyes concursales tienen como uno de sus objetivos proporcionar instrumentos de protección para los acreedores cuando la empresa no cumple los contratos de deuda. Dichos acreedores se protegerán contractualmente (garantías, plazos, tipos de interés…) para evitar que los accionistas abusen en beneficio propio del poder de decisión que les confiere la propiedad formal de la empresa y se convierten así en importantes actores en el control de la actividad de las empresas.

Las *entidades de depósito* reciben el encargo social de actuar como «supervisores delegados» para que controlen el buen uso de los fondos que les entregan a ellas los ahorradores. La teoría de la empresa bancaria ha demostrado que los incentivos de los bancos para actuar eficientemente como supervisores delegados hace recomendable que el contrato por el que se vinculan los ahorradores con los bancos sea, a su vez, un contrato de deuda, como el contrato de depósitos. La empresa bancaria emerge como una empresa altamente endeudada, mucho más que cualquier empresa en otros sectores de la economía. El posible conflicto de intereses entre accionistas y acreedores adquiere una especial relevancia en empresas con un apalancamiento tan elevado, pues los accionistas reciben todas las ganancias de los resultados favorables y tienen limitadas las pérdidas en el caso de resultados desfavorables, derivados de las inversiones arriesgadas que realizan. Los accionistas extraen riqueza de los acreedores asumiendo riesgos excesivos en relación con los que se asumirían bajo el objetivo de hacer máxima la riqueza conjunta de acreedores y accionistas. Cuando los accionistas delegan en los administradores profesionales la dirección de la empresa bancaria, la valoración del riesgo *ex ante* de expropiación de los acreedores/depositantes obliga a tener en cuenta los incentivos y la capacidad de decisión de estos profesionales. Las cajas de ahorros, donde los derechos residuales de decisión se comparten entre varios colectivos (trabajadores, depositantes, representantes de las AAPP y entidades fundadoras), dan lugar a otra problemática singular.

La disciplina del mercado como parte del gobierno de cualquier empresa hace necesario prestar atención, entre otros factores, a las ventajas e inconvenientes para la eficiencia económica de una *estructura accionarial* dispersa o concentrada. La dispersión de la propiedad entre pequeños accionistas, que compran y venden acciones en el mercado sin ningún compromiso con la organización, fomenta la liquidez del mercado de capitales y facilita la asignación de riesgos, lo cual reduce el coste del capital de la empresa. A cambio, los pequeños accionistas no se implican en el control directo de la gestión de la empresa y, por tanto, los directivos tienen un gran margen de discrecionalidad, dentro de los límites que les marca la amenaza de una operación de control externo y la competencia en el mercado de productos. Por esta razón, los mecanismos de control externo son tan importantes en estos casos y es preciso tomar las iniciativas necesarias para que actúen con efectividad; por ejemplo, fomentando la transparencia. Los grandes accionistas tienen incentivos para controlar a los directivos e incluso pueden llegar a ser ellos mismos quienes dirijan la empresa. Su atrincheramiento en las posiciones de control y las oportunidades para que extraigan rentas privadas excesivas, en detrimento de los accionistas minoritarios y flotantes, son los posibles inconvenientes.

(1) En particular, a través del el Pilar 3 del Nuevo Acuerdo de Capital que está desarrollando el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

Recuadro III.1 (continuación)

En la empresa bancaria concurren factores similares, a tener en cuenta cuando se trata de valorar las ventajas e inconvenientes de una determinada estructura de propiedad accionarial y de la viabilidad de los mecanismos de control externo. El gráfico A muestra que existen diferencias importantes en la concentración del capital en los bancos españoles. Al igual que ocurre en otros países, cuanto mayor es el tamaño de la entidad, menor es la concentración del capital en los tramos de mayor importe. Además, la estructura accionarial es más dispersa que la que se observa en empresas de otros sectores de la economía.

La presencia de no residentes (mayoritariamente, inversores institucionales u otras entidades bancarias con las que existen cruces de participaciones) en el capital de los bancos españoles supera en algunas entidades el 50 %, mientras que en otras, normalmente de inferior tamaño, es un porcentaje muy reducido (gráfico A). Estos inversores institucionales con participaciones individuales, en promedio cercanas al 1 %, tienen incentivos y capacidad para ejercer una mayor vigilancia de los gestores bancarios.

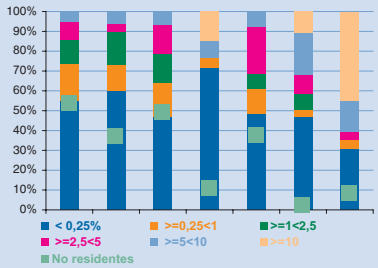
Por otro lado, existen diferencias sustanciales entre entidades en cuanto al porcentaje de acciones propiedad de los miembros integrantes del consejo de administración (gráfico B). No obstante, lo relevante en este caso sería disponer de información sobre el porcentaje del capital *representado* por dicho consejo.

La eliminación de los mecanismos de blindaje de los administradores debe aumentar las oportunidades de actuación de los mecanismos de control externo, mientras que la competencia y la rivalidad a la que se encuentran sometidas las entidades de crédito españolas son probablemente el estímulo más importante para actuar con eficiencia. La misma competencia estimula en la misma dirección a las cajas de ahorros, que, como es sabido, son impermeables a los mecanismos de control a través de compras externas.

La singularidad de la empresa bancaria arranca de la importancia de la financiación contratada a través de deuda (depósitos), repartida en general entre muchos y pequeños acreedores. Los escasos incentivos individuales para implicarse en el control activo de la gestión de los bancos por parte de estos acreedores (debido al conocido problema de polizón) debe confrontarse con los riesgos de expropiación que soportan. Los riesgos de «pánicos bancarios» *(runs)* como resultado de la función de proveer liquidez a la economía que tienen los bancos ha aconsejado introducir seguros de depósitos para dar confianza a los pequeños ahorradores que suscriben los depósitos bancarios. Dichos seguros estimulan aún más la pasividad de los depositantes y aumentan los incentivos a asumir riesgos excesivos por parte de los accionistas/directivos.

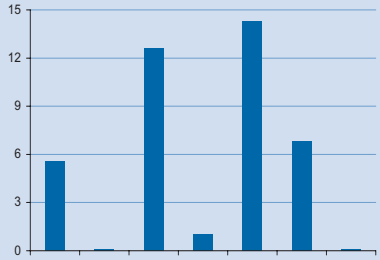
Uno de los retos de la disciplina del mercado para las entidades de crédito es implicar en el control a los acreedores, pues en principio son los más afectados por la inclinación a asumir riesgos excesivos cuando el banco se preocupa solo por la riqueza de los accionistas. Para ello será necesario avanzar en la transparencia informativa que reduce los costes de obtener información en la que basar el control, pero será preciso, además, asegurarse de que existen los incentivos adecuados, de manera que los beneficios privados para los acreedores que se implican en el control sean positivos. Para que la condición se cumpla, los acreedores tendrán que ser significativos y poseer una cierta capacitación profesional para el ejercicio de la vigilancia. La suscripción de deuda subordinada puede ser un camino para conseguir estos objetivos y la valoración de la misma por parte de los organismos reguladores, nacionales e internacionales, deberá tomar en consideración, entre otros aspectos, las oportunidades que ofrece este instrumento de financiación para implicar a los acreedores significativos en el control de las entidades de crédito. La experiencia española indica que, hasta la fecha, la deuda subordinada emitida por las entidades de depósito no aprovecha del todo las oportunidades que ofrece este instrumento financiero para involucrar a los acreedores en el control, pues una parte significativa de esta deuda, así como de las participaciones preferentes, se coloca en los mercados minoristas (2).

Gráfico A. *Distribución del capital por tramos de concentración de la propiedad y participación de los no residentes. Grandes grupos bancarios (%)*



Nota: Los no residentes solo incluyen aquellos cuyo porcentaje de capital supera el 0,25 %. Se trata, por tanto, de una cota mínima.

Gráfico B. *Acciones propiedad del consejo de administración (datos de marzo 2003). Grandes grupos bancarios (%)*



Fuente: CNMV.

(2) Esta cuestión se analizó con detalle en el capítulo III del anterior IEF.

Gráfico III.5. *Fondo de insolvencias estadístico. Millones de euros y % sobre el crédito al sector privado. Entidades de depósito*

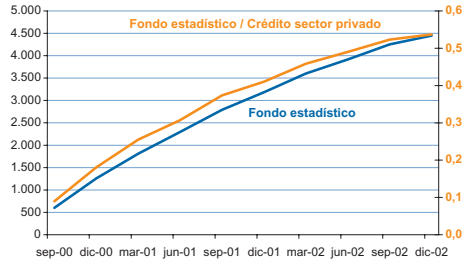
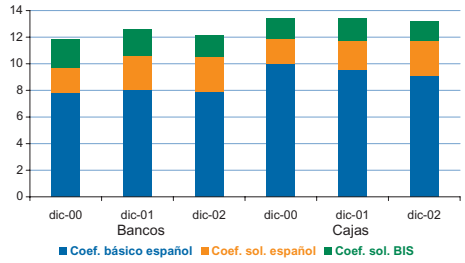


Gráfico III.6. *Coeficientes de solvencia (%). Normativa española y de Basilea. Bancos y cajas*



III.2. Análisis por entidades

El exceso de recursos propios en los bancos sobre el mínimo regulatorio (31 %) se mantiene prácticamente inalterado tras descender una décima el coeficiente de solvencia español y situarse en 10,5 %. Por su parte, las cajas presentan una mayor estabilidad en su *ratio* de solvencia (11,7 %), con un exceso del 47 %; mientras que el coeficiente básico mantiene su tendencia y desciende casi cinco décimas, situándose en el 9,1 %, algo más cercano al de los bancos (7,9 %). Respecto a la normativa de Basilea, para ambos tipos de entidades ha tenido lugar una reducción en dicho exceso, aunque en ambos casos el coeficiente es todavía superior al 12 % (gráfico III.6).

En el caso de los *bancos,* se ha producido un descenso de los recursos propios totales, así como de los requerimientos, rompiendo una tendencia creciente en ambos, largo tiempo mantenida. Dentro de los recursos propios totales, tanto los básicos como los de segunda categoría han disminuido (7,1 % y 10 %, respectivamente). Los primeros, debido al fuerte aumento de las pérdidas en sociedades consolidadas y a la disminución de las reservas, por los motivos ya comentados (gráfico III.7). Los segundos, como resultado de la disminución de la financiación subordinada (gráfico III.8) e, indirectamente, por la caída de los recursos propios básicos.

El menor crecimiento del crédito en el negocio en España y la caída sustancial en el extranjero («efecto tipo de cambio»), explican la disminución de requerimientos por riesgo de crédito en los bancos (gráfico III.9). No obstante, el crédito con garantía hipotecaria ha seguido aumentando a nivel consolidado, lo que explica la contribución positiva del tramo con ponderación del 50 %.

En las *cajas,* continúan aumentando el *tier* 1 y el *tier* 2 (8,1 % y 20,2 %, respectivamente), pero a tasas inferiores a las de 2001. La evolución de los recursos propios básicos viene originada, esencialmente, por la menor contribución de las reservas (gráfico III.7); mientras que para los de segunda categoría es debida al menor crecimiento de la financiación subordinada (gráfico III.8).

Los activos ponderados por riesgo continúan creciendo a tasas elevadas (13,8 % en diciembre de 2002), tanto los que ponderan al 100 % como aquellos con garantía hipotecaria (gráfico III.9). La concentración de la actividad crediticia en España y la expansión del negocio crediticio en 2002 lo explican.

La evolución de las participaciones preferentes y de la financiación subordinada presenta diferencias entre bancos y cajas. Los bancos han reducido el saldo vivo tanto de participaciones preferentes (por amortización y por «efecto tipo de cambio» de la depreciación del dólar frente al euro, dado que parte de ellas están emitidas en esta moneda) como de financiación subordinada. No obstante, cerca de la mitad de

Gráfico III.7. *Contribución a la variación (%) de los recursos propios básicos. Bancos y cajas*

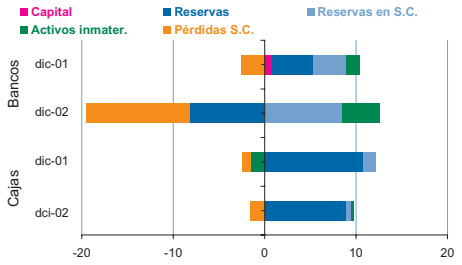
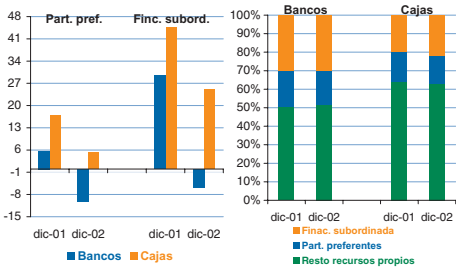


Gráfico III.8. *Variación (%) de las participaciones preferentes y la financiación subordinada (izda.) y peso en los recursos propios totales (dcha.)*



los recursos propios totales está constituida por estos instrumentos híbridos de capital (gráfico III.8). Por su parte, las cajas han continuado su crecimiento en ambos tipos de valores, aunque ahora a tasas menores. A pesar de este crecimiento, el peso relativo de ambos elementos es el 37 % del total.

La distribución del coeficiente de solvencia por entidades muestra una mayor concentración en el tramo por debajo del 10 % (cuadro III.1). En 2001, las entidades con un coeficiente de solvencia inferior al 10 % no representaban más del 10 % de los ATM, mientras que en 2002 suponen el 33 %.

Grandes riesgos

Una exposición muy elevada con un solo acreditado puede llegar a poner en peligro la estabilidad de una entidad en caso de dificultades del cliente. Una adecuada política crediticia debe considerar muy cuidadosamente la cuestión de los grandes riesgos, incluso si, como suele ser habitual, esta concentración de apoyos financieros (créditos, avales, renta fija, renta variable y determinados derivados financieros) se lleva a cabo con acreditados de alta calidad crediticia, con una probabilidad de incumplimiento muy baja.

El regulador presta una especial atención a los grandes riesgos, debido al potencial impacto sobre la solvencia de las entidades. Así, se define un gran riesgo, como el contraído frente a una misma persona o grupo económico, cuando su importe supere el 10 % de los recursos propios del grupo. Se establece que el límite máximo que puede alcanzar un gran riesgo, tras deducciones, es el 25 % de los recursos propios computables (20 % si hay relación de control). Además, existe una limitación global al conjunto de grandes riesgos que puede asumir una entidad: los importes así catalogados no pueden exceder en ocho veces los recursos propios totales del grupo en cuestión.

El número de grandes riesgos sujetos a límite global de las entidades de depósito españolas se ha reducido cerca de un 8 % a lo largo de 2002. En particular, esta reducción ha sido de más del 20 % en los grandes riesgos que suponen más del 15 % de los recursos propios de las entidades. El gráfico III.10 muestra cómo una parte sustancial de los grandes riesgos se concentra en los tramos de menor peso relativo sobre los recursos propios. En términos del crédito al sector privado más la cartera de renta variable, en diciembre de 2002 los grandes riesgos representaban el 9 %, frente al 9,6 % en 2001. Esta disminución puede deberse, entre otros factores, a la compra de protección de las entidades a través de derivados de crédito.

A pesar de la disminución del número y de la importancia relativa de los grandes riesgos, las entidades deben continuar realizando un seguimiento detallado de la calidad de las contrapartes por el impacto que pueden tener estas operaciones en los recursos propios de la entidad.

Gráfico III.9. *Contribución a la variación (%) de los requerimientos por riesgo de crédito. Bancos y cajas*

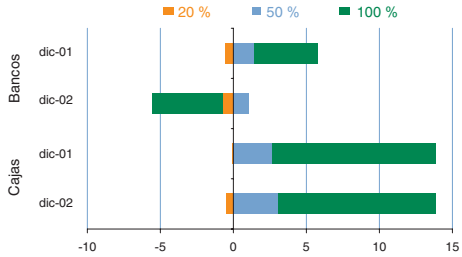
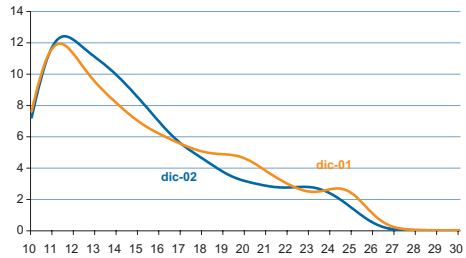


Gráfico III.10. *Función de densidad del número de grandes riesgos según el cociente entre su importe y los recursos propios (%). Entidades de depósito*



Nota: El *pay-out* se calcula como el cociente entre el dividendo o la dotación a la OBS y el resultado después de impuestos.

Dividendos

El resultado neto que obtienen las entidades puede destinarse a remunerar a los accionistas [o a aumentar los recursos de la obra benéfico-social (OBS) de las cajas] o a reforzar los recursos propios de la entidad. El pago de dividendos en los bancos tiene carácter discrecional. Sin embargo, la dotación a la OBS está regulada, debido a la naturaleza de las cajas, que no pueden realizar ampliaciones de capital. El tratamiento fiscal que reciben los dividendos y la dotación a la OBS es otro elemento diferencial: el pago de dividendos no es fiscalmente deducible para la entidad, mientras que la financiación de la OBS sí.

Estas diferencias de naturaleza y legales se traducen en una *ratio* de dividendos sobre resultados después de impuestos *(pay-out)* sustancialmente diferente en ambos grupos de entidades (gráfico III.11). Como cabría esperar, el *pay-out* es muy inferior en las cajas de ahorros, por su dependencia de los beneficios retenidos para expandir el negocio, por la regulación de la dotación a la OBS y por el efecto fiscal (2).

Cuadro III.1. *Distribución del coeficiente de solvencia por tramos (%). Total entidades de depósito*

TRAMOS COEF. SOLVENCIA	% ATM	N.º ENTIDADES
<8	0,0	0
8-9	1,6	8
9-10	31,5	34
10-12	48,3	45
12-15	16,2	35
>15	2,5	55

Destaca la estabilidad a lo largo del tiempo de la *ratio* en cajas, frente al crecimiento tendencial en bancos. Si se excluyen los bancos de mayor tamaño (los cuatro incluidos en el índice Ibex-35), el *pay-out* es mucho más estable a lo largo del tiempo, aunque claramente superior al de las cajas (oscila en torno al 50 % en los últimos años).

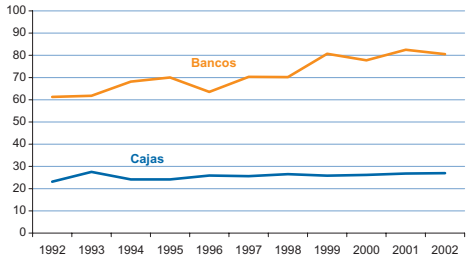
Para los cuatro bancos mencionados, con importantes grupos consolidados, suele calcularse el *pay-out* en términos del resultado neto atribuido al grupo. En este caso se observa (gráfico III.12) que en 2002 se produjo un significativo aumento del *pay-out*. Al mismo tiempo, en 2002 hubo un cambio de signo en la variación del resultado atribuido al grupo (3).

Aunque existen diferentes hipótesis a nivel teórico, con mayor o menor refrendo empírico, del efecto señalizador de los dividendos, no cabe duda de que, desde un punto de vista prudencial, la política de dividendos debe tener muy presente el nivel de recursos propios de la entidad, su calidad y las incer-

(2) El efecto fiscal se traduce en un menor *pay-out* en las cajas, aunque el importe absoluto del beneficio antes de impuestos y del beneficio distribuido sea el mismo que el de los bancos.

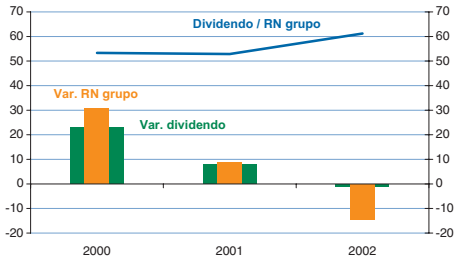
(3) Buena parte de esta evolución se debe a las dos entidades de mayor tamaño.

Gráfico III.11. Pay-out *de bancos y cajas de ahorros. Datos de entidades individuales*



Nota: Los no residentes solo incluyen aquellos cuyo porcentaje de capital supera el 0,25 %. Se trata, por tanto, de una cota mínima.

Gráfico III.12. Pay-out *de los bancos incluidos en el Ibex-35*



Nota: El *pay-out* se calcula como el cociente entre el dividendo y el resultado después de impuestos atribuido al grupo.

tidumbres que pueden pesar sobre ellos en el futuro (4). Un aumento significativo del *pay-out* en un año de caída del resultado y en un contexto de elevada incertidumbre sobre la evolución económica debe ponderarse cuidadosamente, en particular en relación con el exceso de recursos propios mantenido y con su evolución prevista en el futuro.

Aunque el peso relativo de los dividendos sobre el conjunto de los recursos propios de las entidades suele ser reducido, su importancia aumenta sustancialmente en relación con el flujo de recursos propios, dado el elevado nivel de *pay-out*. La disminución de recursos propios que en términos absolutos han experimentado algunas entidades en 2002 es otro elemento adicional a tener en cuenta a la hora de decidir sobre el beneficio a distribuir a los accionistas.

El aumento en el *pay-out* del año 2002 podría obedecer al interés de los bancos por mantener una cierta estabilidad en el dividendo pagado por acción. La estabilidad en el dividendo por acción puede ser parte de la política financiera de las entidades, pues con ello reducen la variabilidad de las rentas líquidas percibidas por sus accionistas. Sin embargo, una política de reparto de dividendos que intente estabilizar el dividendo por acción desincentiva el papel de los accionistas como colectivo de inversores que comparte y asume los riesgos económicos y financieros de las entidades de depósito.

El perfil de riesgo de las entidades de depósito depende no solo del flujo de beneficios que sean capaces de generar o del nivel de solvencia alcanzado. Cada vez resulta más importante una adecuada gestión del riesgo, unos buenos sistemas de control interno y unos mecanismos de *gobierno de las empresas (corporate governance)* que sean capaces de disciplinar a las entidades, tanto interna como externamente. El recuadro III.1 analiza este último aspecto con detalle.

(4) Esta cuestión se analiza también en la *Memoria de la Supervisión Bancaria en España en 2002.*

El marco general de la validación de procedimientos internos en Basilea II: el enfoque IRB

Fernando Vargas (*)

Una de las principales novedades del pilar 1 de Basilea II es que establece un nuevo enfoque para el cálculo de los requerimientos de capital regulatorio, permitiendo que las entidades utilicen metodologías internas de medición de riesgos. Para poder acceder a estas metodologías, las entidades deberán cumplir unos requisitos y obtener el visto bueno del supervisor, que tendrá que evaluar ese cumplimiento. Este artículo describe esos requisitos en el caso del enfoque IRB de medición del riesgo de crédito, comenta las dificultades que pueden existir para cumplirlos y mantiene que este enfoque no es necesariamente adecuado para todas las entidades.

Además, discute algunos problemas, que surgen de la utilización de metodologías internas, y las soluciones en curso. El principal problema es que la evaluación del cumplimiento de los requisitos por parte de los supervisores de distintos países puede dar lugar a tratamientos distintos para entidades semejantes, desnivelando el terreno de juego competitivo. Esto es así porque existen elementos cualitativos en los repetidos requisitos y cierta discrecionalidad en su evaluación por parte del supervisor. Una solución a este problema es la convergencia de las prácticas supervisoras de los distintos países, que permita que, aunque no haya armonización total, se asegure una implantación similar y coherente del Nuevo Acuerdo.

1. INTRODUCCIÓN

En efecto, el Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea es que, para calcular los requerimientos de recursos propios, permite que las entidades midan sus riesgos basándose en procedimientos internos. Esto tiene la finalidad de acercar la forma de calcular el capital regulatorio a la utilizada por las entidades más avanzadas para calcular su capital económico (1) y la de estimular una mejora en la gestión de riesgos de las entidades.

(*) Fernando Vargas es Director del Departamento de Instituciones Financieras de la Dirección General de Regulación del Banco de España.

El autor agradece, en orden alfabético, a Luis González Mosquera, Jesús Ibáñez y Cristina Iglesias-Sarria los comentarios muy útiles que han hecho a una versión previa de este artículo, contribuyendo a mejorarlo sustancialmente.

(1) En este contexto, se entenderá por capital económico el calculado por la entidad para sus fines internos y, en principio, sería el que tendría en ausencia de regulación. Asimismo, la expresión capital regulatorio se usa como sinónimo de los recursos propios mínimos exigidos.

Este enfoque, loable desde el punto de vista de sus objetivos, no está exento de dificultades, tanto para la entidad como para el supervisor. Estas dificultades están relacionadas con la necesidad de asegurar que las entidades cumplen determinados requisitos antes de poder emplear sus procedimientos internos, y con la necesidad de asegurar el cumplimiento de los mismos mediante una revisión supervisora relativamente similar entre países.

Utilizando el ejemplo del riesgo de crédito, este artículo describe esos requisitos y señala los desafíos que supone un acuerdo que se basa, en buena medida, en una evaluación (2), por parte del supervisor, del cumplimiento de unos requisitos complejos, que contienen importantes elementos cualitativos, y dejan bastante discrecionalidad en manos de la autoridad que otorga la autorización para su uso.

En el caso del riesgo de crédito, el procedimiento interno ofrecido por el Acuerdo se denomina *ratings* internos, o enfoque IRB *(internal ratings based approach,* en inglés).

La utilización de esta metodología IRB tiene claras ventajas y algunos inconvenientes para las entidades. Se pueden señalar, al menos, tres ventajas relevantes. La primera, y probablemente la más importante, es que las entidades que accedan al enfoque IRB podrán, en general, utilizar un procedimiento para la gestión interna de sus riesgos que, además, les sirve para el cálculo del capital mínimo exigido. Esta es, en definitiva, otra forma de ver uno de los objetivos del Nuevo Acuerdo: acercar la forma de cálculo de los recursos propios exigidos a la forma en que las entidades gestionan sus riesgos y calculan su capital; y las entidades son, en definitiva, las primeras interesadas en mejorar la gestión de sus riesgos.

La segunda ventaja es que el uso de las metodologías avanzadas para medir los riesgos en el Acuerdo, en principio, supondrá menores requerimientos de capital. La tercera es que, en la medida en que la utilización del enfoque IRB implica la existencia de unos sistemas de gestión de riesgos internos relativamente sofisticados, el mercado puede, dependiendo de la situación de cada entidad, valorar positivamente que esta utilice dicho método.

No obstante, no todas las entidades aplicarán el enfoque IRB: algunas no estarán preparadas para su adopción y otras no lo necesitarán, pudiendo operar perfectamente utilizando el método estándar de medición del riesgo de crédito. Esto último es así, entre otras cosas, porque la utilización del enfoque IRB también tiene inconvenientes, el mayor de los cuales es el coste que supone en términos de medios técnicos, que puede no justificar su adopción, por lo que las entidades deberán hacer un

(2) El Acuerdo otorga al supervisor la responsabilidad de revisar y validar estos procedimientos internos de las entidades. Es difícil encontrar una terminología adecuada para describir este papel del supervisor, dado que la entidad también tiene que validar sus propios procesos, como se verá más adelante. En este artículo se denomina «validar» a lo que hace la entidad, y «evaluar», a lo que hace el supervisor.

análisis coste/beneficio. Por lo tanto, puede esperarse que un importante número de entidades adopte, al menos inicialmente, un enfoque estándar para la medición de riesgo de crédito, mientras que otras posiblemente lo mantendrán incluso a largo plazo.

Otro factor que cabe tener en cuenta es la dificultad para cumplir los requisitos exigidos por el regulador para aceptar que una entidad pueda utilizar un enfoque interno de esta naturaleza. En efecto, para que las entidades puedan acceder al enfoque IRB tienen que cumplir un conjunto de requisitos cuantitativos, y ya se está trabajando en la validación (por la propia entidad) y evaluación (por el supervisor) de los mismos; y también tienen que cumplir un conjunto de requisitos cualitativos.

En una reciente presentación, William McDonough, anterior presidente del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, señalaba que el enfoque IRB es uno de los aspectos más innovadores del Nuevo Acuerdo de Capital, pero que «no es suficiente tener un sistema de *ratings* internos bien diseñado: además, debe integrarse totalmente en el proceso diario de gestión de riesgos» (3).

El análisis de estos requisitos —especialmente, de los más cualitativos— permite plantear, entre otras, dos cuestiones generales que se analizan en este artículo. La primera, implícita en la discusión de los mismos, se refiere a las dificultades que tendrán las entidades para cumplir los requisitos para poder acceder a la metodología IRB. La segunda, que se discute en una sección específica, se centra en la cuestión de una potencial implantación distinta de los procedimientos de evaluación del supervisor, que puede llevar a una aplicación distinta del Acuerdo en diferentes países. Junto con esto último, se presentan las soluciones en las que se está trabajando, referidas básicamente a la convergencia de las prácticas supervisoras.

La organización del artículo es la siguiente. La primera sección repasa, una vez más, a la vista de la literatura reciente, las principales características del Nuevo Acuerdo, de forma breve y centrada en el enfoque IRB, y discute el nuevo enfoque regulatorio de la aceptación parcial de procesos internos de la banca para el cálculo de sus recursos propios. Las secciones segunda y tercera se ocupan de repasar los requisitos cuantitativos y cualitativos del enfoque IRB, respectivamente. Finalmente, la cuarta sección analiza el papel del supervisor, la relación entre la evaluación del enfoque IRB y la revisión supervisora, el problema de la potencial implantación desigual de los procedimientos de evaluación, las soluciones a este problema y la experiencia española con la evaluación de los modelos para la provisión estadística. El artículo se cierra con unas breves conclusiones.

(3) Remarks by Mr. William J. McDonough, President and Chief Executive Officer of the Federal Reserve Bank of New York, before the Global Association of Risk Professionals, New York, 11 February 2003.

2. EL NUEVO ACUERDO DE CAPITAL DE BASILEA Y LA METODOLOGÍA I.R.B. PARA LA MEDICIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO

2.1. El Nuevo Acuerdo

Agotado el modelo establecido por el coeficiente de solvencia del Acuerdo de 1988, diez años después de su entrada en vigor, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea se propuso cambiarlo. Esta iniciativa dio lugar a la propuesta actual de Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea, comúnmente conocido como Basilea II.

Probablemente, el aspecto más novedoso de este Nuevo Acuerdo es que se basa en tres pilares interrelacionados entre sí, en particular los dos primeros: los requerimientos mínimos de recursos propios y la revisión supervisora. A su vez, dentro del primer pilar la novedad más importante es que la medición de los riesgos se basa, al menos parcialmente, en procedimientos internos de las entidades.

Es cierto que en 1996 se introdujo una modificación al Acuerdo de 1988, para el tratamiento del riesgo de mercado, en la que una de las opciones abiertas a las entidades era el uso de modelos internos de valor en riesgo (los llamados modelos VAR). No obstante, el Nuevo Acuerdo extiende este enfoque por primera vez a riesgos cuantitativamente más importantes (el de crédito y el operativo) que el de mercado. Además, lo extiende utilizando modelos de medición que no surgen exactamente de una larga experiencia de la banca, y que son más complejos y requieren datos más difíciles de producir que los modelos VAR.

Estas dos cuestiones recién mencionadas, el nuevo enfoque del supervisor y la ausencia de una larga experiencia en el uso de los modelos escogidos, son importantes. A continuación se les dedican unos párrafos.

2.2. El nuevo enfoque de medición de los riesgos a efectos del cálculo de los requerimientos mínimos de recursos propios

Así, el nuevo acuerdo actualiza el método estándar de medición del riesgo de crédito, mantiene el método estándar de medición del riesgo de mercado y, al introducir un requerimiento de capital por riesgo operativo, crea dos métodos estándar de medición del mismo (uno de ellos, muy simple). El Acuerdo ofrece a las entidades unos procedimientos simplificados para medir los tres riesgos que deben cubrir con capital.

Al mismo tiempo, el Acuerdo ofrece una gama de métodos avanzados de medición de esos tres riesgos: el enfoque IRB básico y avanzado para el riesgo de crédito; el método VAR ya existente para el riesgo de mer-

cado, y un método avanzado (AMA, *advanced meassurement approach)* para la medición del riesgo operativo (4).

La existencia de estos nuevos métodos avanzados supone dejar en manos de las propias entidades una serie de variables clave para la medición de esos riesgos y, consecuentemente, para el cálculo de los requisitos de capital resultantes.

El capital es necesario para asegurar la solvencia de las entidades y, con ella, la del sistema. La solvencia se ve básicamente amenazada por la existencia de riesgos en el negocio bancario. El capital, por tanto, debe ser suficiente para cubrir razonable y adecuadamente esos riesgos. A su vez, la imposición de unos requerimientos legales de capital mínimos se justifica, entre otras cosas, porque, en general, las entidades pueden no alcanzar esos mínimos en ausencia de una regulación que, por definición, es coercitiva. Sin embargo, ¿en qué medida pueden cumplirse estos objetivos si el cálculo se deja en manos de las propias entidades?

Este es el dilema del nuevo coeficiente: querer introducir requisitos de capital sensibles al riesgo basado en metodologías de medición de esos riesgos que estén en línea con la práctica de las entidades, pero, al mismo tiempo, asegurar que las entidades tienen un capital mínimo adecuado.

La solución de este dilema es que las metodologías internas, aparte de estar limitadas por el supervisor, están sujetas a un escrutinio y a unos requisitos robustos y exigentes.

Esta no es, sin embargo, la única razón por la cual se imponen unos requisitos numerosos y detallados a los sistemas de medición interna del riesgo. Pueden citarse otras dos: primero, que se entiende que su cumplimiento ayuda a asegurar que las entidades adoptan métodos de gestión de riesgos adecuados, formales, consistentes y robustos, contribuyendo a mejorar los sistemas de gestión de riesgos de la banca; y, segundo, que la existencia de unos requisitos más o menos detallados que deben aplicar todas las entidades contribuye a que entidades de distintos países tengan sistemas más o menos comparables entre sí, cuestión que será objeto de análisis en la cuarta sección de este artículo.

2.3. Regulación, prácticas bancarias y cumplimiento de los requisitos mínimos

Ya hemos visto que los requisitos mínimos que las entidades deben cumplir para acceder a las metodologías internas tienen la finalidad de

(4) Nótese que la existencia de un menú tan amplio de alternativas para la medición de los riesgos de crédito, de mercado y operacional dota de flexibilidad al Acuerdo, pero, a la vez, resta comparabilidad a los resultados de distintas entidades, cuestión que puede mitigarse en alguna medida a través de la transparencia al mercado —tercero de los pilares citados del Nuevo Acuerdo de Basilea—.

asegurar que la entidad está preparada para poder estimar adecuadamente las variables clave (o factores de riesgo) utilizadas en el cálculo del capital regulatorio —asegurando la consecución de un nivel mínimo de solvencia dado— y que incorpora las mejores prácticas de gestión —asegurando una mejora en los sistemas de gestión internos de riesgos y apoyando, así, la solvencia general—.

Parece evidente que, si dichos métodos avanzados internos impuestos por la regulación, y los requisitos exigidos para acceder a los mismos, reflejan efectivamente las prácticas bancarias, entonces habrá un conjunto de bancos que ya están aplicando dichos métodos y cumpliendo estos requisitos.

Sin embargo, cabe preguntarse si las metodologías introducidas en el Acuerdo realmente reflejan en su totalidad una práctica bancaria existente, o si, por el contrario, se han basado en la misma, pero la han desarrollado más allá de lo que las propias entidades han hecho. Dejando de lado el sistema avanzado de medición del riesgo operativo, que está en sus inicios, en el riesgo de crédito probablemente se ha producido algún tipo de evolución paralela de la regulación y las prácticas bancarias.

En el momento en que comienza la revisión del Acuerdo, los bancos estaban en las etapas iniciales de desarrollo de modelos completos de riesgo de crédito, es decir, modelos que podían medir el nivel de riesgo de los clientes/operaciones e incorporar correlaciones entre estos en el momento de agregarlos.

Al mismo tiempo, un grupo especializado de Basilea estaba trabajando en el estudio de estos modelos, y su conclusión fue que su grado de desarrollo no era suficiente como para servir de base para el cálculo del capital regulatorio. Por ello, Basilea decide desarrollar unos métodos de medición de riesgos que pudieran utilizarse para el cálculo del capital regulatorio y que, a su vez, estuvieran en línea con los desarrollos internos de los bancos, debido, especialmente, a que se basan en unas variables que estos deberían calcular en cualquier caso.

Así nacen los métodos IRB, que se pueden entender como una estación intermedia en el camino hacia los modelos completos de riesgos de crédito. Esto es así, básicamente, porque los métodos IRB se basan en variables o factores de riesgo (véase más adelante) y procedimientos que también se emplean en los modelos completos, sin llegar a ser ellos mismos modelos «completos», ya que no tienen en cuenta los efectos de concentración y diversificación.

Este planteamiento de aproximación sucesiva hacia los modelos generalmente utilizados quizá ha significado que el enfoque IRB hoy regulado no responde exactamente a lo que las entidades estaban haciendo, o al modo en que estaban midiendo el riesgo de crédito.

Dado que se establecen métodos que son similares, pero no idénticos, a la práctica bancaria, la banca tendrá mayores dificultades para cumplir los requisitos impuestos, especialmente en lo que se refiere a los datos.

Sin embargo, también se ha producido una sana interacción entre la regulación y el desarrollo interno de estos modelos en los bancos, fruto del intenso diálogo que ha habido entre reguladores y regulados durante toda la elaboración del Nuevo Acuerdo. El hecho de que estos últimos fueran conociendo los desarrollos de Basilea paso a paso, ha permitido que los bancos más avanzados en la incorporación de modelos internos los modificaran adecuadamente, y que aquellos otros que no tenían modelos formales comenzaran su desarrollo siguiendo las pautas que estaba elaborando Basilea (5).

Todo ello ha contribuido enormemente a la toma de conciencia acerca de la necesidad de desarrollar procedimientos más formales, y ha producido mejoras sumamente relevantes en los sistemas internos de los bancos: Basilea ha tenido un efecto beneficioso incluso antes de entrar en vigor. No obstante, estos desarrollos han supuesto —y seguirán suponiendo— importantes inversiones por parte de la banca, incluso en aquellos casos en que tenían algún tipo de modelo formal, y todavía existe una elevada incertidumbre acerca del número de bancos que estarán preparados para acceder a las metodologías más avanzadas a la entrada en vigor del Nuevo Acuerdo.

2.4. Descripción de la metodología I.R.B.

Muy resumidamente, la metodología IRB, sea en su enfoque básico o avanzado, exige que las entidades diseñen un sistema de *rating* que les permita clasificar y ordenar a sus acreditados en función de su grado de riesgo y estimar las variables relevantes para la medición de los riesgos. Por tanto, simplificando, puede decirse que esta metodología consta, básicamente, de dos etapas.

En la primera, las entidades deben tener un proceso que les permita clasificar a sus acreditados en distintos grados de calidad crediticia según su nivel de riesgo. Para realizar esta clasificación, la entidad deberá tener en cuenta un conjunto de características del acreditado, combinando elementos cuantitativos con otros cualitativos. Los acreditados incluidos en un mismo grado deben tener un nivel de riesgo similar.

En la segunda etapa, las entidades deben estimar los factores de riesgo de cada grado según el enfoque que apliquen a partir de series temporales suficientemente largas y robustas.

(5) Debe señalarse, aunque sea en una nota, que la utilización de procedimientos iguales por parte de las entidades tiene el riesgo de que todas reaccionen en el mismo sentido ante factores externos, lo cual puede tener consecuencias sistémicas. El Acuerdo pretende dar una flexibilidad suficiente para que esto no suceda.

El coeficiente de solvencia de Basilea establece que el capital debe cubrir la suma de las pérdidas esperadas (6) e inesperadas (hasta un determinado nivel de confianza). Las pérdidas esperadas dependen de un número amplio de variables, denominadas factores de riesgo. Estos son: la probabilidad de impago (PD, en inglés); la pérdida en caso de impago, o severidad (LGD); el riesgo al que está expuesta la entidad en caso de impago (EAD); el vencimiento de la operación (M), y otras variables, como las correlaciones de activos.

Basilea parte de una relación multiplicativa entre PD, LGD y EAD, es decir, la pérdida esperada es el producto de PD, LGD y EAD, y se ve afectada por el vencimiento (M), por las correlaciones y por otras variables.

En el enfoque básico del IRB, la entidad debe calcular la PD y el supervisor proporciona una LGD, unas reglas para calcular EAD (en especial, para las exposiciones «fuera de balance»), un tratamiento para el plazo, y una curva que relaciona la PD estimada por el banco con el requerimiento de capital que debe aplicarse a cada prestatario por riesgo de crédito. En el enfoque avanzado, la entidad estima, además, LGD, EAD y M.

Esta descripción, necesariamente imprecisa por sucinta, es, no obstante, suficiente para enmarcar y entender los requisitos que deben cumplir las entidades que quieran acceder a la metodología IRB para el cálculo del riesgo de crédito.

3. LOS REQUISITOS CUANTITATIVOS QUE DEBEN CUMPLIR LAS ENTIDADES

Debe advertirse de que el objeto de este artículo no es analizar los requisitos cuantitativos del enfoque IRB, sino presentarlos de modo que el lector tenga una noción de lo que contienen y de las dificultades prácticas a las que se enfrentan las entidades para poder cumplirlos, sin olvidar la enorme tarea que enfrenta al supervisor al tener que pronunciarse acerca de si esos requisitos se cumplen (7).

Esto significa no solo que se resumen con escasos comentarios, sino que, además, se dejan sin relacionar, o son objeto de una simple mención, algunas cuestiones de cierta importancia, caso de la definición de impago, los *pool* de datos en las carteras minoristas, las reglas precisas para el tratamiento de derivados crediticios y las garantías, o los requisitos impuestos a otras carteras distintas de las de empresas y minorista, caso de la cartera de acciones y participaciones.

(6) Debe notarse que las pérdidas esperadas pueden cubrirse también con provisiones.

(7) Debe notarse también que hay una dosis de arbitrariedad en la clasificación entre requisitos cuantitativos y cualitativos, ya que hay zonas grises; por ejemplo, la validación podría clasificarse como elemento cualitativo.

Dicho esto, debe recordarse que los requisitos cuantitativos del enfoque IRB son numerosos, ocupando unas 25 páginas de las reglas emitidas por Basilea en su tercer documento consultivo de 29 de abril de 2003. Generalizando, se pueden dividir en los siguientes apartados:

- Los que se refieren al diseño y funcionamiento del sistema de *rating* interno.

- Los que tratan la cuantificación del riesgo, es decir, la estimación de los factores de riesgos mencionados antes para cada grado.

- Los que se ocupan de la validación del sistema de *ratings* internos y de las estimaciones internas.

Otros dos conjuntos importantes de requisitos, referidos al gobierno corporativo y vigilancia interna y al uso de los *ratings*, son de naturaleza más cualitativa y se verán en el siguiente epígrafe.

En este apartado se repasarán las cuestiones más relevantes de cada agrupación de requisitos, con la sola finalidad de proporcionar una idea global de la naturaleza de los mismos.

3.1. El diseño y funcionamiento del sistema de *ratings*

Los requisitos variarán según la cartera de que se trate —básicamente, de empresas, bancos y soberanos *versus* minorista— y de si la entidad opta por un método IRB básico (FIRB) o avanzado (AIRB).

En la parte del *diseño* del sistema, los requisitos se refieren a:

- Las *dimensiones* o elementos que deben tenerse en cuenta a la hora de construir el sistema de *rating*. Estas dimensiones son dos, separadas en el caso de la cartera de empresas, bancos y soberanos (se denominará simplemente cartera de empresas de ahora en adelante): el riesgo de impago del prestatario y los factores específicos de la operación (el colateral, prelación, tipo de producto); en el caso del AIRB, esta segunda dimensión debe cumplirse mediante la utilización de la LGD. En la cartera minorista, los *ratings* deben orientarse simultáneamente a prestatario y transacción.

- La *estructura* del sistema, que se refiere a que no debe haber una concentración de acreditados en unos pocos grados del sistema de clasificación. Para ello, en la cartera de empresas se exige que el sistema de *ratings* tenga un mínimo de siete grados «normales» y uno impagado, sin que haya una excesiva concentración en nin-

guno de ellos para asegurar que el sistema discrimina adecuadamente la calidad de los prestatarios.

- Los *criterios en los que se basan los ratings*. Se exige que haya unas definiciones claras, robustas y consistentes de los *ratings* establecidos y de los criterios para asignarlos a los prestatarios que se analizan. Se dice explícitamente que las definiciones y criterios deben estar escritos y que, esto es importante, la clasificación a que dan lugar debe ser replicable por terceros. Además, se debe utilizar toda la información disponible relevante actualizada. Entre estos requisitos se encuentra uno muy significativo, y cualitativo, desde el punto de vista del uso de los sistemas de *rating:* se dice literalmente que «los criterios deben ser también consistentes con las prácticas internas de concesión de créditos de las entidades y con sus políticas para el tratamiento de clientes y operaciones problemáticas».

- El *horizonte temporal*. Las PD estimadas serán aquellas a un año. Esto significa que se mide la probabilidad de que el prestatario impague en un período de un año en el futuro, si bien el cálculo de estas PD a un año debe basarse en series temporales suficientemente largas, que cubran, idealmente, al menos un ciclo económico. Nótese que el uso de series temporales largas, junto con los requisitos de pruebas de estrés, hace que las PD sean relativamente estables, reduciendo, por este lado, el efecto cíclico de los requerimientos de capital. No obstante, aunque las PD y, por tanto, los grados en que se clasifican los acreditados sean más o menos estables en el tiempo, puede ocurrir que haya desplazamientos de los acreditados entre grados («migraciones»), debido a que varía su *rating* interno. Para minimizar esto, se exige que los *ratings* tengan un horizonte futuro mayor, incluso teniendo en cuenta escenarios adversos.

- El *uso de modelos*. La utilización de modelos estadísticos y, en general, de modelos puramente mecánicos para asignar prestatarios a grados, y calcular PDs y LGDs o EADs, está sujeta a determinadas limitaciones. Estos modelos cuantitativos solo utilizan una parte de la información disponible y dan lugar a errores. Por ello, se admiten como un componente —incluso como el principal componente— de la asignación de grados y cálculo de las variables relevantes, pero no como el único componente, ya que el juicio humano, cualitativo, y la vigilancia del modelo son esenciales para asegurar que se utiliza toda la información disponible y que el modelo funciona adecuadamente.

- La *documentación sobre el diseño del sistema de rating*. El banco debe tener documentado el diseño de su sistema de *rating*, incluyendo el cumplimiento de los requisitos mínimos, las definiciones utilizadas, en especial la de impago, y, si utiliza modelos estadísticos, debe documentar su metodología.

En cuanto al *funcionamiento* del sistema de *rating*, los requisitos son los siguientes:

- La *cobertura* de los *rating* debe ser completa; es decir, todos los clientes con los que el banco tenga riesgos directos o indirectos (garantías) deben tener asignado un *rating*. Además, los bancos deben tener reglas internas para tratar a clientes relacionados entre sí.

- El proceso de asignación de *ratings* debe ser *independiente*, es decir, la persona o unidad que otorgue el *rating* no debe ser la misma que opera con el cliente. Y los *ratings* deben ser objeto de *revisión* anual, como mínimo. Asimismo, las entidades deben tener sistemas adecuados de actualización de la información relevante.

- Debe haber un procedimiento claro y documentado para la *modificación* de los *ratings* asignados por el sistema, sea este principalmente cualitativo o basado en un modelo.

- Los bancos deben mantener una adecuada *base de datos* sobre las principales características de los clientes que sirvan para alimentar el sistema de *ratings*, cumplir con los requisitos mínimos e informar al supervisor a través de los estados reservados.

- Finalmente, las entidades deben desarrollar *pruebas de estrés* adecuados al calcular su capital.

3.2. La cuantificación de los factores de riesgo

Como se ha dicho antes, una vez que el banco ha decidido los grados de clasificación de clientes que va a emplear, y ha clasificado a sus clientes en los distintos grados, de acuerdo con el sistema de *ratings* antes descrito, deberá calcular las variables cuantitativas esenciales que le permitan tener una ordenación cardinal de dichos grados: PD, LGD y EAD.

Las *estimaciones de PD* deben basarse en una media de una serie histórica suficientemente larga (de, al menos, cinco años) de tasas de impago a un año. Los bancos pueden utilizar tres o más de las técnicas propuestas por Basilea. Estas son: sus datos internos de impago; los datos de PDs por grados de las agencias externas de clasificación, si hay una relación uno a uno entre los grados internos del banco y los de aquella y se ajusta la definición de impago a la establecida en el Acuerdo; y modelos estadísticos de predicción de impagos.

Los bancos que apliquen el enfoque IRB avanzado deben estimar además *LGD*. Estas estimaciones deben basarse en la media de las pérdidas económicas de *todos* los impagos observados en la base de datos de la entidad, independientemente del año en que se produzcan —es

decir, no será la media de las pérdidas anuales medias—. Al hacer estos cálculos, el banco tendrá cuidado de medir cualquier posible dependencia entre el riesgo del cliente y el riesgo del colateral o del que proporciona el colateral, o diferencias entre las monedas en que están denominados. Los cálculos de LGD deben basarse en la experiencia histórica y no solo en el valor de mercado del colateral, ya que la liquidación del mismo no siempre es directa ni inmediata.

Los bancos en el enfoque IRB avanzado deben estimar finalmente *EAD*. Como es sabido, EAD es la exposición bruta esperada en el momento del impago. Para saldos en balance, la cuantía estimada no debe ser inferior a la cuantía que figura en cada momento en el balance, aunque, si se cumplen determinados requisitos, puede beneficiarse de un neteo en balance como técnica de mitigación de riesgos. No obstante, lo difícil es estimar la exposición en las operaciones de fuera de balance (a excepción de los derivados). La entidad debe tener sistemas internos para realizar esta estimación que reflejen la probabilidad de que determinadas líneas de crédito se utilicen antes de que se produzca el impago. Para realizar esta estimación se usarán también medias de series históricas largas referidas a operaciones similares.

3.3. Validación del sistema de *rating* y de las estimaciones

No es suficiente que la entidad tenga un buen sistema de *ratings* internos y estime adecuadamente las variables relevantes. Además, debe tener un sistema robusto para validar la exactitud y coherencia de los sistemas y procesos de *rating* y las estimaciones de PD (y LGD, EAD y M para los bancos que apliquen el enfoque IRB avanzado).

Se exige que los bancos comparen periódicamente sus tasas de impago realizadas con las estimaciones de PD para cada grado de clasificación, debiendo demostrar que son coherentes. Los bancos que apliquen el enfoque IRB avanzado deben realizar este mismo ejercicio para LGD y EAD.

Al realizar estas comparaciones, la entidad debe utilizar series temporales suficientemente largas, documentar claramente la metodología utilizada para la validación, y realizar una actualización al menos anual del análisis y de los datos utilizados.

Además, deben tener sistemas internos para responder a situaciones en las que el proceso de validación muestre diferencias significativas entre las variables estimadas y las realizadas, teniendo en cuenta el efecto de los ciclos y debiendo revisar sus estimaciones en consonancia.

Finalmente, incluso los bancos que utilicen el enfoque IRB básico, y por tanto usen los LGD y EAD calculados por el supervisor, deben calcular las LGD y EAD realizadas y compararlas con las proporcionadas por

el supervisor. Esta medida favorece la mejora en la gestión de riesgos de estas entidades, obligándoles a coleccionar unos datos esenciales en todo momento y útiles para un potencial paso futuro a un sistema de IRB avanzado.

3.4. Una primera conclusión: complejidad, importancia de los sistemas, de los datos y de la validación interna

En conclusión, los requisitos de carácter más «cuantitativo» impuestos son numerosos y complejos, y la clasificación hecha de los mismos subraya la importancia de sus tres aspectos: un sistema robusto, unos datos suficientes y un adecuado proceso de validación. Estos tres elementos son importantes y separables entre sí.

En efecto, una entidad puede desarrollar internamente un sistema de *rating* y cuantificación suficiente, puede adquirirlo de un tercero, o beneficiarse de un desarrollo conjunto con otras entidades, pero no por ello habrá cumplido todos los requisitos cuantitativos. También tiene que demostrar que tiene los datos, propios, internos, adecuados para calcular las variables relevantes, relativos a sus propios clientes (o, en la cartera minorista, a clientes similares); y que es capaz de llevar a cabo la validación exigida.

Sin embargo, el cumplimiento de estos requisitos cuantitativos es una condición necesaria, pero no suficiente, para acceder a la metodología IRB: también deben cumplirse los requisitos cualitativos que se repasan a continuación.

4. LOS REQUISITOS CUALITATIVOS QUE DEBEN CUMPLIR LAS ENTIDADES

Si bien los requisitos cuantitativos que se acaban de listar son muy específicos del enfoque IRB, en cuanto tratan sistemas y variables utilizadas por ese enfoque, los requisitos más cualitativos son el reflejo de unos principios generalmente aceptados de control interno en sentido amplio aplicados a los sistemas de *ratings* internos. Esto mismo sucede en casi todas las demás áreas donde hay exigencia mínimas, se refieran estas a la mitigación de riesgos o a la utilización de enfoques avanzados del riesgo operacional.

Estos principios generales de control interno se refieren a cuestiones tales como la necesaria responsabilidad de la administración de la entidad, a la segregación de funciones o a la gestión del riesgo en las entidades de crédito.

Dos son los apartados que contienen los requisitos cualitativos del enfoque IRB. El primero de ellos se refiere al gobierno corporativo y a la

vigilancia (*oversight)* del sistema de *ratings*. El segundo, que es probablemente el más importante, se refiere al uso interno del sistema de *ratings*.

A continuación, se comentarán esos requisitos, pero antes hay que señalar que en aquellos apartados del Acuerdo dedicados a los requisitos más estrictamente cuantitativos se introducen también elementos cualitativos. Ya se ha dado un ejemplo antes. Otro es que, cuando se habla de la estimación de las PD, se establece que los supervisores no considerarán suficiente la aplicación mecánica de una técnica sin que se apoye en un análisis de la misma. Los bancos deben reconocer la importancia del juicio humano y realizar los ajustes necesarios para reducir el impacto de los límites intrínsecos de esas técnicas y de las carencias de la información que utilizan.

4.1. Gobierno corporativo y vigilancia del sistema de *ratings*

Esta parte de las reglas de Basilea acerca de los requisitos cualitativos tiene tres apartados diferenciados, pero muy relacionados entre sí:

- Gobierno corporativo.
- Control del riesgo de crédito.
- Auditoría interna y auditoría externa.

En relación con el *gobierno corporativo*, es decir, de cómo debe organizarse internamente la entidad a estos fines, se establece un primer requisito que no es más que un reflejo de un principio de control interno generalmente aceptado, es decir, que todos los aspectos importantes («materiales») del sistema de *ratings* internos deben ser aprobados por las más altas instancias de la entidad (el Consejo o un comité del mismo) y por su alta dirección.

A partir de aquí, se establecen varios niveles dentro de cada entidad con distintas exigencias y responsabilidades: consejeros, directivos, responsables de las funciones de control, etc.

En el primer nivel, se establece que los consejeros y los directivos de la entidad deben:

- Entender los aspectos generales del sistema de *ratings* que aplica la entidad.
- Conocer detalladamente los informes a que da lugar dicho sistema (véase más adelante).

Por tanto, como parece razonable, no se exige que los consejeros de una entidad sean expertos en este tema, sino que tengan un conocimien-

to general suficiente de sus características, de modo que puedan opinar a un nivel cualitativo. A los directivos de la entidad, también razonablemente, se les exige un manejo más profundo del sistema. En efecto, además de lo anterior, los directivos deben:

- Entender bien el diseño y funcionamiento del sistema de *ratings* interno.

- Informar al Consejo de las modificaciones materiales del sistema y de las excepciones a las políticas establecidas cuando estas tengan un impacto material sobre dicho sistema.

- Aprobar las diferencias importantes entre los procedimientos establecidos y el funcionamiento del sistema en la práctica.

- Finalmente, deben asegurarse de que el sistema funciona adecuadamente.

Otro principio básico es que los consejeros y altos directivos deben recibir información adecuada y suficiente. Esta información incluirá el perfil de riesgos por grado de clasificación; la migración que se produce entre grados, esto es, el paso de un acreditado de un grado de clasificación a otro, debido al deterioro, o mejora, en su situación y, por tanto, en su *rating* interno; los parámetros relevantes (PD y, en su caso, LGD y EAD) estimados por grado de clasificación; y la comparación entre las estimaciones y los valores realizados.

El segundo bloque de requisitos se refiere al *control del riesgo de crédito*. Aquí se exige que existan órganos independientes de control del riesgo de crédito, cuya responsabilidad, en relación con el sistema de *ratings* interno, será su diseño o selección y el desarrollo del sistema, su implantación, su funcionamiento y su validación.

En efecto, estos órganos deben ser independientes del personal y de la gestión, dedicados a originar las exposiciones de la entidad. Aquí, de nuevo, se aplica un principio generalmente aceptado de control interno, referido a la segregación de funciones: no es adecuado que las personas que califican a los prestatarios sean las mismas que otorgan créditos, porque se produce un conflicto de intereses.

El Acuerdo identifica una serie de áreas de responsabilidad de la función de control del riesgo de crédito. Estas áreas son:

- El seguimiento y examen de los grados internos.

- La elaboración y análisis de los informes a que da lugar la aplicación del sistema de *ratings* interno. Estos informes deben incluir, al menos, la siguiente información:

— Datos históricos de impagos, con detalle del *rating* que tenían en el momento del impago y un año antes.

— Un análisis de la asignación de *ratings.*

— El seguimiento de las tendencias y evolución de los principales criterios utilizados en la asignación de los *ratings*.

- La implantación de procedimientos que aseguren que las definiciones de *rating* utilizadas por la entidad se aplican de manera uniforme en todos los departamentos del banco y en todas las áreas geográficas en las que este opera.

- La documentación y vigilancia de todas las modificaciones que se produzcan en el proceso de *rating*, incluyendo las razones de los cambios que se han realizado.

- La revisión de los criterios utilizados y la evaluación de su bondad como predictores del riesgo.

Finalmente, en lo que se refiere a este apartado, el Acuerdo incluye determinadas exigencias respecto de la *auditoría interna* y de la *auditoría externa*. Se exige que la auditoría interna, u otra función independiente equivalente, audite, al menos anualmente, el funcionamiento del sistema de *ratings* interno, el funcionamiento de la función de control de riesgos y las estimaciones de PD, LGD y EAD.

En particular, deben asegurarse del cumplimiento de los requisitos mínimos que se han resumido antes, documentando toda su labor adecuadamente. Por otra parte, puede que en algunos países se exija también una auditoría externa del proceso interno de asignación de *ratings* y de las estimaciones de los parámetros.

4.2. El uso del sistema interno de *ratings*

Este apartado de los requisitos del enfoque IRB es el más corto, pero el más difícil de cumplir. Se refiere a lo que se ha venido a denominar *use test*, o prueba de uso. Lo que este requisito establece es que el sistema interno de *ratings* debe formar parte de la arquitectura y de la cultura de la entidad. Concretamente, se dice que los *ratings* internos y las estimaciones de impagos y pérdidas deben desempeñar un papel esencial en las decisiones básicas de una entidad:

- En la función crediticia, deben informar la concesión de créditos, lo cual significa que no solo la decisión de conceder o no un crédito debe basarse en estos sistemas, sino que otras variables, como la fijación de precios, o primas de riesgos por cliente, también deben hacerlo. Esto no implica, no obstante que con fines internos

deba utilizar exactamente las mismas estimaciones que usa para el enfoque IRB. Se da un ejemplo en el Acuerdo: los modelos de fijación de precios probablemente utilizarán estimaciones de PD y LGD acordes con la duración del activo. Cuando surjan estas diferencias, deben estar documentadas y debe demostrarse al supervisor que son razonables. Este tema es relevante, ya que significa que se incorporan elementos de flexibilidad que van en la dirección de interferir lo menos posible con el desarrollo interno de los procedimientos de concesión de créditos en general y de gestión de riesgos en particular. Esto tampoco significa que se busque automatizar la función crediticia, porque, como se ha dicho, el juicio humano es esencial en la construcción y aplicación de todo el sistema de *ratings* interno.

- Deben ser un elemento esencial de la gestión del riesgo de crédito, lo cual parece natural, ya que estos sistemas gradúan y miden un riesgo esencial —si no el más importante— de una entidad de crédito.

- Deben desempeñar un papel importante en la asignación interna del capital, ya que, de nuevo, estos sistemas miden finalmente el capital regulatorio, y nada impide, sino todo lo contrario, que se utilicen también como base para medir el capital económico, necesario para cubrir ese riesgo esencial.

- Deben afectar al gobierno corporativo de la entidad, en la medida en que, como ya se ha visto, la organización interna, los procesos de creación, aprobación, implantación o validación deben cumplir unos requisitos mínimos relacionados con el gobierno interno de la entidad.

4.3. Una segunda conclusión: la importancia de los requisitos cualitativos

En efecto, el propio Acuerdo resume, en negativo, pero con gran claridad, la importancia que otorga a los requisitos cualitativos y, en particular, a la prueba de uso, de la siguiente manera:

> «Los sistemas de *rating* y las estimaciones diseñados e implantados exclusivamente con la finalidad de cualificar para el método IRB, y utilizados únicamente para proporcionar los *inputs* del enfoque IRB no son aceptables.»

Esto, en particular, significa que no es suficiente que la entidad desarrolle internamente, o adquiera, un sistema de *ratings* y medición, por muy adecuado que este sea, tenga los datos necesarios y vigile su funcionamiento. Será necesario que el sistema pase la prueba de uso en cada entidad. Este requisito no tiene nada de elemental, ya que, como

se ha apuntado, el desarrollo o la adquisición de un sistema no implica necesariamente que este se incorpore al funcionamiento diario o a la cultura de la entidad.

Aquí cabe una reflexión adicional. Podría esperarse que el cumplimiento de los aspectos cualitativos de los requisitos, y muy especialmente la prueba de uso y la necesaria integración del sistema en la cultura de la entidad, se vea facilitado si la entidad desarrolla un sistema interno propio, aunque sea con apoyo externo parcial, teniendo en cuenta muy directamente su situación particular. Y que, por el contrario, será algo más difícil incorporar sistemas obtenidos externamente, especialmente cuando estos se han desarrollado con una vocación a la estandarización. Aunque, por supuesto, esto dependerá de cada caso concreto.

En definitiva, el supervisor puede muy bien aceptar que un sistema determinado cumple los requisitos cuantitativos, que los datos de la entidad cumplen esos requisitos, y que la entidad tiene un sistema interno de validación adecuado. Pero, aun así, el supervisor tiene que estar satisfecho de que se cumplen los demás requisitos; piénsese, por ejemplo, en los relacionados con el gobierno interno de la entidad y, muy especialmente, la prueba de uso. Sin esto, por muy bien construido y adecuado que sea un procedimiento o modelo, no será suficiente para que la entidad que lo usa obtenga el visto bueno para aplicar el método IRB de medición de sus riesgos de crédito, a efectos del cálculo de los recursos mínimos requeridos por riesgo de crédito.

5. LA TAREA DEL SUPERVISOR: LA REVISIÓN SUPERVISORA Y LA CONVERGENCIA DE LAS PRÁCTICAS

Sirvan las dos secciones anteriores para entender las dificultades y la magnitud de los retos y de la tarea a la que se enfrenta también el supervisor al tener que evaluar el enfoque IRB. En este apartado veremos, primero, cómo encaja esa evaluación en la arquitectura del Acuerdo (concretamente, en su segundo pilar), los problemas en términos de aplicación desigual que puede implicar el proceso y algunas soluciones a ese problema. La sección termina con una breve referencia a la experiencia española en la evaluación de los modelos utilizados por los bancos para el cálculo de la provisión estadística.

5.1. La evaluación del enfoque IRB por parte del supervisor: la revisión supervisora

El supervisor debe asegurarse de que una entidad cumple con todos los requisitos del enfoque IRB antes de poder aceptar que aplique esta metodología a la medición de su riesgo de crédito a afectos del cálculo de los requisitos mínimos de recursos propios. Esta labor del supervisor es uno de los componentes de lo que el Acuerdo denomina la revisión

supervisora. La revisión supervisora es el segundo pilar de Basilea y está contenida en el título III del borrador de directiva hecho público por la Comisión Europea (8).

Ese título, denominado precisamente «El proceso de revisión supervisora», tras establecer las exigencias que las entidades de crédito deben cumplir en términos de control interno, gestión de riesgos, informes y cálculo interno del capital, establece que las autoridades deben revisar y evaluar el cumplimiento, por parte de las entidades, de dichas exigencias y, en particular, también deben «revisar el cumplimiento por parte de las entidades de los requisitos y estándares establecidos en esta Directiva para la utilización de técnicas específicas y para el acceso a metodologías avanzadas de cálculo».

5.2. Un problema: la aplicación desigual entre países

Una de las cuestiones que surgen de la necesidad de evaluación que el supervisor debe hacer del cumplimiento de los repetidos requisitos es la igualdad en el trato a bancos de distintos países. Los requisitos son numerosos y complejos, pero, a pesar de ello, están definidos de una forma razonablemente general. Por lo tanto, surgen problemas de interpretación e, incluso, de definiciones, en el momento de la implantación. Esto podría llevar a que supervisores de distintos países traten de manera distinta a bancos similares.

Este problema no solo surge, lógicamente, en el enfoque IRB, sino en cualquiera de los procedimientos de evaluación para la aplicación de metodologías avanzadas en el Acuerdo, donde el supervisor necesariamente tiene que aplicar una dosis de discrecionalidad. Y es más complejo en la revisión de aquellas cuestiones que sean más cualitativas, como es el caso de los requisitos que se acaban de repasar, por no mencionar el caso más extremo, y que está fuera del marco de este artículo, de la aplicación del resto de la revisión supervisora.

Y esto es así porque, en un tema tan complejo y necesitado de flexibilidad, no es posible ni deseable que las reglas que se establecen incorporen hasta el más mínimo detalle, o definan claramente todos los términos indeterminados necesarios para que el Acuerdo en su conjunto funcione racionalmente. Si lo hicieran, no solo se estaría yendo en contra de la necesaria flexibilidad que debe tener el supervisor para tratar caso a caso a las entidades en todo aquello que no puede incluir ni prever la norma, sino que también se le estaría restando flexibilidad a las propias entidades para poder desarrollar los mejores sistemas para su situación particular. Concretamente, debe entenderse que existe toda una gama de sistemas, procedimientos o modelos que cumplen los mínimos antes presentados en el caso del enfoque IRB.

(8) Se encuentra en la siguiente dirección de Internet: http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/index.htm#.

Por tanto, cabe preguntarse si hay algo que pueda hacerse para mitigar este problema, y si Basilea y la Unión Europea han hecho o planean hacer algo al respecto. La respuesta a ambos interrogantes es positiva (véanse los dos apartados siguientes), si bien partiendo de que es imposible, en la práctica, alcanzar tratamientos idénticos en los distintos países. Además, tampoco es deseable, ya que un cierto grado de divergencia probablemente es sano, si se tiene en cuenta que el Acuerdo se aplicará en países que son objetivamente distintos entre sí. Y estas diferencias se refieren tanto a la forma en que cada uno supervisa —que no se pretende alterar para hacerlas idénticas— como a cuestiones más profundas y estructurales referidas a las características de los sistemas legales, económicos y financieros.

5.3. Una posible solución: la convergencia de las prácticas supervisoras

La respuesta a la pregunta de si, a pesar de las dificultades señaladas, se puede hacer algo para mitigar los potenciales efectos negativos de una desigualdad de trato, es afirmativa: estimular la convergencia de las prácticas supervisoras.

En este contexto, la convergencia no significa igualación o armonización, ni legal ni de hecho. Significa tratar de hacer las cosas de una manera similar, de forma voluntaria, dentro del contexto que viene caracterizado por la situación de cada país. Si bien una norma no puede pretender una convergencia más allá de unos principios generales en los temas más cualitativos, y en aquellos que deben ser necesariamente discrecionales, la colaboración entre supervisores, y el intercambio de información entre ellos, permite dar pasos importantes en esa dirección. En efecto, al igual que los supervisores seleccionan las mejores prácticas del mercado para elaborar sus normas, pueden examinar y, en su caso, adoptar las mejores prácticas supervisoras para las distintas evaluaciones, de acuerdo con lo que aprenden mutuamente unos de otros.

En este sentido, el camino a seguir sería buscar, conjuntamente, la solución de los temas planteados en el Acuerdo, de modo que su implantación sea lo más similar posible, dadas las restricciones a la armonización total. De esta manera, los supervisores podrían voluntariamente aceptar prácticas convergentes determinadas, sin que sea necesario que estas se recojan en la regulación.

5.4. El camino hacia la convergencia

Este es precisamente el camino que ha emprendido la Unión Europea. Como es sabido, se plantea que la futura regulación de la Unión conste de tres niveles *(strands)*. El nivel 1 constaría de la regulación básica, cuya modificación es lenta y está sometida a los procedimientos de co-decisión hoy vigentes, y delegaría los aspectos técnicos al siguiente

nivel. Este primer nivel es equivalente, *grosso modo*, a una regulación legal —es decir, a nivel de ley— en España, con un procedimiento de aprobación que incluye al Gobierno y al Parlamento. El segundo nivel se referiría a los detalles más técnicos de la regulación en cuestión, y su modificación sería más rápida, gracias a un procedimiento simplificado. Usando de nuevo la comparación con el proceso legislativo español, este nivel podría corresponder a un Decreto (Gobierno) o a una Orden (Ministerio), aunque podría incluso tratarse de una circular del supervisor (Banco de España).

Ambos niveles tendrían la misma fuerza legal, pero su adaptación sería distinta. Esta forma de funcionar, que fue propuesta en el informe elaborado por un «Comité de Sabios» establecido con el propósito de analizar las posibles mejoras en el proceso legislativo en el área de valores de la Unión Europea (el conocido Informe Lamfalussy) y aceptada por todas las instancias europeas, añade frescura y flexibilidad al proceso legislativo, permitiendo que este se adapte con la necesaria rapidez a los cambios de circunstancias, cuestión habitual y cada vez más acuciante en el caso de la medición de los riesgos de las entidades, dado el rápido desarrollo de nuevos procedimientos y modelos.

No obstante, estos dos niveles no solucionan del todo el tema antes descrito de la aplicación desigual de las reglas entre países (9). Para dar otro paso en la dirección de solucionar esto, existen, básicamente, tres mecanismos posibles, de los cuales nos interesa sobre todo el tercero. El primero solo está insinuado, mientras que el segundo ha sido planteado formalmente por el Comité de Sabios citado.

El primero de estos mecanismos consiste en elaborar una regulación más rica y completa, y con menores opciones abiertas para elegir por las autoridades nacionales.

La elaboración de una regulación más completa será posible, porque la existencia de un nivel 2 más flexible permite mayor detalle, en la medida en que se sepa que ese detalle puede cambiarse más fácilmente.

La reducción de las opciones abiertas se ve *facilitada* por esa misma flexibilidad, en el sentido obvio de que permite que se puedan ir eliminando aquellas opciones de utilización minoritaria que se hayan demostrado no esenciales para determinados países. Y esa reducción se verá *posibilitada* en el futuro por el complejo proceso de convergencia real entre los países de la UE, apoyado, a su vez, y en particular, por el proceso de integración de los mercados financieros en los que trabajan tanto la Comisión Europea (a través de su Plan de Acción de los Servicios Financieros) como los Estados miembros. A mayor convergencia real, menores necesidades de opciones que tengan en cuenta situaciones nacionales particulares.

(9) Si bien, como se ha dicho antes, la existencia de unos requisitos más o menos detallados para la aplicación de las metodologías avanzadas, presumiblemente incorporados en el nivel 2 de la regulación, sin ser suficiente, contribuye de manera importante a un tratamiento similar entre países.

El segundo de estos mecanismos es algo tan simple como la vigilancia por parte de la Comisión Europea de que los países transponen a sus legislaciones nacionales y aplican de veras correctamente la legislación de la UE.

El tercer mecanismo es el nivel 3 del proceso legislativo —recuerde el lector que se mencionaron tres niveles—, aunque no se trate de un elemento legal estrictamente. Este tercer nivel es el de la convergencia de las prácticas supervisoras. Aceptado que los dos primeros niveles, es decir, la legislación, no pueden ni deben armonizarlo todo, se ha decidido que las propias autoridades supervisoras, desde su profundo conocimiento de las cuestiones prácticas y de implantación que están fuera del ámbito del legislador, cooperen y alcancen acuerdos voluntariamente vinculantes acerca de la implantación de todos aquellos elementos de cualquier regulación o, en particular, de la evaluación del enfoque IRB en el caso que nos ocupa.

Hasta aquí, resumidamente, la situación en la UE. Basilea tampoco es, en absoluto, ajena a los problemas de implantación del Acuerdo. De hecho, el Comité de Basilea creó hace un año un grupo específico para tratar estos temas, el Grupo de Implantación del Acuerdo. La finalidad de este grupo no es, como en el caso de la UE, la convergencia, porque la situación es distinta —por ejemplo, no existe un proceso equivalente al proceso legislativo de la UE para el conjunto de los miembros de Basilea—. No obstante, este grupo se ocupa del intercambio de información entre supervisores sobre los temas más importantes de la implantación, con la finalidad de estimular el conocimiento y aprendizaje. Una de las cuestiones que se ha tratado en dicho grupo, entre otras (10), ha sido precisamente la validación del enfoque IRB: tanto lo que se refiere a los requisitos mínimos, incluyendo la validación que debe hacer el propio banco, como la evaluación que deben hacer los supervisores. En este mismo ámbito, ha estado trabajando en cuestiones relacionadas con los datos (características, longitud de las series temporales, empalme de las mismas, etc.), y en temas de definiciones de las variables esenciales (las ya muy conocidas PD, LGD, EAD y M).

Es claro que, aunque este Grupo de Implantación no se proponga la convergencia, su trabajo apunta de hecho en esa dirección.

Por lo tanto, puede concluirse que la tarea que queda por delante es larga y compleja, pero que todas estas iniciativas demuestran, primero, que los supervisores son conscientes del problema; segundo, que saben como solucionarlo y, tercero, que los pasos dados van en la dirección correcta.

(10) Otros dos temas tratados son, primero, el de la implantación de la revisión supervisora en general, es decir, cómo llevar a la práctica los cuatro principios del Pilar 2; y, segundo, la nada fácil aplicación transnacional del Acuerdo, donde se plantean cuestiones como la de qué ocurre cuando un país de acogida exige que la filial en su país de un grupo bancario que aplica el IRB aplique el método estándar.

5.5. La experiencia en España: la provisión estadística

Es interesante comentar, aunque sea someramente, la experiencia del Banco de España con la evaluación de modelos internos de los bancos, en el contexto de la provisión estadística española. Esta provisión cubre más o menos la pérdida esperada de las operaciones bancarias. Para calcularla, los bancos deberán usar, por defecto, un modelo estándar proporcionado por el supervisor, que distribuye los activos en grupos de riesgos, cada uno de los cuales tiene una exigencia porcentual de provisiones de acuerdo con su pérdida esperada estimada a partir de series históricas del conjunto de las entidades españolas. Sin embargo, la regulación de la provisión ofrece a las entidades la oportunidad de realizar sus propios cálculos internos de los niveles de la provisión estadística necesarios por carteras, y de obtener la evaluación del Banco de España de dichos cálculos para poder utilizarlos en lugar del modelo estándar.

Pues bien, el problema que aborda esta provisión es muy parecido al que pretende resolver el enfoque IRB —aunque este enfoque forma la base de unas exigencias que cubren tanto la pérdida esperada (con provisiones o capital) como la pérdida no esperada (con capital)—. Dado que el desarrollo de los procesos de evaluación de los modelos internos de las entidades para la provisión estadística fue paralelo al desarrollo del enfoque IRB en Basilea, el Banco de España ha podido utilizar los conceptos, metodologías y, especialmente, requisitos del enfoque IRB para la evaluación de los modelos de provisiones; de hecho, el Banco comunicó inicialmente a las asociaciones de entidades de crédito los criterios que utilizaría en la revisión de los sistemas internos, y dichos criterios están en línea con los que se han venido comentando aquí.

Los trabajos realizados en la revisión de los modelos para la provisión estadística han sido sumamente beneficiosos, tanto para las entidades como para el propio Banco de España. Han permitido que muchas entidades conozcan lo que el supervisor espera de sus sistemas internos y aprendan cómo implantarlos. El Banco, a su vez, ha profundizado su conocimiento acerca de las entidades y ha adquirido experiencia en la aplicación de un procedimiento de evaluación que resultará enormemente útil como entrenamiento para la futura revisión de otros métodos sofisticados de medición del riesgo, ya dentro del Acuerdo de Basilea.

Esta experiencia, unida a los recientes trabajos relativos a la revisión de los resultados proporcionados por las entidades al realizar el tercer ejercicio de impacto cuantitativo de las propuestas de Basilea (conocido popularmente como QIS3), ha otorgado al Banco de España una base muy valiosa y, en alguna medida, única entre los países miembros. De esta manera, se puede decir que el Banco ha realizado una especie de prueba sobre el terreno mediante la revisión de esos modelos de la provisión estadística, cosa que otros países han tenido que hacer *ad hoc* para conocer la situación de sus entidades y métodos de revisión. Aunque debe recordarse que la evaluación del IRB es solo uno de los aspectos de la revisión supervisora del Nuevo Acuerdo.

Esta experiencia, además, confirma lo que se ha dicho antes acerca de las dificultades con que se enfrentan entidades y supervisores en relación con la implantación y revisión de los sistemas. Y confirma especialmente la necesidad de que la aplicación del Acuerdo sea suficientemente flexible como para acoger distintos sistemas y situaciones, a la vez que suficientemente rigurosa como para asegurar una implantación adecuada del mismo.

De hecho, esta experiencia demuestra que hace falta un importante esfuerzo de interpretación de los requisitos, dada su generalidad y la existencia de numerosos detalles y casuísticas imposibles de prever. También demuestra la importancia de la calidad de las bases de datos como fundamento de la aplicación de la metodología elegida.

6. CONCLUSIONES: POSIBILIDADES Y DIFICULTADES

El enfoque IRB es un buen método para medir el riesgo de crédito y es natural que las entidades quieran acceder a él. Supone utilizar sus sistemas internos de gestión para calcular el capital regulatorio, una reducción en las exigencias de ese capital, y una mejor valoración por parte del mercado en determinados casos. Esos menores requerimientos de recursos propios existen porque el Acuerdo ha incorporado adrede un incentivo en términos de capital para estimular a las entidades a pasar de sistemas menos sofisticados a aquellos más sofisticados (al supervisor también le interesa que las entidades apliquen métodos que implican un nivel más alto de calidad de gestión de riesgos). Uno de los principales objetivos del Nuevo Acuerdo es precisamente ese: estimular mejoras en la gestión interna de riesgos.

No obstante, esto no significa que el enfoque IRB sea bueno para todas las entidades: es costoso de establecer, implantar y mantener, y su bondad dependerá del tipo de negocio de la entidad, de su tamaño, etc. Los recursos que implica, tanto de organización como humanos, informáticos y materiales en general, no deben desconocerse. Piénsese, por ejemplo, en las dificultades con que pueden enfrentarse las entidades más pequeñas para crear funciones independientes de control del riesgo de crédito, tener una auditoría interna o una función semejante que desempeñe todas las tareas que le asigna el Acuerdo, o construir bases de datos adecuadas (11). Y esto es especialmente cierto en el caso del enfoque IRB avanzado, donde los requisitos y las estimaciones necesarias son superiores (12). Cada entidad debe hacer un análisis coste/beneficio de su aplicación.

El mercado debe reconocer también que el enfoque IRB no es necesariamente un método adecuado para todos. En este sentido, el Pilar 3,

(11) Debe notarse, no obstante, que la UE ha dado pasos importantes para flexibilizar los requisitos con los que se enfrentan las entidades más pequeñas, mediante iniciativas tales como dar la posibilidad de externalizar la auditoría interna o permitir la utilización de *pools* de datos.

(12) Cabe recordar que, en el caso de las carteras minoristas, solo existe el IRB avanzado.

la transparencia y disciplina del mercado, que solo se ha mencionado una vez antes en este artículo, puede desempeñar un papel relevante.

Por su parte, el supervisor no debe estar dispuesto a adoptar una actitud laxa, basada en un interés porque las entidades accedan a metodologías más sofisticadas. Antes al contrario, dicha actitud actuaría precisamente en contra de las mejoras de gestión que se persiguen.

Finalmente, cabe repetir que los supervisores son conscientes de los costes que este sistema supone para ellos y, quizás más importante, de las dificultades que surgen en términos de la igualdad de trato de entidades de distintos países, y que están trabajando en ambas cuestiones, preparándose para la entrada en vigor de la nueva regulación.

Ciclo económico y capital regulatorio: evidencia en un sistema de clasificación de acreditados

Carlos Corcóstegui Cortina (*)
Luis González Mosquera (*)
Antonio Marcelo Antuña (*)
Carlos Trucharte Artigas (*)

Impulsados por la actual propuesta de reforma del Acuerdo de Capital de 1988, los sistemas internos desarrollados por las entidades de crédito para medir y gestionar el riesgo de crédito de sus carteras adquieren una importancia crucial. Este trabajo trata de acercarse a tales modelos estimando un sistema de clasificación de acreditados para las empresas privadas no financieras españolas en el período 1993-2000, dedicando una atención especial tanto al tratamiento sectorial de los datos financieros utilizados como al ciclo económico. Mediante el análisis de estabilidad de la matriz de transición resultante para dos períodos diferentes del ciclo económico, expansión y recesión, se determina que las migraciones de los acreditados presentan un cierto grado de ciclicidad. Partiendo del anterior resultado, este trabajo trata de cuantificar el efecto del ciclo económico sobre el sistema de clasificación de acreditados obtenido y, finalmente, sobre los requerimientos de capital que de él se derivan; en definitiva, evaluar la potencial prociclicidad de estos modelos. Por último, en función de los resultados alcanzados, se propone una solución sencilla para mitigar los efectos cíclicos incluidos en un sistema de *rating* sin reducir su sensibilidad al riesgo, y que además permite obtener una valoración global de la calidad crediticia de un acreditado a lo largo del tiempo.

1. INTRODUCCIÓN

Dentro del nuevo entorno en el que se enmarca la gestión del riesgo de crédito, en gran medida impulsado a partir de la actual propuesta de reforma del Acuerdo de Capital de 1988 (comúnmente conocida como Basilea II) (1), los sistemas internos de clasificación de acreditados

---

(*) Carlos Corcóstegui Cortina, Luis González Mosquera, Antonio Marcelo Antuña y Carlos Trucharte Artigas pertenecen a la Dirección General de Supervisión del Banco de España.

Los autores agradecen el apoyo y las valiosas ideas recibidas de Edward I. Altman. También aprecian la disponibilidad mostrada por Manuel Ortega y Joaquín Rivero, así como la colaboración de Gorka Sarachu, en la obtención de la información utilizada en este trabajo y sin las cuales no se podría haber llevado a cabo. Este trabajo también se ha beneficiado de los comentarios recibidos por los participantes en un seminario en el Banco de España en el que fue presentado. Por último, los autores agradecen el apoyo recibido, durante todo el proceso de elaboración de este artículo, de Juan González, José Mª Lamamié de Clairac y Bernardo Orsikowsky.

(1) Fundamentalmente, plasmada en los documentos del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2001a y 2001b).

(ratings internos) desempeñan un papel fundamental. Se puede decir que existe una literatura bastante amplia dedicada al análisis de clasificaciones obtenidas a partir de la información proporcionada por agencias de calificación externas. Sin embargo, hasta el momento se han llevado a cabo pocos estudios que hagan referencia a *ratings* similares a los desarrollados por las entidades crediticias a la hora de analizar la calidad de sus acreditados, en su intento de incorporar en sus sistemas internos modelos que mejoren su conocimiento y gestión del riesgo de crédito subyacente en sus carteras.

En este trabajo se intenta realizar un acercamiento a tales modelos, esto es, a la forma en que las entidades miden el riesgo de crédito de sus carteras, estimando un sistema de clasificación de acreditados bancarios para el conjunto de las empresas privadas no financieras españolas durante el período 1993-2000 (casi un ciclo económico completo).

La idea básica de los enfoques que miden el riesgo de crédito basados en sistemas de *rating* internos es introducir una mayor sensibilidad a dicho riesgo, al intentar recoger, en su mayoría, los elementos principales que determinan la calidad crediticia de los activos de una determinada entidad y, como resultado final, las pérdidas a las que potencialmente podría tener que hacer frente. Por su parte, y con la idea también de hacer más sensible el capital mínimo regulatorio al riesgo subyacente en las carteras de las entidades crediticias, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB) postula que aquel se calcule utilizando sistemas de clasificación de acreditados. Estos enfoques, basados en *ratings* internos (IRB), deben capturar la calidad crediticia de cada contraparte y, por tanto, adecuar la cifra de capital exigida al verdadero riesgo que cada acreditado incorpora en el conjunto total de préstamos de una entidad bancaria. No obstante, surgen varias cuestiones relacionadas con los inconvenientes que podría conllevar esta novedosa propuesta.

Una de las principales preocupaciones que se derivan de la misma es el potencial sesgo procíclico que los sistemas internos de *rating* podrían contener de forma inherente al llevar a cabo la clasificación de los diferentes acreditados en distintas categorías de riesgo (2). En principio, cabría pensar que el establecimiento de un régimen que mide el riesgo de crédito de una forma más sensible puede conllevar fluctuaciones importantes en los requerimientos de capital en función del ciclo económico, aunque tal afirmación no tiene por qué ser necesariamente cierta si se toman las medidas oportunas (3). La prociclicidad anteriormente

(2) Este hecho ha sido señalado por varios autores, [véase, por ejemplo, entre otros, Borio *et al.* (2001)]. Sobre posibles problemas de estabilidad financiera derivados de relacionar los requerimientos de capital con sistemas de *rating* externos, véase Altman y Saunders (2001). Ervin y Wilde (2001) ofrecen posibles enfoques para tratar la prociclicidad, así como un ejemplo del impacto sobre las *ratios* de capital bajo un escenario de recesión. Por otro lado, D'Amato y Furfine (2003) analizan la influencia que el ciclo económico tiene sobre los sistemas de *rating.* En concreto, estudian si las agencias externas son excesivamente procíclicas en sus calificaciones. Allen y Saunders (2003) realizan un compendio sobre efectos procíclicos en modelos de riesgo de crédito. González Mosquera (2002) presenta un marco conceptual en el que se analiza la relación entre capital económico y regulatorio, planteando una discusión en torno a la posible prociclicidad del Nuevo Acuerdo de Capital. Referencias adicionales pueden encontrarse, por ejemplo, en Danielsson *et al.* (2001), DNB (2001), ECB (2001) y Resti (2002).

(3) Una postura similar es mantenida por Rowe (2002).

señalada se traduciría básicamente en unos menores requerimientos de capital bajo condiciones macroeconómicas favorables, donde el riesgo de crédito previsiblemente es bajo, y, en exigencias mayores, bajo entornos económicos desfavorables. La volatilidad del capital regulatorio podría tener efectos negativos sobre el conjunto de la economía si afectara al comportamiento de las entidades de crédito. Por ejemplo, si la respuesta de las entidades durante momentos de recesión es endurecer las condiciones de concesión o, incluso, reducir el volumen de sus créditos para cumplir con las mayores exigencias de capital, la menor oferta de crédito podría hacer más difícil para los agentes económicos, empresas y particulares, acceder a nuevos créditos, lo que podría agravar la situación económica general amplificando la fase contractiva del ciclo. El efecto contrario ocurriría en las fases expansivas del ciclo (4).

Es conveniente, por tanto, analizar la posible relación entre el ciclo económico y el capital regulatorio y, en definitiva, poder calcular el impacto que el primero tiene sobre este último, en la medida en que se calcule a partir de modelos internos de clasificación de acreditados. Para llevar a cabo este análisis es necesario conocer cuáles son las posibles fuentes de prociclicidad que supuestamente incorporan los sistemas de clasificación. Está comúnmente aceptado cómo se puede reconocer la existencia de prociclicidad dentro de un sistema de *rating.* Dos son los principales factores que cabe considerar. Uno es la transición en el tiempo de los acreditados entre los distintos grados o categorías que determinan su calidad crediticia. Esto es lo que se conoce como efecto migración, caracterizado por un desplazamiento hacia categorías mejores en momentos de expansión y hacia peores en momentos de recesión. El otro son las variaciones en la probabilidad de impago (PD) estimada para cada categoría de riesgo (5). Sin embargo, este último factor, en la medida en que se calcule como una media a largo plazo, es decir, sobre al menos un ciclo económico completo, no debería llevar aparejado un efecto cíclico importante, incluso considerando que las medias de ciclos consecutivos no siempre serán idénticas, porque los ciclos económicos pueden diferir unos de otros tanto en duración como en intensidad. Por tanto, las probabilidades de impago variarán de un período a otro, pero es de esperar que no de forma significativa, lo que deja a las migraciones de acreditados entre distintas categorías de riesgo a lo largo del tiempo como la principal fuente de ciclicidad.

En consecuencia, para analizar y estudiar los resultados que la migración de acreditados en el tiempo, por efectos del ciclo económico, tiene sobre las exigencias de capital, el primer paso es estimar un sistema de clasificación de acreditados. Para obtener una visión general y completa de sus efectos, se estima un sistema de *rating* para las empresas privadas no financieras dentro del sistema de crédito español. Con el fin

(4) Lowe (2002) analiza en su trabajo, con gran detalle, las relaciones entre el crédito en general y el ciclo económico. Por su parte, Berger y Udell (2003) concluyen que la concesión de créditos por parte de las entidades crediticias puede considerarse procíclica.

(5) Los posibles efectos cíclicos de la pérdida en caso de impago (LGD) no se consideran en este trabajo.

de poder cumplir con los requerimientos de sensibilidad al riesgo que en teoría tendría que poseer, dicho sistema incorpora los principales elementos que deberían ser tenidos en cuenta para medir la calidad crediticia de cada acreditado, incluyendo entre ellos, además de sus características financieras principales, la situación económica general como un factor relevante del nivel de riesgo latente en una cartera crediticia. Adicionalmente, la transformación sectorial que se hace de los datos financieros permite dar un adecuado tratamiento de las *ratios* incluidas en el sistema de clasificación, así como identificar más fácilmente y de forma más intuitiva al denominado factor común, el cual afecta de igual forma a la calidad crediticia de los prestatarios de las entidades bancarias, y que, generalmente, se asocia con el ciclo económico.

Un elemento crucial que se deriva de la estimación de un sistema de *rating* es su matriz de transición. Esta matriz refleja la probabilidad que cada acreditado tiene de mantener o variar en el tiempo su categoría de riesgo o, en otras palabras, su calidad crediticia. Estudiando la estabilidad de esta matriz, se analiza la supuesta migración de los acreditados entre las diferentes categorías del *rating* estimado a lo largo del tiempo, distinguiendo dos escenarios diferentes en función del estado del ciclo económico. Sobre la base del anterior análisis, se considera que existe un cierto sesgo procíclico, ya que los cambios de categoría de los acreditados difieren dependiendo de si las condiciones económicas generales son favorables (fase expansiva) o desfavorables (fase recesiva). De tal manera, se obtiene una cierta relación entre la calificación crediticia dada por el sistema de *rating* y el ciclo económico. Consecuentemente, el paso siguiente es tratar de cuantificar el efecto del ciclo económico sobre la calidad crediticia de los acreditados de las entidades de crédito españolas.

La especificación que se establece, en términos de clasificación de acreditados, permite conocer cómo cambiaría dicha clasificación por efectos del ciclo económico y su impacto final en los requerimientos mínimos de capital calculados de acuerdo con las fórmulas que Basilea II propugna para su determinación. Finalmente, como las tasas de variación en el capital requerido presentan un cierto componente cíclico, en este trabajo se comentan distintas formas de mitigar tal efecto. En concreto, se propone la utilización de *ratings* medios para los acreditados como una medida objetiva para determinar, de una forma general, la capacidad que poseen estos para cumplir con sus obligaciones crediticias contraídas. Además, la utilización de un *rating* medio como aproximación a una valoración global de la capacidad de pago de cada acreditado, claramente atenúa los posibles efectos procíclicos en el cálculo de los requerimientos mínimos de capital sin reducir la sensibilidad al riesgo del sistema.

Teniendo en cuenta los objetivos mencionados anteriormente, el resto del artículo se estructura como sigue. El segundo apartado introduce brevemente las características generales de un sistema de *rating,* además de presentar el que se desarrolla en este trabajo. En el tercer apartado se describe la base de datos utilizada para estimar el sistema de *rating* y el tratamiento sectorial que se da a la información financiera disponible para

cada acreditado. El cuarto apartado se dedica al proceso de estimación, incluyendo la descripción de las variables susceptibles de formar parte del sistema de clasificación final, el resultado de la estimación del modelo multivariante en el que se basa el sistema obtenido, así como el proceso de validación. En el quinto apartado se obtiene el sistema de clasificación final a partir de las puntuaciones que se derivan del modelo multivariante estimado; en particular, las categorías o grados en los que cada acreditado queda clasificado y las probabilidades de impago de cada una de ellas, así como la matriz de transición del sistema. En función de los resultados de un análisis de sensibilidad sobre la anterior matriz, el sexto apartado presenta los efectos cíclicos derivados del sistema de *rating;* en particular, los provocados por la migración de acreditados entre distintas categorías de riesgo, la cual se considera como la principal fuente de prociclicidad incluida en el sistema, y describe su repercusión en términos de variaciones de capital mínimo exigido según la actual propuesta de reforma del Acuerdo de Capital. También se presentan posibles medidas para corregir dicho efecto cíclico, incluyendo una alternativa sencilla, que, además de mitigar la variación cíclica del capital a lo largo del tiempo, puede ser usada como una medida objetiva para evaluar la calidad crediticia global de un acreditado. El último apartado concluye con un breve resumen de las principales ideas y resultados obtenidos en el trabajo.

2. CARACTERÍSTICAS DE UN SISTEMA DE CLASIFICACIÓN DE ACREDITADOS

La característica fundamental de todo sistema de clasificación de acreditados es capturar, de la forma más objetiva y exacta posible, la capacidad o habilidad de cada uno de ellos para cumplir con sus obligaciones crediticias contraídas. Por tanto, todo sistema de *rating* debería ser, en primer lugar, efectivo a la hora de discriminar entre buenos y malos acreditados, según sus características económicas y financieras más importantes, para poder clasificarlos en grupos homogéneos de riesgo y, por tanto, poder facilitar, por un lado, medidas generales de riesgo de crédito y, por otro, medidas particulares; fundamentalmente, probabilidades de impago. Por tanto, la principal información que deberían aportar tales sistemas es una valoración global de la capacidad de respuesta de cada acreditado a sus deudas contraídas en función de toda la información disponible que del mismo se disponga.

Los sistemas de clasificación pueden ser de muy diversos tipos, dependiendo fundamentalmente del tipo de información utilizada y la naturaleza cuantitativa o cualitativa de su proceso de estimación. En particular, el sistema de clasificación sobre el que se basa este documento utiliza la estructura desarrollada por Trucharte y Marcelo (TM) (2002), los cuales tratan de obtener una clasificación de acreditados a partir de la relación existente entre el suceso de impago de un acreditado y un conjunto de *ratios* económico-financieras de dichos acreditados. Hay que resaltar que, si bien la metodología y supuestos que se utilizan en este trabajo son fundamentalmente los mismos que en TM, dos son las diferencias básicas

que los distinguen: la primera de ellas hace referencia a la cantidad de información financiera disponible (mayor número de empresas y de años) y su tratamiento sectorial. La segunda son los objetivos finales, los cuales son claramente distintos. Mientras que en TM estos se centran, fundamentalmente, en las aplicaciones supervisoras de un sistema de *rating,* el objetivo de este trabajo es realizar una aproximación a los sistemas que, en general, utilizan las entidades individuales y establecer cómo, a partir de la especificación establecida en términos de clasificación de acreditados, dicha clasificación cambia por efectos del ciclo económico.

La determinación de la calidad crediticia de cada acreditado en el sistema de clasificación que aquí se desarrolla está basada en tratar de explicar cuándo un determinado acreditado impaga. En particular, la definición de impago utilizada es similar a la establecida por el CSBB y, en concreto, hace referencia a aquellos acreditados que estén más de 90 días en mora en cualquiera de sus obligaciones de pago, o a quienes con una alta probabilidad se puede considerar que son incapaces de hacer frente a sus obligaciones crediticias contraídas. Es este preciso suceso el que se intenta predecir, ya que se supone que este es el momento en el que un acreditado se convierte en un peligro explícito, en el sentido de erosionar la calidad de la cartera crediticia de una entidad bancaria. A su vez, y sobre la base de la calidad crediticia de la cartera de cada entidad, esto es, de su riesgo latente, se debería determinar el capital necesario para cubrir las pérdidas potenciales, utilizando, como permite Basilea II, los resultados obtenidos a partir de clasificaciones basadas en sistemas internos de *rating.*

De la misma manera que se hace en TM, antes de presentar el sistema de clasificación de acreditados desarrollado, es necesario comentar el procedimiento seguido para la construcción de la base de datos utilizada, lo cual se explica en el siguiente apartado.

3. CONSTRUCCIÓN DE LA BASE DE DATOS

3.1. Elaboración de la muestra

En este trabajo se van a utilizar dos tipos de información distintos, procedentes de bases de datos diferentes. Por un lado, información procedente de la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE), en la que se recogen todos los riesgos concedidos por las entidades de crédito por encima de 6.000 €, así como otras características relevantes sobre las operaciones crediticias, tales como la exigencia de garantías y el vencimiento de cada operación. Además, contiene la información necesaria para determinar la condición de impago (tal como se ha definido anteriormente) de cada acreditado. Por otro lado, se va a utilizar la información de otras dos bases de datos, la procedente de la Central de Balances del Banco de España (CBBE) y la que se recoge en SABE (perteneciente a Informa), las cuales contienen, fundamentalmente, información económica y financiera de empresas.

El cuadro 1 resume, en cifras, las características más relevantes correspondientes a cada una de las bases de datos, así como la información resultante de la combinación de ellas. La primera fila recoge el número total de operaciones crediticias (concedidas a empresas privadas no financieras) contenidas en la CIRBE para cada año. En la siguiente fila se agrega la información anterior por acreditado, lo cual implica agrupar todas las operaciones que las distintas entidades de crédito españolas han concedido a una misma empresa. Adicionalmente, se presenta el número de aquellos acreditados que han impagado al menos en una de sus obligaciones, así como el porcentaje que representan sobre el total de acreditados existentes. A continuación, se presenta el número total de empresas para las cuales la información financiera está disponible (CBBE-SABE).

Es interesante analizar el porcentaje de financiación bancaria concedida a empresas, del cual se tiene información financiera procedente de las bases CBBE-SABE. Se observa que la cobertura media para el período 1993-2000 ronda las dos terceras partes del total de riesgo soportado por las entidades de crédito españolas, destacando los ejercicios 1997 y 1998, en los que se alcanzó una cobertura en torno al 81 %.

Debido a que las bases de datos con información financiera están ligeramente sesgadas a incorporar una mayor cantidad de empresas grandes, es de esperar que el porcentaje de cobertura se incremente en la medida en que empresas pequeñas queden fuera de la muestra seleccionada. Por lo tanto, si se establece un determinado umbral de tamaño, se conseguirá una mayor cobertura respecto a la información financiera disponible. Respecto a este particular, la última fila del cuadro 1 ofrece información sobre la muestra finalmente utilizada para estimar el sistema de clasificación. Para obtener dicha muestra, además de emplear una serie de filtros necesarios para asegurar la calidad e integridad de los datos (en particular, excluir valores incoherentes, como, por ejemplo, valores negativos en variables como total activo o acreedores), se decidió establecer un umbral mínimo de tamaño, en términos de volumen anual de ventas, igual a nueve millones de euros. Las razones del establecimiento del anterior umbral son, básicamente, las mismas que las argumentadas en TM.

La primera de ellas se refiere al objetivo de construir un sistema de clasificación adecuado para una gran parte de la financiación concedida a empresas, siguiendo las nuevas demandas y propuestas establecidas por Basilea II. Como la definición de lo que se considera financiación a empresas ha sido modificada en varias ocasiones (6), se decidió esta-

(6) Hay que recordar que desde que el CSBB publicó su documento consultivo de enero de 2001, se han hecho varias modificaciones; en particular, la de noviembre de 2001 y la de julio de 2002. Fundamentalmente, en la última se da un nuevo tratamiento, en términos de requerimientos de capital, para los riesgos con empresas según el tamaño de las mismas. Con la única excepción de exposiciones muy pequeñas (menores de un millón de euros y gestionadas como la cartera minorista, que pueden asociarse a empresas pequeñas), que se incluirán en la categoría de minorista, *retail,* el resto (grandes, medianas e, incluso, parte de las pequeñas empresas) se considerará dentro de la cartera de empresas, *corporate exposures.* Cualquiera que sea finalmente la forma o la curva mediante la cual se calculen sus requerimientos mínimos de capital, un sistema de *rating* será necesario para proporcionar a este tipo de exposiciones crediticias una clasificación en términos de su riesgo y, en definitiva, una probabilidad de impago.

CUADRO 1

ESTADÍSTICAS DE LOS DATOS CIRBE-CBBE/SABE (a)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
CIRBE (b)	1.128.210	1.139.188	1.143.347	1.246.607	1.425.415	1.509.534	1.643.110	1.792.680	1.938.558
N.º acreditados (c)	314.337	336.540	357.775	394.067	461.700	491.074	525.983	563.065	603.597
N.º impagos (d)	38.373	51.987	53.208	48.978	50.316	40.578	30.676	27.072	24.955
Porcentaje de impagos	12,21 %	15,45 %	14,87 %	12,43 %	10,90 %	8,26 %	5,83 %	4,81 %	4,13 %
CBBE-SABE									
N.º empresas	40.568	71.837	93.228	116.413	146.726	168.293	187.345	178.525	165.829
Cruce CBBE / SABE-CIR									
Nº acreditados (e)	31.914	57.733	75.938	97.650	127.937	138.309	165.250	158.679	149.218
Representatividad (f)	44,58 %	55,70 %	62,37 %	70,11 %	78,18 %	81,44 %	81,65 %	69,75 %	66,92 %
FILTROS (g)									
N.º acreditados	4.585	5.180	6.703	7.701	8.457	9.665	10.835	10.367	10.099
N.º impagos	108	196	236	291	282	308	347	253	205
Porcentaje de impagos	2,36 %	3,78 %	3,52 %	3,78 %	3,33 %	3,19 %	3,20 %	2,44 %	2,03 %

(a) Datos a diciembre del año correspondiente.
(b) Número total de operaciones crediticias concedidas a empresas privadas españolas no financieras. No se incluyen operaciones interbancarias ni operaciones por debajo de 6.000 euros.
(c) Número total de operaciones crediticias agregadas por acreditado.
(d) Número total de operaciones crediticias impagadas agregadas por acreditado.
(e) Número total de acreditados comunes a ambas bases de datos (CBBE/SABE-CIR).
(f) Suma de exposiciones de empresas con información disponible en CBBE/SABE dividido por la suma total de exposiciones en el sistema crediticio español.
(g) La muestra incluye únicamente sociedades anónimas, limitadas, colectivas, comanditarias y cooperativas con ventas por encima de nueve millones de euros. Las empresas con datos inválidos han sido extraídas. así como empresas con menos de dos años de antigüedad.

blecer un umbral de corte relativamente pequeño, con el fin de poder incluir la mayor parte de las financiaciones concedidas a empresas.

La segunda razón está relacionada con la menor fiabilidad de la información financiera procedente del segmento de pequeñas empresas (7). Es de esperar que, cuanto mayor es una empresa, más fiables sean sus datos financieros disponibles. Además, se observó que el porcentaje de impagos en el segmento de pequeñas empresas resultaba ser el más bajo de todos los existentes en la muestra al realizar distintas agrupaciones por tamaño. Este resultado es difícilmente justificable a la vista de los resultados empíricos de trabajos que analizan la relación existente entre tamaño y probabilidad de impago (8), los cuales en su mayoría encuentran una relación negativa entre ambas variables. Este hecho se consideró que se debía a la menor cantidad de información financiera del grupo de las pequeñas empresas y, más concretamente, del grupo de las pequeñas empresas que impagan y, por tanto, establecía la necesidad de imponer un determinado umbral mínimo de tamaño para poder incluir a una empresa en la muestra final utilizada.

3.2. Análisis sectorial

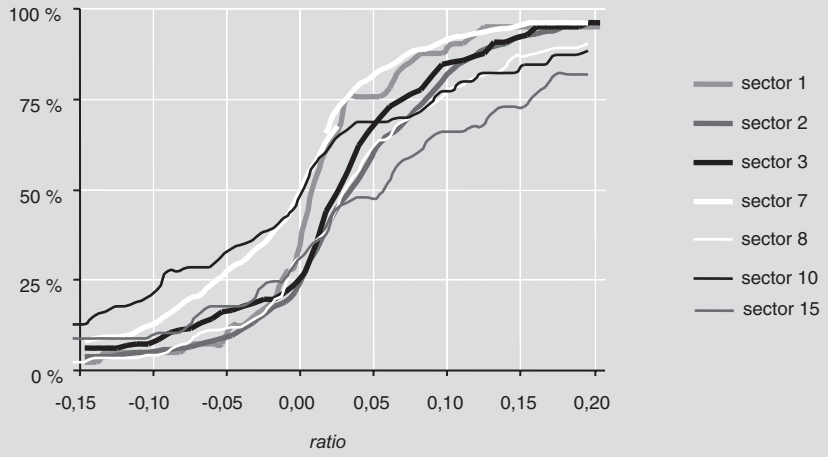
Antes de pasar a analizar la capacidad explicativa de la información financiera respecto de la condición de impago de un determinado acre-

(7) En este trabajo se considerará como pequeñas empresas a aquellas con una facturación inferior a los nueve millones de euros.

(8) Véase, por ejemplo, López (2002).

GRÁFICO 1

RESULTADO ORDINARIO/TOTAL ACTIVO
FRECUENCIAS SECTORIALES ACUMULADAS



ditado, en este apartado se va a mostrar la importancia de transformar dicha información en función del sector económico al que pertenece cada acreditado en cuestión. A modo de ejemplo, en el gráfico 1 se puede apreciar cómo los valores de la *ratio Resultado ordinario/Total activo* difieren claramente dependiendo del sector económico del que proceden (9). En concreto, se observa cómo para más de la mitad de las empresas en el sector 7 la anterior *ratio* presenta valores negativos, mientras que tan solo menos del 20 % de las empresas pertenecientes al sector 3 tiene valores negativos de la misma *ratio.* Esto significa que el mismo valor de una *ratio* financiera implica situaciones distintas, dependiendo de qué sector económico se trate. Por lo tanto, si el componente sectorial no fuese tenido en cuenta, el modelo final asignaría la misma calificación a acreditados procedentes de sectores distintos con valores similares de sus *ratios* financieras, aunque estas representen realidades económicas diferentes. En consecuencia, esta transformación, que tiene en cuenta el sector económico, es de gran importancia.

Es posible llevar a cabo este análisis sectorial, puesto que la información de la actividad económica (código CNAE) de cada acreditado forma parte de la información disponible para cada uno de ellos. La anterior transformación no solamente está justificada por razones puramente económicas, tal y como se argumentaba en el párrafo anterior, sino que también se fundamenta estadísticamente mediante *test* sobre distribuciones muestrales; en particular, utilizando el *test* de *Kolmogorov-Smirnov,* que comprueba la homogeneidad de dos muestras (10). Esto es, se utiliza di-

(9) Tan solo se han presentado en el gráfico siete distribuciones acumuladas de la *ratio* en cuestión, por razones de legibilidad. Por otro lado, los sectores incluidos en el gráfico y la numeración que se les ha asignado no coinciden necesariamente con la descripción sectorial que aparece en el cuadro 2.

(10) Fuente: Siegel y Castellan (1988).

CUADRO 2

DESCRIPCIÓN SECTORIAL

Sector	Actividad	Código CNAE
1	Agricultura, selvicultura y pesca	01, 02, 05
2	Alimentación y tabaco	15, 16
3	Textiles	17-19
4	Papel	20-22
5	Industria química	24, 25
6	Metales y maquinaria y aparatos eléctricos	27-33
7	Manufacturas y venta de vehículos a motor	34, 35, 50
8	Energía	10-14, 23, 37-41, 74
9	Construcción	26, 45, 70, 90
10	Hoteles y restaurantes	55, 6330
11	Comercio al por menor y al por mayor	36, 51, 52
12	Transporte	60-63, 6400-6420
13	Intermediación financiera y seguros	65-69
14	Telecomunicaciones e I+D	6420, 72, 73
15	Ocio	92
0	Resto	Códigos restantes

cho *test* para determinar si los valores de las diferentes *ratios* sectoriales han sido originadas por las mismas o por diferentes funciones generadoras. Utilizando un estadístico calculado para cada par de distribuciones empíricas, se contrasta la hipótesis sobre si ambas distribuciones provienen de un mismo proceso generador. En nuestro caso particular, la hipótesis nula es generalmente rechazada (el 75 % de las veces) con un 90 % de nivel de confianza, confirmándose la intuición económica de que, aunque diferentes sectores presentan los mismos valores en la misma *ratio* financiera, la realidad económica subyacente en cada uno de ellos puede ser muy diversa.

Una vez justificado el tratamiento sectorial, las *ratios* financieras son transformadas. En primer lugar, se identifican 16 sectores según los códigos CNAE (véase cuadro 2). Este número de sectores satisface un doble objetivo: por un lado, es lo suficientemente grande como para poder capturar la idiosincrasia de cada uno de ellos y, por otro, es lo suficientemente pequeño como para que el número de impagos sea estadísticamente significativo en cada grupo. A continuación, se calcula la mediana para cada sector y cada año. Por último, la transformación resultante consiste en calcular la desviación, en términos porcentuales, de cada *ratio* financiera con respecto a su mediana sectorial anual. Considerar la mediana anual en vez de la mediana del período completo permite obtener las *ratios* financieras transformadas con una propiedad muy interesante. Esta transformación va a extraer la mayor parte del componente cíclico de los datos financieros, esto es, van a quedar, en su mayor parte, libres de efectos cíclicos y, de esta forma, van a permitir identificar de una manera más fácil el patrón de la actividad económica en la variable que para tal efecto se incluye en el sistema de clasificación que se ha de estimar. Esto servirá especialmente para el objetivo final de analizar la potencial prociclicidad incluida en los modelos internos.

4. PROCESO DE ESTIMACIÓN

4.1. Variables

Como se ha comentado previamente, el proceso de estimación es básicamente el mismo que el descrito en TM. La variable dependiente representa el suceso de impago a través de una variable binaria que toma el valor 1 si se ha producido un impago y 0 en caso contrario (11). Las variables explicativas (que aparecen en el cuadro 3) están formadas por un conjunto de *ratios* financieras, sobre las que se ha llevado a cabo un análisis univariante, y por un segundo bloque, que incluye tanto variables *dummy* de los sectores económicos anteriormente descritos como una variable relativa a las garantías exigidas al acreditado, así como una variable macroeconómica (la tasa de crecimiento del PIB).

Las variables *dummy* sectoriales representan la clasificación propuesta en términos de actividad económica del epígrafe 3.2. Además de la transformación sectorial de los datos, se requiere una variable *dummy* para discriminar entre sectores en función de su relación con la variable *Impago.* Esto significa que existirá una relación negativa entre la variable *Impago* y aquellos sectores cuyo porcentaje de impagos esté por debajo de la media. La relación opuesta se encontrará para aquellas empresas que pertenezcan a un sector cuyo porcentaje de impagos esté por encima de la media.

Para tener en cuenta el efecto de las garantías asociadas a las operaciones crediticias, se crea una variable que toma el valor 1 si se le requiere al acreditado cualquier tipo de colateral en cualquiera de sus operaciones y 0 en caso contrario. El hecho de que a un acreditado se le requiera una garantía, no implica más que haber sido identificado por la entidad de crédito como un individuo con una alta probabilidad de hacer impago, y, por lo tanto, se espera un signo positivo en el coeficiente asociado. El cuadro 4 muestra las frecuencias de impago de cada grupo y confirma esta hipótesis, es decir, que aquellas empresas a las que se les requiere una garantía impagan más a menudo.

Finalmente, la variable *Tasa de crecimiento del PIB* representa el factor común que se supone que afecta de igual manera a la calidad de los activos de cada acreditado. En el cuadro 1 se puede observar que hay un patrón cíclico en el porcentaje de impagos anuales (12); en otras palabras, se puede observar cómo los períodos con un mayor porcentaje de acreditados que impagan son aquellos en los que la actividad económica atraviesa por momentos de crecimiento bajo o, incluso, negativo, mientras que, cuando la economía comienza a recuperarse (desde 1995), el porcentaje de impagos comienza a reducirse. Por lo tanto, esta variable

(11) Según la definición previa de impago.

(12) Se puede aceptar que el último ciclo económico español abarca desde inicios de los años noventa hasta el año 2001. La parte más baja del ciclo se alcanzó en 1993, mientras que el pico se sitúa a finales del mismo, en el año 2000.

CUADRO 3

***RATIOS* FINANCIERAS**

RENTABILIDAD
- Resultado antes impuestos / Activo
- Resultado ordinario / Activo
- Resultado financiero / Activo
- Resultado ordinario / Ventas

APALANCAMIENTO
- Acreedores / Fondos propios
- Acreedores / Activo
- Acreedores. – Tesor. - IFT/ Activo
- Fondos propios / Activo
- Exposición CIRBE/ Activo

ACTIVIDAD
- Existencias / Cons. de explotación
- Ventas / Activo
- Crecimiento ventas

LIQUIDEZ
- Tesorería / Acreedores corto plazo
- Tesorería / Activo
- Activo circulante / Acreedores corto plazo
- Resultado explotación / Pasivo circulante
- Acreedores corto plazo / Acreedores

TAMAÑO
- Activo / IPC
- Ventas / IPC

PRODUCTIVIDAD
- Gastos financieros / Ventas
- Resultado explotación / Ventas
- Gastos personal / Ventas
- Gastos financieros / Ventas
- Gastos financieros / Resultado antes imp.
- Gastos financ. + Gastos personal / Ventas

OTRAS VARIABLES

- Plazo
- Garantía
- *Dummies* sectoriales
- Tasa de crecimiento del PIB

puede ser considerada como clave a la hora de proceder a analizar y cuantificar el posible impacto que el ciclo económico tiene en el proceso de asignación de un *rating* a cada acreditado, y, finalmente, sobre el capital requerido. Puesto que la mayor parte del componente agregado de las *ratios* financieras se ha extraído (transformación sectorial realizada), esta variable debería incorporar la mayor parte del efecto cíclico del sistema estimado y a través de sus variaciones conocer cómo afecta finalmente a la clasificación de acreditados obtenida.

4.2. El modelo

El modelo estadístico escogido para estimar la relación entre la variable de impago y las variables explicativas incluidas en la muestra es una regresión logística (13) en la que la finalidad predictiva del mismo impone que todas las variables independientes incluidas en el modelo estén retardadas un período (a excepción de las *dummies* sectoriales y la variable garantía, que son observadas contemporáneamente). El resultado final se puede contemplar en el cuadro 5, donde las variables significativas se pueden agrupar en cuatro categorías diferentes:

(13) La elección de un modelo logístico no solo se fundamenta en el hecho de que la condición de impago se puede definir en términos probabilísticos (empleando probabilidades de impago), sino también en el hecho de que tal condición viene determinada por el valor de los activos del acreditado. Como esta condición es una variable latente no observada, se puede aproximar mediante una variable binaria; en concreto, la variable endógena de la regresión logística.

CUADRO 4

GARANTÍA
FRECUENCIAS DE IMPAGO

	No	Sí	Total
No-impagos	45.723 63,84 %	25.899 36,16 %	71.622
Impagos	704 35,74 %	1.266 64,60 %	1.970
Total	46.427	27.165	73.592

a) *Ratios* financieras:

- *Ratio* de rentabilidad: *Resultado ordinario/Total activo.* Esta variable presenta un signo negativo, tal como se esperaba *a priori,* ya que, cuanto mayor sea la rentabilidad de una empresa, menor probabilidad de impago tiene.
- *Ratio* de endeudamiento: *Recursos propios/Total activo.* El signo de este cociente es también negativo, lo que implica que, cuanto mayor sea la proporción de recursos propios sobre los activos de una empresa, menor será su probabilidad de impago.
- *Ratios* de liquidez: *Tesorería/Total activo.* Su signo negativo corresponde a lo que *a priori* se esperaría para esta variable, es decir, a mayor liquidez, menor probabilidad de impago. Sin embargo, el cociente *Acreedores a corto plazo/Total acreedores* presenta un signo opuesto al esperado inicialmente. Este tipo de problemas ocurre generalmente en un contexto de análisis multivariante, donde si dos *ratios* están correlacionadas entre sí, entonces la que tiene una menor correlación con la variable dependiente puede cambiar de signo. A pesar de esto, esta *ratio* ha sido mantenida en el modelo final por su capacidad explicativa.
- *Ratio* de tamaño: *Ventas/IPC.* Esta variable representa el hecho de que el tamaño de una empresa es un determinante de la probabilidad de impago. En general, las grandes empresas tienen más alternativas de reacción ante problemas puntuales que las pequeñas, lo que les permite a las primeras demorar la posibilidad de hacer impago. Por lo tanto, el signo negativo del coeficiente es el esperado.

b) Garantía: El signo positivo confirma que los bancos generalmente exigen garantías a los que *a posteriori* resultan ser los acreditados de peor calidad.

c) Factor común: La variable crecimiento de PIB puede ser interpretada como el factor agregado que anualmente afecta de la misma forma al valor de los activos de cualquier empresa, con independencia de sus características financieras. El signo negativo implica

CUADRO 5

MODELO MULTIVARIANTE (a)

Variable	Coeficiente	Variable	Coeficiente
Constante	–4,268	Recursos propios/	
	(0,220)	Total activo	–0,533
Tasa crecim. PIB	–0,051		(0,029)
	(0,015)	Tesorería/Total activo	–0,107
			(0,012)
Dummies sectoriales	(b)	Ventas / IPC	–0,009
			(0,003)
Garantía	0,815	Acreedores a corto	
	(0,050)	plazo/Total acreedores	–2,375
			(0,097)
Resultado ordinario/			
Total activo	–0,013		
	(0,002)		

(a) Regresión logística de la variable *IMPAGO* sobre variables retardadas un período. Número de observaciones: 73.321. Período: 1993-2000. Entre paréntesis, el error estándar del coeficiente. Todas las variables son significativas, con un nivel de confianza del 99 %.

(b) 15 coeficientes de variables *dummy* han sido estimados (uno de ellos se ha dejado fuera para evitar problemas de colinealidad) para cada sector económico, resultando 11 de ellos estadísticamente significativos Las estimaciones no se proporcionan por motivos de confidencialidad.

que los patrones cíclicos se comportan como inicialmente se esperaba, mostrando que las mayores tasas de crecimiento del PIB están asociadas a menores tasas de probabilidad de impago.

d) *Dummies* sectoriales: Como ya se ha descrito, representan el sector económico en el que se clasifica cada acreditado. El signo positivo se asocia a aquellos sectores cuya calidad crediticia es peor que la del sector excluido por razones de colinealidad. Signos negativos representan lo contrario.

Una vez obtenidos los determinantes del impago, es conveniente cuantificar el grado de ajuste del modelo para poder así evaluar su capacidad de ordenación. Como se puede observar en la diagonal principal del cuadro 6, el modelo clasifica correctamente más del 74 % de los acreditados incluidos en la muestra. Para poder probar la consistencia y robustez del modelo con datos no pertenecientes a la muestra de desarrollo, se ha aplicado el modelo sobre una muestra de validación con datos de 8.993 empresas (14) para el año 2001. En el cuadro 7 se muestra cómo más del 70 % de las empresas incluidas en dicha muestra es correctamente clasificado, indicando que el poder de clasificación del modelo estimado es satisfactorio.

5. SISTEMA DE CLASIFICACIÓN

5.1. Calibración

Una vez estimado el modelo, el siguiente paso para la obtención del sistema de clasificación consiste en la agrupación de los acreditados en

(14) Contiene información de impagos relativos al año 2001 e información financiera correspondiente al año 2000.

CUADRO 6

TABLA DE CLASIFICACIÓN
MODELO DE DESARROLLO

	Impagos observados	No-impagos observados	Total
Impagos predichos	1.521 77,40 %	19.487 27,31 %	21.008
No-impagos predichos	444 22,60 %	51.869 72,69 %	52.313
Total	1.965	71.356	73.321

Punto de corte: 3 % (1.965 / 73.321). Una empresa se asigna a la categoría de impago si la probabilidad predicha excede este valor.

categorías homogéneas de riesgo. Para ello, se calcula una puntuación para cada acreditado como la suma total del producto de cada variable explicativa por su respectivo coeficiente y se ordenan de forma ascendente, realizándose una primera clasificación tentativa. A continuación, se calculan las frecuencias de impago de cada grupo. Utilizando dichas frecuencias y teniendo en cuenta las dos premisas fundamentales comentadas en TM (15), se obtienen los grupos definitivos.

Antes de definir finalmente las categorías de clasificación, se ha de hacer una importante observación en la definición de la PD. Hasta ahora no se ha hecho ninguna referencia a la situación de un préstamo en el período t-1. De ahora en adelante, la probabilidad de impago será condicionada a no haber hecho impago en el período anterior, esto es, condicionada a pertenecer a la cartera viva libre de impagos (CV). Debido a que la estimación del modelo logístico no excluía las observaciones de la cartera que contiene los impagos (CI), el cálculo de la probabilidad de impago debe tener en cuenta este hecho e incluir solo los datos de la cartera viva al final del año anterior. El cuadro 8 muestra unas cifras muy clarificadoras. Como se esperaba, casi el 98 % de los acreditados pertenecía a la CV, mientras que el resto constituía la CI. En cada una de las carteras, el porcentaje de impago es extremadamente diferente: 1,38 % y 60,71 % en la CV y la CI, respectivamente. Estos datos se podrían interpretar como las probabilidades medias de impago de una empresa típica, dependiendo de su comportamiento en el período anterior.

Como resultado de este proceso, el sistema final de clasificación de acreditados consta de 9 categorías, tal y como se puede apreciar en el cuadro 9, el cual también incluye las probabilidades de impago estimadas para cada una de ellas. La probabilidad incondicional del 1,38 % ha sido

(15) Las dos premisas establecidas son: una distribución de acreditados aproximadamente simétrica entre categorías de riesgo y probabilidades de impago exponencialmente crecientes en cada una de ellas. Hay que resaltar que los requisitos anteriores están ampliamente aceptados por la industria y no suponen restricciones más allá de lo que la evidencia empírica demuestra en otros sistemas de clasificación (bancos o incluso agencias externas de calificación).

CUADRO 7

TABLA DE CLASIFICACIÓN
MODELO DE VALIDACIÓN

	Impagos observados	No-impagos observados	Total
Impagos predichos	135 70,68 %	2.604 29,59 %	2.739
No-impagos predichos	56 22,60 %	6.198 70,41 %	6.254
Total	191	8.802	8.993

Punto de corte: 3 % (1.965 / 73.321). Una empresa se asigna a la categoría de impago si la probabilidad predicha excede este valor.

distribuida a lo largo de las categorías obtenidas, desde la categoría 1 (con una PD del 0,12 %), hasta la categoría 9 (con una PD del 11,89 %). La distribución de los acreditados a lo largo de las categorías se muestra en el gráfico 2. En este gráfico se observa que esta es aproximadamente simétrica, con el 21 % de los acreditados agrupados en la categoría 5 y menos del 5 % concentrado en las extremas. También se muestra el incremento exponencial de la probabilidad de impago a medida que la calidad crediticia de los acreditados se deteriora. Finalmente, el gráfico 3 proporciona información de la distribución de los acreditados en términos de su condición de impago. La mayor parte de los impagos se concentra en las peores categorías, confirmando el poder explicativo del modelo.

Conviene, no obstante, hacer una última observación. Puesto que el proceso de calibración se ha realizado con datos que engloban un ciclo económico completo, las probabilidades del cuadro 9 (16) no se refieren al año en que el *rating* se asigna, sino a una media a largo plazo. Esta forma de calibración suaviza los requerimientos de capital y evita fuertes fluctuaciones que puedan provocar aumentos de las restricciones del crédito en las recesiones. Como se ha señalado con anterioridad, esta metodología no debería ser seguida necesariamente por agentes privados cuyo objetivo sea una gestión activa del riesgo de crédito. La opción escogida en este trabajo se deriva del uso regulatorio al que esta herramienta de clasificación se espera aplicar.

5.2. Matriz de transición incondicional

Un resultado muy importante que puede extraerse de un sistema de clasificación de acreditados es la matriz de transición y sus probabilida-

(16) Debe tenerse en cuenta que las puntuaciones asignadas a cada categoría por el modelo logístico se han reescalado. Comprenden desde 0 (acreditados de peor calidad) a 100 (acreditados de mejor calidad). La columna de PD se ha calculado como el cociente entre el número de acreditados que han impagado, dado que en el período anterior formaban parte de la cartera viva, y el número total de acreditados de esa categoría.

CUADRO 8

PROBABILIDADES DE IMPAGO

	Cartera viva	Cartera impagada	Total
No-impagos	70.723 98,62 %	633 39,29 %	71.356
Impagos	987 1,38 %	971 60,71 %	1.965
Total	71.710	1.611	73.321

des asociadas. El cuadro 10 presenta la matriz de transición anual media para el período 1993-2000, la cual se construye de forma similar a como se describe en Bangia *et al.* (2002):

- La composición de la cartera varía a lo largo del tiempo, permitiendo considerar nuevas empresas, distintos sectores y diferentes estados por los que atraviesa el ciclo económico.

- En cuanto a los acreditados que han migrado a la categoría SR (17) (sin *rating),* la probabilidad de transición a esta categoría se distribuye entre todas las probabilidades de cada uno de los estados (a excepción de la de impago) en proporción a sus respectivos valores en la matriz de transición. Aunque este método trata de una forma benigna las transiciones hacia la categoría SR, es justificable porque la gran cobertura de la base de datos permite considerar la extinción de la deuda como la causa más plausible de transitar a la categoría SR.

Retornando a la matriz incondicional, cada uno de los elementos de la matriz, a_{ij}, representa la proporción muestral de acreditados que, habiendo comenzado el período en la categoría i, termina el año en la categoría j. Entre paréntesis, debajo de cada probabilidad de transición se presenta también el error estándar. Estos errores pueden entenderse como la precisión de la estimación de las probabilidades y se han calculado empleando la misma hipótesis utilizada en Nickell *et al.* (2000) (18).

Observando los elementos de la matriz, se puede ver que, aunque los mayores valores de la matriz aparecen en la diagonal principal, estas probabilidades son mucho menores que las proporcionadas por las agencias externas de calificación (S&P´s, Moody´s...). Como se indica

(17) La desaparición de acreditados del sistema de clasificación puede ocurrir tanto porque su deuda bancaria se ha extinguido como porque no hay información financiera disponible sobre ellos.

(18) Se supone que las transiciones son independientes, tanto temporalmente como en la sección cruzada. Consecuentemente, si se considera la variable binomial transitar del *rating* i al *rating* j, el error estándar para cada una de las probabilidades de transición se puede calcular como el error de una binomial:

[Probabilidad $_{\text{categoría i a j}}$ * (1-Probabilidad $_{\text{categoría i a j}}$)/ (Número de acreditados en la categoría de riesgo i)]^(1/2).

CUADRO 9

CATEGORÍAS Y PROBABILIDADES DE IMPAGO

Categoría	Puntuación	PD (%)
1	70-100	0,12
2	64-70	0,21
3	58-64	0,38
4	53-58	0,58
5	47-53	0,94
6	42-47	1,54
7	35-42	2,93
8	27-35	5,76
9	0-27	11,89

La columna PD representa la probabilidad de impago condicionada a pertenecer a una categoría particular. La PD ha sido calculada a partir del total de la cartera viva no impagada.

en Lowe (2002), este es el comportamiento esperado de los modelos internos desarrollados por las entidades de crédito. Los *ratings* que estas obtienen son más volátiles que los de las agencias externas, cuyas calificaciones se asignan en el contexto de escenarios económicos adversos y raramente van a modificarse en períodos cortos de tiempo. Sin embargo, esta matriz sí cumple con la regla general de monotonicidad, esto es, cuanto más lejos se encuentre una casilla de la diagonal principal, menor será su probabilidad, siendo la excepción, como es habitual a esta propiedad, la columna que recoge la probabilidad de impago.

Otra importante característica que debería esperarse de una matriz de transición es la peor calidad crediticia de aquellas empresas que pertenecen a las peores categorías de *rating.* Se puede comprobar cómo las probabilidades de impago y la volatilidad aumentan a medida que la calidad de las categorías disminuye.

GRÁFICO 2

CATEGORÍAS DE *RATING* Y PROBABILIDADES DE IMPAGO

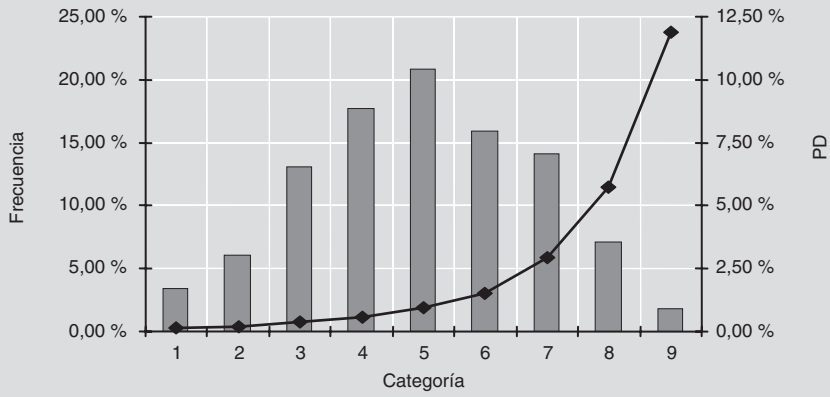
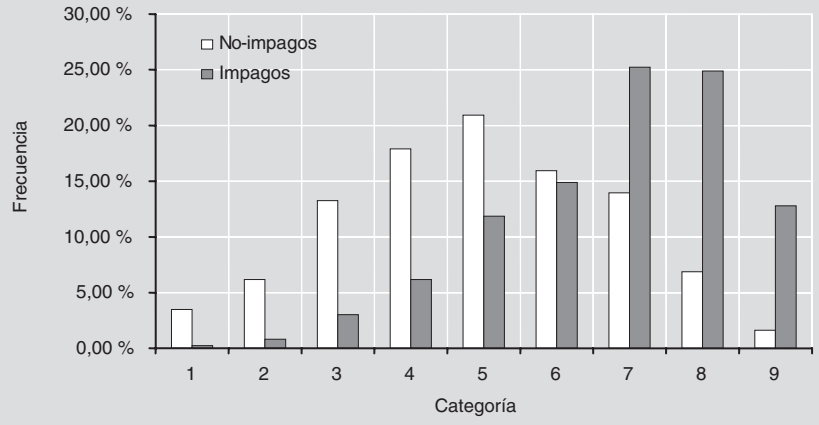


GRÁFICO 3

DISTRIBUCIÓN DE *RATING* IMPAGOS Y NO IMPAGOS



En resumen, las principales propiedades de esta matriz se parecen mucho a aquellas de las bien conocidas matrices de transición de las agencias externas de calificación. Sin embargo, la matriz calculada posee las propiedades inherentes de una matriz derivada de un sistema interno de clasificación, como son los menores valores de la diagonal principal, lo cual se traduce en un mayor número de migraciones de los acreditados.

CUADRO 10

MATRIZ DE TRANSICIÓN Y PROBABILIDADES DE TRANSICIÓN (%)

Rating al principio del año	*Rating* al final del año									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Impago
1	65,37	19,81	7,90	3,28	1,94	0,97	0,55	0,06	–	0,12
	(0,96)	(0,80)	(0,54)	(0,36)	(0,28)	(0,20)	(0,15)	(0,05)		(0,07)
2	13,90	55,24	21,84	5,77	2,00	0,66	0,33	0,07	–	0,21
	(0,52)	(0,75)	(0,63)	(0,35)	(0,21)	(0,12)	(0,09)	(0,04)		(0,07)
3	1,95	13,07	58,07	17,64	6,66	1,48	0,53	0,19	0,01	0,38
	(0,14)	(0,35)	(0,51)	(0,39)	(0,26)	(0,12)	(0,08)	(0,05)	(0,01)	(0,06)
4	0,34	2,23	17,08	57,03	16,49	4,92	1,11	0,20	0,02	0,58
	(0,05)	(0,13)	(0,33)	(0,44)	(0,33)	(0,19)	(0,09)	(0,04)	(0,01)	(0,07)
5	0,13	0,44	4,37	18,77	57,15	13,10	4,56	0,51	0,04	0,94
	(0,03)	(0,05)	(0,17)	(0,32)	(0,40)	(0,28)	(0,17)	(0,06)	(0,02)	(0,08)
6	0,04	0,13	0,76	5,38	23,34	52,48	14,13	2,01	0,19	1,54
	(0,02)	(0,03)	(0,08)	(0,21)	(0,40)	(0,47)	(0,33)	(0,13)	(0,04)	(0,12)
7	0,01	0,11	0,29	0,92	7,32	22,12	55,70	9,73	0,87	2,93
	(0,01)	(0,03)	(0,05)	(0,09)	(0,26)	(0,41)	(0,49)	(0,29)	(0,09)	(0,17)
8	–	0,03	0,08	0,48	1,60	4,68	26,56	55,70	5,11	5,76
		(0,02)	(0,04)	(0,10)	(0,18)	(0,30)	(0,62)	(0,70)	(0,31)	(0,33)
9	0,10	–	0,10	0,51	1,13	1,85	7,38	28,72	48,32	11,89
	(0,09)		(0,09)	(0,20)	(0,30)	(0,38)	(0,73)	(1,27)	(1,40)	(0,91)

CUADRO 11

MATRIZ DE TRANSICIÓN DE RECESIÓN (%)

Rating al principio del año	*Rating* al final del año									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Impago
1	65,78	20,07	7,51	3,33	1,85	0,86	0,49	–	–	0,10
2	12,39	56,43	21,14	6,23	2,45	0,73	0,27	0,07	–	0,29
3	1,65	11,26	57,77	19,35	7,32	1,44	0,50	0,21	–	0,50
4	0,29	2,11	15,24	57,05	18,29	5,42	0,90	0,16	0,04	0,51
5	0,10	0,31	4,13	17,59	56,76	13,72	5,47	0,53	0,08	1,31
6	0,07	0,09	0,68	5,23	22,38	51,67	15,42	2,32	0,18	1,97
7	–	0,09	0,28	1,03	7,54	20,78	55,33	10,58	1,12	3,25
8	–	0,05	0,09	0,55	1,78	5,12	24,70	54,67	6,18	6,86
9	–	–	0,15	0,15	1,22	1,83	7,91	27,55	47,85	13,33

5.3. Matrices de transición condicionales

Aunque los resultados previos pueden considerarse de notable relevancia, el objetivo de este documento es analizar y cuantificar el impacto del ciclo económico en la clasificación de los acreditados a lo largo del tiempo y, en consecuencia, en el cálculo de los requerimientos de capital bajo las nuevas propuestas de Basilea II. Con el objetivo de obtener una primera aproximación de las consecuencias potencialmente procíclicas de la utilización de modelos internos para el cálculo del capital regulatorio, se realiza un primer estudio sobre la estabilidad de las matrices de transición bajo expansiones y recesiones.

Para ello, se calculan matrices de transición para dos estados de la economía (uno de recesión y otro de expansión) definidos en función de la tasa de variación del PIB español. El objetivo es determinar si estas matrices son diferentes y comprobar en qué medida el ciclo económico afecta al grado de riesgo de los acreditados vía migraciones. El primer período comprende años de contracción (de 1993 a 1996) y el segundo período incluye años de expansión (desde 1996 en adelante) (19). Los cuadros 11 y 12 presentan las matrices de transición condicionadas al ciclo y sus probabilidades asociadas a períodos de contracción y expansión, respectivamente. Las casillas sombreadas son aquellas probabilidades que son significativamente distintas al 5 % de las de la matriz incondicional.

En general, debe hacerse hincapié en cómo la calidad de los acreditados es inferior en las contracciones que en las expansiones, ya que las probabilidades de impago y las migraciones a categorías peores de riesgo

(19) Véase nota 13.

CUADRO 12

MATRIZ DE TRANSICIÓN DE EXPANSIÓN (%)

Rating al principio del año	*Rating* al final del año									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Impago
1	64,97	19,54	8,27	3,24	2,04	1,08	0,60	0,12	–	0,13
2	15,38	54,03	22,52	5,32	1,56	0,58	0,39	0,06	–	0,15
3	2,26	14,90	58,35	15,91	6,00	1,51	0,56	0,18	0,03	0,31
4	0,41	2,37	19,11	57,04	14,50	4,36	1,33	0,25	–	0,63
5	0,16	0,59	4,65	20,17	57,48	12,35	3,48	0,49	–	0,63
6	–	0,18	0,86	5,57	24,50	53,28	12,58	1,65	0,21	1,18
7	0,03	0,12	0,30	0,79	7,03	23,86	56,04	8,64	0,55	2,64
8	–	–	0,06	0,38	1,34	4,07	29,15	56,66	3,63	4,70
9	0,31	–	–	1,26	0,94	1,89	6,29	31,13	48,37	9,81

aumentan durante años de recesión y se reducen durante las expansiones. Por lo tanto, se puede concluir que los acreditados migran a través de las categorías a lo largo del tiempo y esta migración efectivamente va a depender del estado en que se encuentre la economía. Teniendo en cuenta este hecho, el siguiente paso consistirá en cuantificar qué porcentaje de estas migraciones puede atribuirse al ciclo económico, y cómo afecta a los requerimientos de capital. El objetivo es medir el impacto del factor común en la solvencia de los acreditados bancarios y sus repercusiones en términos de variaciones de capital a lo largo del tiempo cuando dicho capital se calcula con un sistema de clasificación interno de acreditados.

6. EFECTOS PROCÍCLICOS EN UN SISTEMA DE CLASIFICACIÓN DE ACREDITADOS

Se puede concluir del análisis de estabilidad realizado en el apartado anterior que los sistemas de *rating* y, en definitiva, las clasificaciones de acreditados que se derivan de ellos parecen depender del estado concreto en el que se encuentra la economía en un momento de tiempo dado, pudiendo, por tanto, afectar al capital regulatorio calculado de acuerdo con dichos sistemas. Como ya se comentó anteriormente, el factor común del ciclo económico puede afectar a un sistema de *rating* a través de dos componentes principalmente: la PD y la migración de acreditados entre diferentes categorías de riesgo.

6.1. Efecto PD

El nivel de la PD media de una cartera (20) puede variar, ya que es de esperar que la tasa de impagos se incremente en las fases recesivas

(20) La PD media de una cartera está ponderada por el número de acreditados en cada categoría. Por lo tanto, aquella solo refleja la tasa de impago de la cartera en un período determinado.

con respecto a los períodos de expansión económica. Este aspecto es crucial, puesto que la PD asignada a las distintas categorías de acreditados es una función de la PD media observada de una cartera. Para evitar fluctuaciones bruscas en el capital regulatorio por este motivo, el CSBB establece en su documento consultivo de enero de 2001 que la PD estimada para cada categoría de riesgo debe estar calculada como una PD media a largo plazo (21). En la práctica, esta media a largo plazo se podría interpretar como una media calculada sobre un ciclo económico completo. Como se comentó al final del apartado 5.1, este es el enfoque utilizado en este trabajo.

Sin embargo, y aunque la utilización de una PD media calculada sobre un ciclo económico completo mitigue las posibles fluctuaciones en el cálculo del capital regulatorio, no todos los ciclos económicos son siempre iguales, ni en duración ni en intensidad, y, por consiguiente, la media a largo plazo puede diferir ligeramente de un período al siguiente. Como resultado, cada vez que el sistema de *rating* es recalibrado, se consideraría un ciclo económico diferente y se obtendría una PD media a largo plazo distinta. Así, si la tasa de impagos media de dos ciclos consecutivos fuera diferente, debido, por ejemplo, a mejoras en los sistemas de gestión del riesgo de crédito o como consecuencia de un crecimiento continuado de la economía, el capital exigido también fluctuaría como consecuencia de este efecto. No obstante, un análisis (no incluido en este trabajo) realizado previamente sobre los dos últimos ciclos de la economía española muestra que este efecto tiene un impacto menor sobre las exigencias de capital.

6.2. Efecto migración

Una vez que el efecto de los cambios en el nivel de las tasas de impago debido al ciclo económico puede ser descartado como un elemento procíclico dentro de los sistemas de clasificación, es de esperar que el mayor impacto sobre dichos sistemas y, finalmente, sobre los requerimientos de capital que de aquellos se derivan, esté dominado por la mejora o el empeoramiento de la calidad crediticia de los acreditados de cada entidad como consecuencia de las fluctuaciones en la actividad económica (22). Este efecto, que denominamos migración de acreditados entre categorías de riesgo a lo largo del tiempo, es al que se dedicará toda la atención de aquí en adelante.

La principal idea detrás de este efecto es que, debido al deterioro/mejora de las condiciones económicas generales, la calificación dada a un determinado acreditado inevitablemente cambiará. También puede cambiar debido a variaciones de sus propias características (factor idiosincrásico), pero el análisis de la prociclicidad de este trabajo se centra en estudiar

(21) Véase Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2001 a), párrafo 270.

(22) Muchas migraciones son debidas a cambios en la situación particular de cada empresa. Para los propósitos de este trabajo, solo son consideradas las causadas por cambios en el nivel global de la actividad económica.

migraciones provocadas por cambios en la situación macroeconómica, la cual, como se verá, vendrá reflejada por cambios en la variable incluida a tal efecto en el modelo estimado. La cuantificación de este efecto sobre los sistemas de clasificación y, por ende, en el capital regulatorio exigido por Basilea II a partir de los anteriores sistemas se explica a continuación.

Metodología

Como se ha estimado en la sección 4 y se presenta en la ecuación [1], la probabilidad condicional final del sistema de *rating* tiene dos partes claramente separadas:

$$\text{Probabilidad de impago}_{it} = F\left[\alpha.\Delta PIB_{t-1} + \sum_{k=1}^{K} \beta_k . \textit{ratio}_\text{financiera}_{k,i,t-1}\right] \quad [1]$$

donde, *probabilidad de impago*$_{it}$ es la probabilidad de impago predicha para la empresa i en el año t, F[ ] es la función logística estándar, ΔPIB_{t-1} es la tasa de crecimiento del PIB en el año t-1 y *ratio*_financiera$_{k,i,t-1}$ es la *k-ésima ratio* financiera transformada sectorialmente para la empresa i en el año t-1.

La primera mitad de la ecuación está obviamente relacionada con el ciclo económico, mientras que la segunda parte está asociada a las características individuales *(ratios* financieras) de cada acreditado. Para cuantificar el efecto de la migración inducida por el estado de la actividad económica, solo la primera parte de la ecuación [1] será modificada. Se podría argumentar que las *ratios* financieras individuales dependen, asimismo, de la situación macroeconómica, y que también constituyen una fuente de migración. Sin embargo, debe recordarse que la transformación sectorial de dichas *ratios* va a permitir aislar el efecto del ciclo económico en la variable del PIB. La estandarización con respecto a la mediana anual del sector reduce el componente agregado incluido en las *ratios* financieras, así que no se espera ningún efecto importante del ciclo económico sobre ellas, por lo que la afirmación previa puede aceptarse sin mayores problemas.

Como los movimientos, entradas y salidas de acreditados, en la composición de la cartera analizada, podrían crear confusión en la identificación de migraciones reales, para el análisis de los efectos cíclicos sobre la clasificación de acreditados se utilizará una cartera fija. En particular, se tomará como patrón de referencia la cartera existente en el año 2000 (23).

Solo tres características de los acreditados son necesarias para calcular los requerimientos de capital de acuerdo con las nuevas propuestas de Basilea II: su exposición, su *rating* asignado y su correspondiente PD (24). Como ya se ha comentado, el nivel de las probabilidades de

(23) El análisis realizado es muy robusto respecto a la elección de la cartera seleccionada.

(24) El supuesto de una pérdida en caso de impago (LGD) constante se mantiene a lo largo de todo el trabajo. Tampoco se ha tenido en cuenta ninguna técnica de mitigación del riesgo de crédito en el cálculo del capital regulatorio.

impago se considera constante en el tiempo (como se indicó anteriormente, el efecto PD puede considerarse insignificante), mientras que la distribución de las exposiciones crediticias entre las distintas categorías del *rating* variará a lo largo del tiempo, debido a las migraciones de los acreditados.

El objetivo final es calcular las exigencias de capital regulatorio para el período 1993-2000 y ver cómo varían por el efecto del ciclo económico. Para lograr dicho objetivo, en primer lugar se calculan los requerimientos de capital para el año 2000. El siguiente paso es calcular los requerimientos de los años 1993 a 1999, teniendo en cuenta que las migraciones solo tienen lugar como consecuencia del factor común. Con el fin de determinar la nueva distribución para cada año de las exposiciones crediticias por cada nivel de *rating,* se sustituye la tasa de crecimiento del PIB por su correspondiente valor. De esta forma se obtiene una nueva puntuación anual para cada acreditado a partir del modelo estimado. Se trata de conocer cuál sería la puntuación que otorga el modelo estimado a cada acreditado si las condiciones económicas fueran las que prevalecían en cada año correspondiente. Si la nueva puntuación cae fuera de los límites establecidos para la categoría de *rating* anterior, entonces ocurre una migración. Por ejemplo, la puntuación que a través del modelo estimado recibe cada acreditado en el año 1999 se obtiene sustituyendo el valor de la variable ΔPIB_{t-1} en el año 2000 por el valor que tomaba esta variable en el año 1999 (25). Con la puntuación obtenida, según establece el cuadro 9, se analiza en qué categoría quedaría clasificado cada acreditado. Si con la nueva puntuación ha cambiado de categoría, entonces se ha producido una migración. Aplicando el mismo razonamiento para los años 1998 a 1993, es posible obtener el comportamiento, en cuanto a migraciones se refiere, de cada acreditado perteneciente a la cartera del año 2000 en respuesta a cambios en las condiciones macroeconómicas.

En consecuencia, se obtiene una serie temporal de *ratings* para cada acreditado y la distribución anual de exposiciones crediticias por niveles de *rating.* Dada dicha distribución, y en combinación con las probabilidades de impago obtenidas del sistema de clasificación, se pueden calcular los requerimientos mínimos de capital, así como su tasa de variación anual. Consiguientemente, es posible conocer las exigencias de capital regulatorio anualmente y, por tanto, cómo cambian cada año debido a las migraciones de acreditados por variaciones en su clasificación *(rating),* consecuencia de cambios en las condiciones económicas generales.

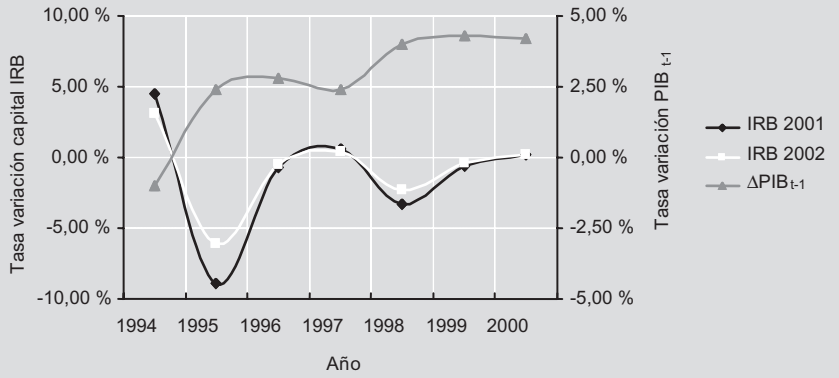
Resultados

El gráfico 4 y el cuadro 13 muestran la variación anual del capital exigido como consecuencia de las migraciones causadas por cambios

(25) Puntuación $_{1999}$ = Puntuación $_{2000}$ - (α * ΔPIB_{1999}) + (α * ΔPIB_{1998}). Donde α es el parámetro estimado para la variable ΔPIB en la regresión logística (cuadro 5). Una vez que la nueva puntuación es calculada, se determina (cuadro 9) si el acreditado se clasifica en la categoría de *rating* previa o si cambia de categoría. En este último caso, habría ocurrido una migración.

GRÁFICO 4

EFECTO MIGRACIÓN: VARIACIONES DE CAPITAL Y P.I.B.



en el valor de la tasa de variación del PIB cuando dicho capital se calcula de acuerdo con las fórmulas incluidas a tal efecto en el documento consultivo del CSBB de enero de 2001 para el segmento de empresas, y también de acuerdo con la última revisión de dichas fórmulas (26) publicada en octubre de 2002 para la realización del tercer estudio de impacto cuantitativo (QIS 3) (27). En el cuadro anterior se observa que, por un lado, cuando las condiciones económicas empeoran (años 1993 y 1994), los requerimientos de capital se incrementan en un 4,5 % o 3,1 %, dependiendo de si se considera la fórmula propuesta en enero de 2001 o la de octubre de 2002, respectivamente. Por otro lado, cuando las condiciones económicas mejoran, (1995 en adelante), los requerimientos disminuyen claramente de un año para otro, especialmente en 1995 (–8,9 % o –6,1 %, según la propuesta de enero u octubre, respectivamente).

También merece la pena señalar que la fórmula de octubre de 2002, propuesta para el segmento de empresas, implica una reducción importante de los efectos cíclicos incluidos en el cálculo de los requerimientos de capital respecto de la inicial de enero de 2001, como era de esperar. Todas las variaciones, tanto positivas como negativas, son mucho menores que en la propuesta de enero.

A primera vista, los resultados obtenidos en el cuadro 13, respecto a tasas anuales de variación de capital, no parecen ser muy alarmantes.

(26) Un resumen actualizado y muy completo de los principales elementos, entre ellos las fórmulas para el cálculo de requerimientos mínimos, que contiene el Nuevo Acuerdo de Capital puede verse en Jackson (2002).

(27) La curva de capital para el segmento de empresas de octubre de 2002 varía con respecto a la de enero de 2001 en los siguientes términos: Requerimientos de capital = LGD* N[(1-R)^(-0,5) * G(PD)+ (R/(1-R))^(0,5)*G(0,999)] * (1- 1,5 * b(PD))^(-1) * (1+ (M-2,5) * b(PD)). Donde R es el coeficiente de correlación = 0,12 * (1-exp(-50*PD))/(1-exp(-50)) + 0,24* [1-(1-exp(-50*PD))/(1-exp(-50))]; M es el plazo y b el ajuste por plazo = (0,08451-0,05898 * log(PD))^2; N(x) denota la función de distribución normal estándar acumulada y G(y) denota la inversa de la función de distribución normal estándar acumulada. Por razones de simplicidad, no se ha considerado ningún ajuste por tamaño de empresa, ya que no afecta de forma significativa a la variación de los requerimientos de capital.

CUADRO 13

EFECTO MIGRACIÓN: VARIACIONES DE CAPITAL Y P.I.B.

		Requerimientos de capital IRB	
Año	ΔPIB_{t-1}	Enero 2001	Octubre 2002
1994	–1,0 %	4,5 %	3,1 %
1995	2,4 %	–8,9 %	–6,1 %
1996	2,8 %	–0,7 %	–0,5 %
1997	2,4 %	0,6 %	0,4 %
1998	4,0 %	–3,3 %	–2,3 %
1999	4,3 %	–0,6 %	–0,4 %
2000	4,2 %	0,2 %	–0,1 %

Sin embargo, como no hay un consenso generalizado sobre el tema de la ciclicidad, los cambios observados en el capital podrían considerarse tanto bajos (si se consideran tasas de variación anuales) como altos (si se tiene en cuenta la tasa acumulada). Por ello, puede que las autoridades supervisoras o, incluso, cualquier otro participante dentro de la industria bancaria se planteen posibles alternativas para tratar el problema de la posible ciclicidad inherente a un sistema interno de *rating* y sus repercusiones sobre los cambios en capital requerido.

6.3. Posibles acciones para tratar los efectos cíclicos

Hasta el momento, el CSBB ha adoptado, algunas medidas para evitar una excesiva fluctuación cíclica del capital, tales como requerir la estimación de las probabilidades de impago como medias a largo plazo o pedir a las entidades que tengan en cuenta toda la información relevante y utilicen horizontes temporales superiores al año en la asignación de las categorías de *rating* de sus acreditados. La utilización de escenarios de estrés se considera también como una alternativa adicional. En la misma línea, otra iniciativa que podría considerarse es la inclusión de variables menos vulnerables a los cambios en las condiciones económicas generales como regresores en los sistemas de clasificación (por ejemplo, variables cualitativas). En términos generales, el objetivo final es que las entidades consigan tener una perspectiva global de la capacidad real de sus acreditados para cumplir con sus obligaciones crediticias, utilizando la mayor cantidad de información relevante disponible sobre ellos.

De acuerdo con esta línea de pensamiento, en este trabajo, a modo de contribución, se propone una medida muy simple para obtener, de una forma razonable, una evaluación global de la calidad crediticia de cada acreditado. Adicionalmente, esta medida tiene la ventaja de reducir los efectos cíclicos en el capital regulatorio derivado de las migraciones de acreditados, como se analiza a continuación.

Como postula el CSBB, las probabilidades de impago de un sistema de *rating* deben ser calculadas como medias a largo plazo. De la

CUADRO 14

EFECTO MIGRACIÓN BAJO UN *RATING* PROMEDIO: VARIACIONES DE CAPITAL Y P.I.B.

		Requerimientos de capital IRB
Año	ΔPIB_{t-1}	Octubre 2002 bajo *rating* promedio
1994	–1,0 %	1,3 %
1995	2,4 %	–1,1 %
1996	2,8 %	–0,6 %
1997	2,4 %	–0,5 %
1998	4,0 %	–0,8 %
1999	4,3 %	–0,5 %
2000	4,2 %	–1,1 %

misma forma, las calificaciones de los acreditados también podrían ser calculadas utilizando medias a largo plazo. Esto es, cuando se evalúa la capacidad de un acreditado para atender a sus obligaciones de pago, se podría utilizar su *rating* medio. De este modo, los requerimientos de capital serían calculados utilizando *ratings* medios durante un cierto período de tiempo; por ejemplo, un ciclo económico completo. Esta medida mitigaría el patrón cíclico que, debido a las migraciones a lo largo del tiempo, afecta a los sistemas de *rating* internos y a los requerimientos de capital derivados de los mismos. Adicionalmente, sería una forma de considerar objetivamente y, por tanto, de manera comparable los requisitos establecidos por el CSBB sobre el uso de horizontes temporales largos y la visión conservadora en la asignación de los *ratings.*

Para probar cómo la utilización de *ratings* medios disminuye los efectos cíclicos incluidos en los sistemas de *rating,* se lleva a cabo el mismo ejercicio que el realizado en el apartado 6.2 para evaluar el efecto de las migraciones como consecuencia de cambios en el ciclo económico. Sin embargo, en esta ocasión los *ratings* que se utilizan son *ratings* medios para cada acreditado (28). El cuadro 14 y el gráfico 5 presentan los resultados obtenidos cuando se utiliza este enfoque. Como puede observarse, no hay fluctuaciones importantes en los requerimientos de capital a lo largo del tiempo, siendo la mayor variación de todo el período considerado la que tiene lugar en 1994 (1,3 %) (29).

En resumen, los efectos de los cambios en las condiciones macroeconómicas sobre las exigencias de capital quedan claramente atenuados cuando se evalúa la calidad crediticia de cada contraparte utilizando su

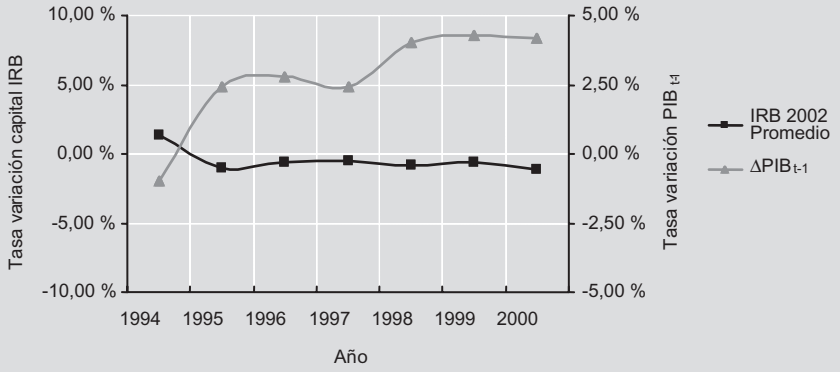
(28) Por ejemplo, el *rating* medio de cada acreditado en el año 1996 se calcula como la media simple de sus *ratings* asignados:

$$Rating\ \text{medio}_{1996} = (Rating_{1993} + Rating_{1994} + Rating_{1995} + Rating_{1996})/4.$$

(29) Conviene señalar que, a medida que el cálculo del *rating* medio se aproxima al inicio del período muestral, la media tiene en cuenta un menor número de años. Por lo tanto, la media calculada para estos años estará muy afectada por la falta de observaciones utilizadas para su estimación. Si se dispusiera de un período muestral más largo, se observarían medias más suaves y, como resultado, menores tasas de variación al comienzo de la muestra.

GRÁFICO 5

EFECTO MIGRACIÓN BAJO UN *RATING* PROMEDIO: VARIACIONES DE CAPITAL Y P.I.B.



rating medio. En cualquier caso, es importante destacar que la solución propuesta no reduce la sensibilidad al riesgo del modelo, ya que los acreditados de peor calidad continuarán teniendo probabilidades de impago mayores y, consiguientemente, mayores requerimientos de capital que los acreditados de mejor calidad.

El modelo desarrollado en este trabajo también permite utilizar otras alternativas a *ratings* medios para medir la calidad crediticia de cada acreditado, como pueden ser la utilización del peor *rating* a lo largo de un ciclo económico o el resultado obtenido bajo las condiciones de un escenario de estrés que refleje una situación macroeconómica determinada.

7. RESUMEN Y CONCLUSIONES

La actual propuesta de reforma del Acuerdo de Capital de 1988, diseñada por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y hecha pública a través de su documento consultivo de enero de 2001, establece un novedoso marco regulatorio en relación con la medición del riesgo de crédito. En particular, la innovadora propuesta de permitir a las entidades la posibilidad de calcular sus requerimientos mínimos de capital utilizando sus propios modelos de riesgo repercutirá en el desarrollo de sistemas internos de clasificación de acreditados, dotándoles de una singular importancia, a la vez que permitirá acercar el capital regulatorio al capital económico, que es también uno de los objetivos del Nuevo Acuerdo.

Con el propósito de analizar este nuevo entorno, estudiar alguna de sus implicaciones y, en definitiva, aproximarse al tipo de sistemas o modelos que las entidades de crédito utilizan para medir el riesgo de crédito de sus carteras, este trabajo presenta la estimación de un sistema de clasificación de acreditados para las empresas privadas no financieras para

el conjunto del sistema crediticio español. Debido a que una de las principales preocupaciones que se derivan del uso de sistemas internos para el cálculo del capital es el posible sesgo procíclico que supuestamente estos sistemas pueden conllevar, en este trabajo se analiza la posible relación entre el ciclo económico y el capital regulatorio que de ellos se deriva.

Utilizando información sobre impagos, características de los créditos, datos financieros tratados sectorialmente y una variable que recoge la situación macroeconómica, se estima un modelo de regresión logística que determina la probabilidad de que un determinado acreditado impague. La transformación sectorial realizada es clave para un correcto análisis de la realidad existente en cada sector económico identificado y, a su vez, permite liberar de la mayor parte del componente agregado a los datos financieros y aislar más fácilmente el patrón cíclico en la variable de actividad económica.

Una vez estimado el modelo, se obtiene el sistema definitivo de *rating*, sus probabilidades de impago asociadas (exponencialmente crecientes en las categorías definidas) y se calcula su matriz de transición incondicional. Mediante el análisis de la estabilidad de esta matriz, considerando dos estados relacionados con las diferentes fases del ciclo económico (recesión y expansión), se concluye que, dependiendo del estado concreto en que se encuentre la economía, un determinado tipo de migraciones va a predominar (menos volatilidad o mejoras en calificación en épocas de auge y lo contrario para la parte baja del ciclo). En definitiva, se considera que un cierto grado de prociclicidad puede estar contenido en el sistema de *rating* estimado.

Gracias al especial diseño del modelo y a la transformación sectorial realizada, es relativamente fácil distinguir entre los efectos sobre el nivel del *rating* del factor común, usualmente asociado con el ciclo económico, y los factores idiosincrásicos. En función de los efectos de dicho factor común, se analiza cómo los acreditados migrarían entre las distintas categorías de riesgo en el tiempo como consecuencia exclusivamente de cambios en las condiciones macroeconómicas generales y cómo varían a lo largo del tiempo los requerimientos de capital propuestos por Basilea II. Los resultados de este análisis muestran que un cierto grado de prociclicidad existe en los requerimientos de capital. En concreto, se estima que, para la parte baja del ciclo, los requerimientos de capital podrían incrementarse un 3,5 % de un año para otro según la última fórmula propuesta (octubre 2002, ejercicio QIS 3) por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea para la cartera de empresas. Por otro lado, cuando las condiciones económicas mejoran, los requerimientos podrían disminuir en términos anuales hasta un 6,1 %, de nuevo, según la fórmula de octubre. Dadas las cifras obtenidas, el efecto cíclico incluido en el sistema de *rating,* vía actividad económica, no parece alarmante, aunque algún tipo de medida podría arbitrarse para reducirlo.

En el anterior sentido, se han propuesto hasta el momento distintos tipos de medidas para alcanzar este objetivo: uso de probabilidades de

impago medias a largo plazo, consideración de escenarios de estrés para realizar tales valoraciones, períodos largos de evaluación, uso de variables menos sensibles a las condiciones del ciclo económico, etc. En línea con esta filosofía, este trabajo presenta una medida alternativa simple que, además de atenuar posibles efectos cíclicos, puede ser utilizada para obtener una evaluación razonable de la calidad crediticia de cada acreditado. Esta medida es el uso de *ratings* medios. Su utilización reduce sustancialmente los efectos cíclicos incluidos en los sistemas de *rating,* derivados de las migraciones ocasionadas por cambios en las condiciones macroeconómicas, sin reducir su sensibilidad al riesgo (la tasa anual de variación del capital se suaviza claramente al utilizar esta evaluación media; en concreto, la tasa de variación máxima apenas sobrepasa el 1 % para el período analizado). Asimismo, facilita la comparación entre entidades, al utilizar una misma medida objetiva del riesgo de sus acreditados. En cualquier caso, el modelo se ha diseñado de una forma flexible para obtener no solamente *ratings* medios, sino también, por ejemplo, el peor *rating* del ciclo económico. Permite igualmente diseñar ejercicios de escenarios de estrés, considerando diferentes entornos macroeconómicos para evaluar la adecuación del capital de las entidades de crédito.

Por último, hay que señalar que una posible extensión de este trabajo podría ser analizar la influencia de la política crediticia de las entidades sobre la posible prociclicidad del Nuevo Acuerdo de Capital. En concreto, se podría estudiar a lo largo de las distintas fases del ciclo económico la relación de este tanto con el volumen de crédito concedido como con su distribución relativa entre las distintas categorías de riesgo.

BIBLIOGRAFÍA

ALLEN, L. y SAUNDERS, A. (2003). *A survey of cyclical effects in credit risk measurement models,* BIS Working Paper, n.º 126.

ALTMAN, E. y SAUNDERS, A. (2001). «An analysis and critique of the BIS proposal on capital adequacy and ratings», *Journal of Banking and Finance,* 25.

BANGIA, A., DIEBOLD, F. X., KRONIMUS, A., SCHAGEN, C. y SCHUERMANN, T. (2002). «Rating migration and the business cycle, with application to credit portfolio stress testing», *Journal of Banking and Finance,* 26.

BERGER, A. y UDELL, G. (2003). *The institutional memory hypothesis and the procyclicality of bank lending behaviour,* BIS Working Paper, n.º 125.

BORIO, C., FURFINE, C. y LOWE, P. (2001). *Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options,* BIS Working Paper, n.º 1.

COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA. (2001a). «The new Basel Capital Accord», Documento Consultivo, enero.

— (2001b). «The Internal Ratings-Based Approach», Documento Consultivo, enero.

D'AMATO, J. y FURFINE, C. (2003). *Are credit ratings procyclical?,* BIS Working Paper, n.º 129.

DANIELSSON, J., EMBRECHTS, P., GOODHART, C., KEATING, C., MUENNICH, F., RENAULT, O. y SONG SHIN, H. (2001). *An Academic Response to Basel II,* Special Paper 130, Financial Markets Group, London School of Economics.

DNB (2001). «Towards a new Basel Capital Accord», *Quarterly Bulletin,* marzo, pp. 48-54.

ECB (2001). «The new capital adequacy regime-the ECB perspective», *Monthly Bulletin,* mayo, pp. 59-74.

ERVIN, W. and WILDE, T. (2001). «Procyclicality in the new Basel Accord», *Credit Risk Special Report, Risk Magazine,* octubre.

GONZÁLEZ MOSQUERA, L. (2002). «Capital regulatorio y capital económico: prociclicidad del Nuevo Acuerdo de Capital y análisis de escenarios de crisis», *Estabilidad financiera,* n.º 2, Banco de España.

JACKSON, P. (2002). «Bank capital: Basel developments», *Financial Stability Review,* diciembre, Bank of England.

LÓPEZ, P. (2002). *Credit risk measurement and procyclicality,* BIS Working Paper, n.º 116.

LOWE, J. A. (2002). *The empirical relationship between average asset correlation, firm probability of default and asset size,* Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper, n.º 23.

NICKELL, P., PERRAUDIN, W. y VAROTTO, S. (2000). «Stability of rating transitions», *Journal of Banking and Finance,* 24.

RESTI, A. (2002). «The new Basel capital accord: structure, possible changes, micro-and macroeconomic effects», *CEPS.*

ROWE, D. (2002). «Basel II and procyclicality», *Risk,* noviembre.

SIEGEL, S. y CASTELLAN, N. J. (1988). *Nonparametric Statistics for the Behavioural Sciences,* segunda edición, McGraw-Hill, New York.

TRUCHARTE ARTIGAS, C. y MARCELO ANTUÑA, A. (2002). «Un sistema de clasificación *(rating)* de acreditados», *Estabilidad financiera,* n.º 2, Banco de España.

Basilea II y la gestión de entidades financieras: consideraciones estratégicas

Manuel A. Méndez del Río (*)

La industria bancaria se ha transformado profundamente en los últimos años. Por un lado, el desarrollo de los mercados, empujados por los llamados procesos de liberalización, desregulación, innovación financiera y, sobre todo, innovación tecnológica, y, por otro, los avances específicos en el conocimiento y gestión de los riesgos, han facilitado la adopción de nuevos, y más eficaces, enfoques de gestión.

En este contexto, Basilea II representa un fuerte estímulo para la mejora de la gestión de las entidades financieras. La posibilidad que contempla la norma de cuantificar el riesgo en términos de pérdida esperada y capital en riesgo o económico supone un avance enorme en la regulación, y abre la puerta a nuevos desarrollos en los modos de entender, valorar y, por tanto, gestionar la mediación financiera. El reto estratégico es de primera magnitud y, seguramente, habrá ganadores y perdedores después de la implantación del Nuevo Acuerdo de Capital.

Este artículo describe los elementos clave que explican la intensa transformación de la banca y revisa, desde esta perspectiva, el nuevo marco regulatorio, reflexionando sobre algunos aspectos considerados sensibles del documento consultivo. A continuación, se analizará el posible impacto de una implantación plena de la norma en los sistemas de gestión de las entidades, subrayándose algunos de los posibles cambios competitivos del nuevo entorno.

1. INTRODUCCIÓN

Como nos recuerda E. Cade (1), el riesgo es un terreno donde concurren lingüistas, filósofos, matemáticos, actuarios… y no hay definición única que sirva a todos ellos. La noción del riesgo está ligada a una contingencia o proximidad a un daño (RAE) y, así, decimos que algo corre riesgo cuando está expuesto a perderse o a no realizarse. En esta línea, el riesgo se concreta en la exposición a la incertidumbre de un resultado.

(*) Manuel A. Méndez del Río es Director General del BBVA, miembro del Comité Directivo y responsable de la Dirección General de Riesgos del Grupo.

Este artículo es responsabilidad de su autor, que desea expresar su agradecimiento al equipo de Riesgos del BBVA, sin cuyo aporte este trabajo no hubiera sido posible.

(1) Véase Cade (1999), p. 2.

Por otro lado, Bessis (2) avanza en la definición del riesgo desde una perspectiva bancaria, al definirlo como el de un impacto adverso en el rendimiento, debido a diferentes fuentes de incertidumbre.

De esta manera, podemos identificar dos elementos clave en la definición: por un lado, la exposición; por otro, la incertidumbre del resultado. La exposición es lo que nos impide ser meros espectadores del curso de las cosas y nos hace sujetos de su devenir. La incertidumbre, por su parte, nos impide predecir con seguridad la consecución futura de determinados resultados. En este sentido, decimos que un banco, una unidad de negocio, un cliente, o una operación tiene riesgo cuando sus resultados están expuestos a la incertidumbre.

De esta manera, la gestión de los riesgos bancarios se revela como la gestión de la incertidumbre, no siendo de extrañar, por tanto, la estrecha relación existente entre nuestra capacidad creciente de entender y crear modelos para medir la exposición a la incertidumbre y la profunda transformación de la actividad bancaria.

1.1. El riesgo y la naturaleza de la banca

En efecto, la industria bancaria es posiblemente una las industrias que más ha cambiado en los últimos años, y han sido precisamente los constantes avances en el conocimiento del riesgo los catalizadores de esta transformación (3).

Así, tradicionalmente, el papel de la banca se visualizaba como el intermediario entre las unidades económicas superavitarias y deficitarias, mediando en sus cobros y pagos, y administrando los riesgos asociados. Desde esta visión, los clientes confiaban sus excedentes monetarios temporales a los bancos, a determinados plazos, y estos, a su vez, lo prestaban a otros clientes, a los plazos e importes que requiriesen, proporcionándoles los medios de pago que precisaran para sus transacciones.

Esta forma, relativamente sencilla, de entender el negocio estaba alimentada por las diferencias entre el precio cobrado y el coste pagado por los fondos, y las comisiones por la mediación; pero tenía, no obstante, una clara amenaza: que los fondos prestados no fueran devueltos en el tiempo y en la cantidad requerida. Desde esta perspectiva, el riesgo de impago y/o retraso era visto como una desgracia añadida a la actividad, como un mal necesario, de obligatoria gestión desde su control estricto, buscando su desaparición.

De alguna manera, la aversión al riesgo formaba parte del código genético de la banca clásica. Parecía como si la obtención de resultados recurrentes y crecientes, en ausencia de riesgo, fuera posible.

(2) Véase Bessis (2002), parte I.
(3) Véase Cronhy y otros (2001), capítulo 1.

En la década de los noventa, la visión cambia de manera generalizada. Los llamados procesos de liberalización, desregulación, globalización e innovación tecnológica y financiera producen cambios profundos en los intermediarios financieros.

Los fondos de inversión y pensiones atraen el ahorro familiar, capturando una importantísima cuota, creciente, a la banca. La llamada desintermediación financiera facilita a las empresas el acceso directo a los mercados para su financiación. Los precios de activo y pasivo, empujados por los embates de la competencia, se sitúan cada vez más cerca de la referencia del mercado. Las compañías distribuidoras entran impetuosamente en la mediación de cobros y pagos y, así, las grandes cadenas comerciales, por ejemplo, se convierten en emisores principales de tarjetas de crédito.

Parecería que la evolución de la mediación financiera confirmase lo pronosticado por la teoría financiera clásica, cuando sostenía que, si los mercados fueran totalmente transparentes, amplios y profundos, los activos perfectamente divisibles y la información abierta e instantáneamente disponible, no habría razón alguna para que los intermediarios financieros existiesen.

Sin duda, el desarrollo y el perfeccionamiento de los mercados está detrás de los profundos cambios en la mediación financiera. Un ejemplo puede ayudar a entender la magnitud de esta transformación. Pensemos en una operación típica bancaria: un cliente solicita una facilidad crediticia *bullet* a cinco años, supongamos que en dólares estadounidenses. El banco, una vez analizada la calidad crediticia del cliente, pide garantía prendaria y la aprueba. Por último, decide financiar la operación en el mercado interbancario, supongamos que a tres meses.

En el enfoque tradicional, el Comité o gestor responsable del otorgamiento del préstamo juzgaría la solvencia crediticia del cliente, aprobando o denegando la solicitud, en función del análisis de su calidad crediticia y de las garantías aportadas.

En la actualidad, y desde una perspectiva más avanzada de riesgos, se identificarían y se cuantificarían al menos cinco fuentes de incertidumbre que afectan a la exposición del banco:

1. *Riesgo de crédito:* el cliente puede no estar capacitado, o no querer devolver el principal y/o los intereses en dólares al término.

2. *Riesgo de liquidez:* los plazos del pasivo y del activo son distintos.

3. *Riesgo de interés:* el préstamo es a tipo fijo a cinco años, pero el coste de la financiación puede variar al tercer mes.

4. *Riesgo de cambio:* la paridad euro/dólar estadounidense puede variar desfavorablemente.

5. *Riesgo operacional:* la complejidad documental que requiere la operación, y el seguimiento de la adecuación de la prenda a lo largo de la vida del préstamo, pueden limitar su eficacia como garantía.

Adicionalmente, el banco podría optar por cerrar/mitigar el riesgo de cambio, por ejemplo, mediante un *cross currency swap,* lo que le haría incurrir en un nuevo riesgo, el de contrapartida del *swap.* Asimismo, por ejemplo, podría querer cerrar el riesgo de interés mediante un *interest rate swap,* incurriendo de nuevo en otros riesgos: el de contrapartida, el de mercado y el de base.

El cliente, por su parte, podría considerar una cancelación anticipada del préstamo, lo que de nuevo desencadenaría la aparición de riesgos emergentes que estaban subsumidos en la opcionalidad de la operación.

Como se puede observar, el cambio es muy profundo. La banca ha ido transformándose de manera tal, que la propia naturaleza de su función aparece ahora distinta. El riesgo, entendido como una inevitable desgracia y sometido a rígidos controles administrativos, emerge, en la actualidad, como la esencia del negocio bancario, como parte consustancial a su actividad. Así, como señala D. Casserly (4), la banca tiene tres funciones básicas: absorber el riesgo, mediar en él y/o aconsejar sobre él.

En definitiva, desde los nuevos enfoques, una gestión bancaria eficaz exige, como condición necesaria, identificar y cuantificar la exposición del banco a las distintas operativas, valorando la incertidumbre del resultado. Los avances en el conocimiento de la exposición y en la creación de modelos para medir la incertidumbre han hecho que la gestión del riesgo en las actividades bancarias se haya transformado radicalmente en los últimos años.

1.2. Factores dinamizadores del cambio

Podemos destacar cuatro factores dinamizadores, que han incidido decisivamente en esta evolución. Por un lado, el impacto de las crisis financieras internacionales recientes («Tequilazo», sudeste asiático, Rusia, Brasil y Argentina, entre otras), que, en un mundo cada vez más complejo e interdependiente, han hecho aflorar riesgos hasta ahora insuficientemente conocidos, como los sistémicos, que han tenido un efecto demoledor en las economías de los países afectados y en los patrimonios empresariales y particulares, enfrentándonos a nuevas incertidumbres (5).

En el mismo sentido, la crisis de principios de los noventa, que tuvo un impacto importante en las economías y sistemas financieros de los

(4) Véase Casserly, capítulo 1.
(5) Véase Stiglitz (2002).

países desarrollados, puso de manifiesto la necesidad de profundizar en el conocimiento de la exposición de las carteras y establecer sistemas de gestión que ayudasen a identificar y valorar, *a priori,* los riesgos implícitos en las mismas, sin esperar a que emergiesen en forma de morosidad.

Las enseñanzas de estos procesos han sido muchas, y han puesto de manifiesto la necesidad de superar algunos paradigmas considerados hasta ahora como inmutables.

La voluntad de identificar, medir y gestionar todas las facetas de riesgos, conjuntamente contempladas, nos sitúa frente a un problema adicional, complejo de resolver: cuando medimos riesgos de crédito, habitualmente lo hacemos referidos a contrapartidas o clientes; cuando son riesgos de mercado, pensamos en carteras; en el caso de riesgos estructurales, medimos los riesgos en masas de balances; y cuando evaluamos riesgos operacionales, lo hacemos sobre procesos.

Estas dificultades han puesto a prueba la capacidad de las entidades para desarrollar y asimilar técnicas complejas de gestión, que permitiesen conocer mejor la exposición a la incertidumbre y medir, de manera homogénea, riesgos tan distintos.

Y este ha sido el segundo factor, la capacidad mostrada de desarrollar e implantar metodologías que permiten afrontar los retos que ha ido planteando la evolución de los mercados, la aparición de nuevos productos más complejos y la sucesión de cambios, cada vez más rápidos, en el entorno.

El tercer factor, sin el cual los avances hubieran sido imposibles, ha sido el incremento exponencial de la capacidad de proceso de información, a un coste relativo cada vez menor.

Sin este desarrollo y sin el enorme progreso que se ha producido en las comunicaciones a nivel global, ni los mercados serían lo que son hoy, ni las entidades financieras podrían haberse planteado hacer una gestión global de sus riesgos.

Es asimismo notable, y en la mayoría de los casos ha sido un factor dinamizador determinante, la transformación de las estructuras organizativas. El establecimiento de nuevas estructuras y procedimientos —con definición clara de funciones, con líneas de reporte que preservan la independencia de la gestión del riesgo y que aseguran la existencia de procedimientos de análisis, de integración y de control de riesgos— está siendo esencial para impulsar el desarrollo avanzado de la función de riesgos.

Las entidades financieras han entendido la necesidad de cambiar, iniciándose un camino de desarrollo e implantación de nuevos enfoques de gestión del riesgo, que se sustenta en:

- Sistemas homogéneos de medición de conceptos como las pérdidas esperadas y el capital económico.

- Estructuras uniformes que aseguren la existencia de sistemas y procedimientos adecuados para la gestión de las diferentes tipologías de riesgo.

Un elemento clave de este enfoque es la posibilidad de superar las tradicionales dicotomías entre riesgo y negocio, al disponer de instrumentos de medición del binomio rentabilidad-riesgo, que permiten a su vez discriminar diferentes necesidades de capital, en función de los perfiles de riesgos de las carteras (6).

En este contexto, la regulación ha constatado también la necesidad de evolucionar desde el anterior Acuerdo de Capital de 1988, que supuso un avance importantísimo con el establecimiento de un capital mínimo común exigible en función de los activos ponderados por riesgo. El Acuerdo, que ha ido experimentando modificaciones significativas y que sigue vigente al día de hoy, necesitaba, más que una actualización, una revisión profunda.

El Comité de Basilea ha abierto un período consultivo con la industria para configurar un Nuevo Acuerdo que permita discriminar mejor las necesidades de capital por perfiles de riesgo y que recoja los avances metodológicos desarrollados por la industria para la gestión de sus riesgos.

Este Nuevo Acuerdo, conocido como Basilea II, se encuentra en la fase final del proceso consultivo y está previsto que, a finales de este año, la norma adopte su redacción final.

2. BASILEA II, EL NUEVO MARCO REGULATORIO

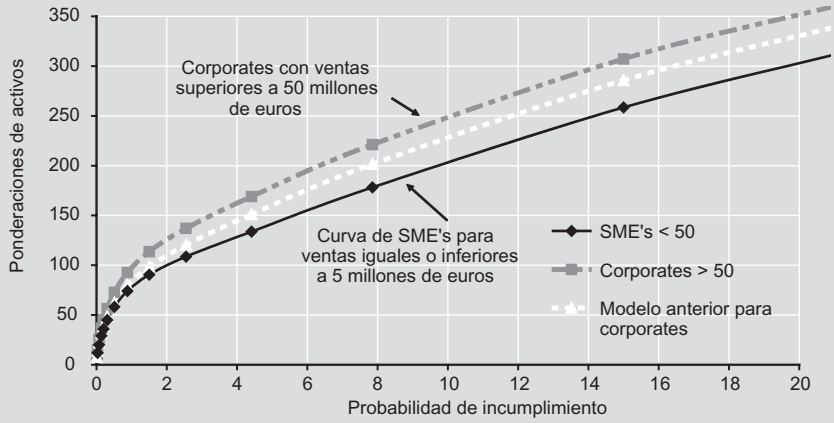
La opinión general de la industria es que Basilea II supone un avance en la dirección correcta, alineando en gran medida los criterios regulatorios para el cálculo de capitales con los criterios económicos que algunos representantes adelantados de la industria venían utilizando internamente.

El primer objetivo que se ha perseguido ha sido el de conseguir que los requerimientos de capital sean más sensibles al riesgo. El segundo objetivo remarca que no es suficiente el establecimiento de una exigencia mínima de capital para garantizar su adecuación al perfil de riesgo real de las entidades, sino que la supervisión de las herramientas, sistemas y procedimientos de gestión del riesgo, y la propia disciplina de mercado, tienen que desempeñar papeles importantes a la hora de establecer el requerimiento de capital efectivo para las diferentes entidades. Estos dos

(6) Véase Matten (2000).

GRÁFICO 1

COMPARACIÓN DE CURVAS PARA EMPRESAS (%)



últimos puntos, no considerados en el Acuerdo de 1988, se materializan en los Pilares 2 y 3 del Nuevo Acuerdo (7).

Por último, otro objetivo buscado es el de lograr una mejora generalizada de los sistemas de medición y gestión del riesgo en la industria financiera, que facilite la consecución de los principios anteriores. Así, se destaca la necesidad de fijar, en la propuesta final de Basilea II, incentivos adecuados para ello.

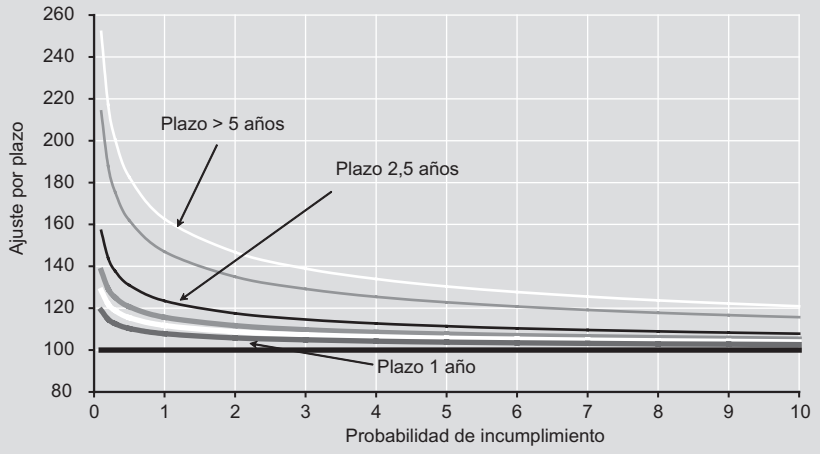
Los principios del Nuevo Acuerdo se están concretando de una manera muy interactiva con la industria, haciendo que Basilea II sea una propuesta viva, que ha ido evolucionando, tomando forma y enriqueciéndose, en un proceso de debate entre reguladores y regulados. Ello ha permitido adoptar modificaciones que han servido para mejorar el borrador inicial, acomodándolo a las peculiaridades de los diferentes mercados en los que operan las entidades y afinando los requerimientos de capital, ajustándolos mejor al riesgo real incurrido.

Entre los cambios que se han generado en el período consultivo se pueden citar, a modo de ejemplo, las últimas modificaciones que se publicaron en octubre de 2002 (8). Entre ellas, se propuso una curva específica para pequeñas y medianas empresas (véase gráfico 1); se introdujo el ajuste por plazo en el segmento de empresas vinculado también a la probabilidad de incumplimiento (véase gráfico 2); y se segregó el segmento de *retail* en tres modelos: hipotecas residenciales, crédito *revolving* (con un tratamiento claramente favorable) y resto *retail,* principalmente créditos al consumo (véase gráfico 3).

(7) Véase BIS, *The New Basel Capital Accord* (2001).
(8) Véase BIS, *Quantitative Impact Study 3 Technical Guidance* (2002).

GRÁFICO 2

AJUSTE POR PLAZO (%)

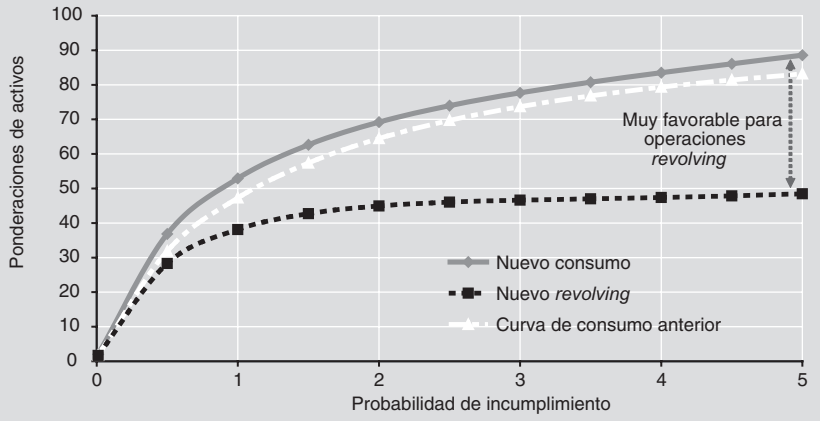


Fruto de este diálogo ha sido la incorporación al debate de la experiencia y criterio de los profesionales mejor cualificados a nivel mundial, dando lugar a que el Nuevo Acuerdo, aun a falta del ajuste final, recoja, con mayor o menor intensidad, los elementos clave que deben guiar una gestión avanzada y eficiente del riesgo, siendo reconocido en el sector como un importante avance en el ámbito de la regulación de los sistemas financieros.

La redacción definitiva del Nuevo Acuerdo está prevista para el último trimestre del presente año. De momento, la industria está a la espera de las consecuencias del análisis de los resultados del tercer Estudio de Impacto Cuantitativo (QIS 3), que se ha erigido como la piedra de toque defini-

GRÁFICO 3

COMPARACIÓN DE CURVAS PARA EMPRESAS (%)



tiva para el calibrado final del Nuevo Acuerdo. Sin embargo, en el estado actual de debate, aún perdura una serie de aspectos sobre los que nos gustaría llamar la atención.

2.1. Algunos aspectos sensibles de la redacción actual

2.1.1. Necesidad de generar incentivos

Como se ha dicho, uno de los objetivos fundamentales perseguidos por el Comité de Basilea es la mejora y desarrollo de los sistemas de medición y gestión del riesgo en la industria financiera, justificándose en ello la necesidad de generar los incentivos adecuados a través del Nuevo Acuerdo. En este sentido, es clave que los incentivos permitan acometer las fuertes inversiones que las entidades deberán afrontar.

Por un lado, la adopción del Nuevo Acuerdo conlleva el desarrollo y mantenimiento de ingentes bases de datos históricas de clientes y operaciones con las que estimar y calibrar los elementos de los modelos internos. Esta necesidad se materializa en cambios sustanciales en los sistemas de información de las entidades.

Por otro lado, las herramientas deben ser parte integral de los procesos de admisión y seguimiento de riesgos, que, por tanto, deberán ser modificados y adaptados a las nuevas necesidades.

Y, finalmente, el desarrollo en los sistemas de medición y gestión de riesgos lleva aparejado, inexcusablemente, una mayor profundidad técnica, por lo que la exigencia de profesionales con el perfil adecuado, tanto para generar y desarrollar los modelos cuantitativos como para su implantación práctica, se convierte en un factor crítico.

Aunque existe una predisposición favorable a adoptar las modificaciones necesarias, se percibe una creciente preocupación en la industria ante la posibilidad de que, finalmente, el Nuevo Acuerdo no genere los incentivos suficientes para motivar el avance hacia los modelos de medición más sofisticados. Los resultados finales del QIS 3 serán determinantes a la hora de analizar en detalle la idoneidad de los incentivos actuales para la adopción de modelos avanzados e indicarán la necesidad o no de incrementar dichos incentivos.

Desde otro punto de vista, se encuentra cierta incoherencia entre la voluntad de generar incentivos amplios para las entidades y el objetivo declarado por el Comité de Basilea de mantener el volumen agregado de capital en el sistema al mismo nivel que en la actualidad.

Desde la industria se viene reivindicando la conveniencia de considerar que el capital agregado del sistema pudiera reducirse, como manera de generar incentivos para todas las entidades. Esto no significaría una

reducción del nivel de solvencia del sistema, ya que, como bien señala el Regulador, el desarrollo de modelos y metodologías de medición del riesgo que supone la adopción de los modelos avanzados incrementa por sí mismo el nivel de solvencia del sistema.

Así, las mejoras en el conocimiento y en los procedimientos de gestión del riesgo se correlacionarían coherentemente con las exigencias de capital.

2.1.2. Infravaloración de los beneficios de la diversificación

Otra fuente de preocupación, que incide sobre el punto anterior, es el reconocimiento insuficiente de las ventajas de la diversificación de riesgos.

Los requerimientos de capital están basados en un modelo unifactorial, debido seguramente a la sencillez y aditividad que proporciona. Sin embargo, frente a estas ventajas de simplicidad en los modelos, nos encontramos con que, en ciertos entornos, el modelo unifactorial resulta excesivamente restrictivo, generando cargos de capital demasiado elevados cuando se contempla la posición global de la entidad.

Este puede ser, por ejemplo, el caso de las inversiones que las entidades financieras de ámbito internacional realizan en economías emergentes, donde el modelo unifactorial de Basilea II reconoce la peor calidad crediticia de las contrapartidas, pero no capta, en cambio, los beneficios, en términos de diversificación de la cartera, que suponen tales inversiones.

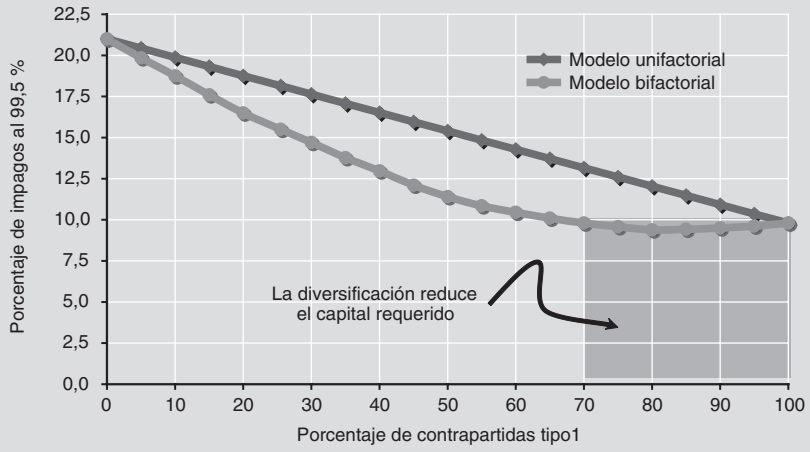
Para evaluar el impacto que conlleva un modelo unifactorial, se ha utilizado el siguiente modelo bifactorial, en el que se supone que existen únicamente dos economías-países (9).

Por mor de la simplificación, se supone que estas economías están regidas por un único factor, diferente para cada una. Ambas economías están interrelacionadas, siendo la correlación entre los dos factores de las dos economías lo que cuantifica esta relación. Para visualizar el modelo podemos pensar en que los factores son el PIB de los dos países, que muestran cierta correlación. Por otro lado, se supuso también que existían dos tipos de empresas, dependiendo del país en que estén ubicadas. De este modo, el valor de los activos de cada una de las empresas depende del factor específico de la economía-país en que está ubicada. A efectos de la simulación, se consideró que unas empresas tenían una probabilidad de incumplimiento *(Probability of Default,* PD) del 1 % y las otras del 3 %. A partir de estos supuestos, se simularon carteras con distintas combinaciones de empresas de estos dos tipos. Los resultados se pueden observar en el gráfico 4.

(9) Véase García Céspedes y García Martín (2002).

GRÁFICO 4

EFECTO DE LA DIVERSIFICACIÓN (%)



El gráfico presenta los impagos al 99,5 % de confianza para carteras con diferentes porcentajes de inversión en contrapartidas de PD del 1 % y contrapartidas de PD del 3 %.

En el modelo unifactorial, cuando se añaden a la cartera contrapartidas de PD del 3 %, se incrementan siempre las necesidades de capital. Sin embargo, con el modelo bifactorial, si se añaden contrapartidas de PD del 3 % a una cartera de contrapartidas de PD del 1 %, en cantidades moderadas (inferiores a un 30 %), se disminuyen las necesidades de capital, debido al efecto diversificador que el modelo unifactorial no considera. La diferencia en requerimiento de capital, en el ejemplo, puede llegar a ser hasta de un 35 %, dependiendo de la composición de la cartera.

La conclusión es clara: a costa de incrementar algo la complejidad, introduciendo un segundo factor en el modelo, se podría conseguir captar en mejor medida el efecto positivo que conlleva la diversificación de la inversión, que, como es sabido, es un criterio clave para la gestión de los riesgos, como evidenció el Premio Nobel Harry Markowitz, en 1952, cuando nos enseñó que la volatilidad (riesgo) de una cartera es menor que la suma de las volatilidades de sus componentes, salvo cuando estos estén perfectamente correlacionados (10).

Las modificaciones de las curvas que se han ido introduciendo paulatinamente en el debate con la industria han ido mitigando esta deficiencia del modelo unifactorial, pero solo parcialmente. Para recoger totalmente las ventajas que conlleva la diversificación, el Nuevo Acuerdo debería evolucionar hacia la aceptación de modelos de cartera de riesgo de crédito. Entendemos el incremento de complejidad que supone considerar este

(10) Véase Markowitz (1991), parte II.

tipo de modelos, pero, dada la diversidad de negocios que acometen las entidades financieras, especialmente las internacionalmente activas, objetivo primario de la Norma, nos parece que merece la pena el esfuerzo.

2.1.3. Representatividad en el proceso

Otro aspecto, que parece conveniente vigilar en el proceso consultivo, es la posibilidad de que las entidades financieras más activas y beligerantes puedan sesgar los debates hacia posiciones cercanas a sus intereses. Debe haber un equilibrio entre el enriquecimiento que supone el diálogo entre reguladores y regulados y las posibles desventajas competitivas que podrían generarse como consecuencia de una insuficiente representación del conjunto de las entidades financieras en este proceso. Es muy importante la valoración del impacto del Acuerdo en la generalidad de las entidades financieras, de manera amplia, para evitar la introducción artificial de asimetrías competitivas.

En este sentido, cabe citar el tratamiento dado al crédito *revolving.* Las últimas modificaciones, más favorecedoras en cuanto a requerimientos de capital para este tipo de créditos, unidas a la intención de mantener el nivel agregado de capital del sistema en los niveles actuales, provocan un empeoramiento de los requerimientos de capital del segmento «resto *retail».*

El efecto neto se traduce en incentivos para las entidades a desplazar inversiones, desde el segmento de resto *retail,* al segmento de crédito *revolving.* Como es sabido, la forma en que los agentes económicos eligen financiarse es una característica intrínseca de cada economía, determinada por las prácticas y costumbres bancarias de cada sociedad. En este sentido, parece que debería primar el componente intrínseco de riesgo en el cálculo del consumo de capital sobre los usos y costumbres locales (véase gráfico 3).

Es muy importante el debate en la construcción del Nuevo Acuerdo, pero también lo es reconocer la imposibilidad de integrar perfectamente las peculiaridades de los negocios de cada país. El arte está en el equilibrio entre las especificidades nacionales y el ámbito de aplicación internacional del Nuevo Acuerdo.

Siguiendo esta línea de reflexión, creemos que se deben tomar con cautela las conclusiones del «QIS 3» en la calibración definitiva del Acuerdo. Sus resultados 3 están determinados por la tipología y distribución de las entidades que han tomado parte en el cuestionario. Por este motivo, las conclusiones extraídas no son directamente extrapolables a la totalidad de entidades. Un análisis cuidadoso de los resultados evitará que la propuesta definitiva incorpore sesgos que impliquen desventajas comparativas para aquellas entidades y mercados poco representados en la encuesta.

2.1.4. Discrecionalidad del supervisor

En la propuesta, el Pilar 2 nace como complemento del Pilar 1, de manera que aquellos riesgos no recogidos en este, incluida la propia valoración de la capacidad de la entidad para gestionarlos, están en el ámbito de la discrecionalidad del supervisor, que queda facultado para exigir cantidades adicionales de capital, en función de su valoración y percepción del riesgo de la institución y de sus capacidades de gestión.

La discrecionalidad en una valoración tan compleja, donde convergen numerosos supervisores y entidades, de naturaleza, entorno y presencia tan distinta, añade, sin duda, un factor de incertidumbre competitiva. Esto es así, muy especialmente, en el caso de los grandes bancos internacionalmente activos, en los que es habitual contar por decenas los reguladores y supervisores a los que están sometidos.

Es evidente que, salvo que existan importantísimos esfuerzos de objetivación de la norma y de coordinación máxima de los supervisores de los distintos países, se pueden introducir asimetrías competitivas entre los países y sus entidades financieras.

Por otro lado, también se pueden generar problemas competitivos por asimetrías dentro de un mismo país. Este sería el caso de los bancos y grupos multinacionales con inversiones en países con distinto grado de desarrollo. Estas entidades se encuentran ante distintos reguladores locales, esto es, la citada regulación/supervisión múltiple. En principio, como corresponde a los grandes grupos financieros, se esforzarán en adoptar los modelos de gestión del riesgo más avanzados en cada momento. Sin embargo, en determinados países esto podría suponer mayores exigencias de capital regulatorio que si recurrieran a modelos menos avanzados.

Por este motivo, dentro de los países emergentes, los bancos activos internacionalmente podrían encontrarse en una situación de desventaja competitiva si se viesen forzados a emplear modelos regulatorios avanzados que, como se ha señalado, no reflejan adecuadamente las ventajas de la diversificación, frente a competidores con modelos más básicos, seguramente de amplio uso local, que puedan requerir exigencias de capital menores y para los que el factor de la diversificación es irrelevante. El efecto sobre la canalización de flujos hacia economías emergentes, importadoras de ahorro externo, podría ser claramente desincentivador.

2.1.5. Tratamiento de la renta variable en cartera de inversión

En esta fase consultiva, otra de las fuentes de preocupación de la industria es el nuevo tratamiento que se ha de aplicar a la renta variable en cartera de inversión.

En efecto, la propuesta actual implicaría unos cargos de capital elevados. Tanto bajo el enfoque PD/LGD *(Loss Given Default,* Pérdida en caso de impago) de probabilidad de incumplimiento como en el enfoque de mercado, las cifras requeridas son bastante altas, en comparación con las de los modelos económicos propios que ya vienen manejando algunas entidades financieras. Una de las razones que puede estar detrás de esta diferencia es el tratamiento limitado, ya comentado, que se está dando a la diversificación del riesgo de este tipo de carteras dentro del resto de inversiones.

Por otra parte, llama la atención que los incentivos perseguidos para el uso de modelos más avanzados no estén reflejados en esta parte de la propuesta actual.

Así, dependiendo de la cartera de partida y del enfoque seguido, habría muchos casos donde el incentivo fuera precisamente hacia la adopción de los modelos más básicos, lo cual iría en contra de la filosofía de la nueva Norma en lo referente a mejorar el conocimiento de los riesgos.

2.1.6. La credibilidad y la transparencia

Parece fundamental, en estos momentos de transformación, lograr la máxima credibilidad del proceso, especialmente desde el punto de vista de los cambios y costes aparejados que supone el Nuevo Acuerdo. En este sentido, es clave el cumplimiento de los calendarios. Los reguladores, asimismo, podrían facilitar enormemente el proceso estableciendo con prontitud, de manera definitiva, el máximo número de aspectos que el nuevo Acuerdo permita y comunicando los más críticos a la mayor brevedad posible. El objetivo debe ser agilizar el proceso y, sobre todo, orientar los esfuerzos lo antes posible en la dirección adecuada.

Por otro lado, además de la transparencia y objetividad que consideramos debe caracterizar el proceso de implantación del Nuevo Acuerdo en general, y el del Pilar 2 en particular, parece necesaria una simplificación del requerimiento de transparencia informativa recogido en el Pilar 3.

El Comité ya ha anunciado su intención de modificarlo, consciente de que en su redacción actual resulta muy complejo y caro de implantar. Llevar a cabo estas simplificaciones con especial cuidado va a ser de suma importancia. Será necesario no solo un compromiso de simplicidad, sino también de pragmatismo, de manera que los requerimientos de información sean realmente los relevantes para no perder el objetivo de transparencia perseguido.

2.1.7. Prociclicidad

Se ha hablado mucho sobre el carácter procíclico que generarían los requerimientos de capital, al exigir un mayor nivel de capital en los

momentos bajos del ciclo económico, lo que conllevaría una mayor restricción en el crédito (incluso la desaparición del mismo, *credit crunch),* haciendo, en consecuencia, las crisis más largas y más profundas.

Las entidades financieras no pueden ser totalmente ajenas a los momentos del ciclo, puesto que ni sus clientes, ni los mercados, lo son. En este sentido, parece que los recientes aplanamientos de la curva han mitigado bastante la prociclidad excesiva que acusaba la propuesta inicial.

Por otro lado, se suele argumentar que la simulación de escenarios de *estrés* puede ser un remedio para la mitigación de la ciclicidad. Sin embargo, el *estrés testing* no es en sí mismo un factor mitigador, sino que es solo un mero ejercicio de valoración de las fluctuaciones que podría sufrir el capital, en presencia de determinadas condiciones económicas adversas.

Dado que al amparo del Pilar 2 se podría requerir, si se considerara necesario, incrementar los requerimientos de capital basándose en las simulaciones llevadas a cabo, parece importante el establecimiento de criterios comunes objetivos, para garantizar que este ejercicio no se convierta en una vía artificial, en algunos entornos, para elevar los requerimientos de capital.

En este sentido, creemos que merecería la pena seguir profundizando en la eficacia probada de la llamada «provisión anticíclica», introducida por el Banco de España en el 2000, en la evolución de la cuenta de resultados y la solvencia de las entidades en las distintas fases del ciclo.

2.1.8. Riesgo operacional

En materia de riesgo operacional, el problema suele radicar en la escasez de información disponible. Lo usual es observar abundantes eventos de pequeña magnitud, mientras que, afortunadamente, es poco frecuente observar eventos que conllevan grandes pérdidas. La mayor parte de las entidades no ha sufrido nunca uno de estos eventos de gran cuantía y, por lo tanto, solamente observan la posible distribución de las pérdidas de forma parcial. En estos casos, no parece suficiente construir modelos de riesgo operacional basándose únicamente en datos de la propia entidad. Es necesario disponer de datos que cubran todo el posible rango de valores de las distribuciones.

Dada la escasez de eventos de gran magnitud que se producen, una posible alternativa para obtener los datos necesarios y cubrir todos los valores de la distribución es agregar observaciones de distintas entidades. Las carencias de información se agravan, adicionalmente, por el hecho de que las bases de datos requieren una segmentación por tipología de evento y por área de negocio, no prevista en los sistemas de información habitualmente disponibles.

En esta línea, nos parece muy importante fomentar la cooperación internacional, estimulando iniciativas para la construcción de bases de datos lo más completas posibles, de forma que se cubran los vacíos de información que puedan presentarse en los datos propios de las diferentes entidades.

Mientras se van construyendo las bases de datos de eventos, el incentivo normativo debería centrarse, en nuestra opinión, en la focalización de esfuerzos hacia la identificación, valoración y procedimientos de mitigación de los riesgos operacionales.

En este sentido, nos parece que la costosa evolución del modelo básico al estándar, tal y como se contempla en la redacción actual de la propuesta, no está suficientemente incentivada.

3. CONSIDERACIONES ESTRATÉGICAS Y DE GESTIÓN

El Nuevo Acuerdo de Capitales de Basilea no solo repercutirá en los niveles de capitalización exigibles a las entidades, sino que tendrá un impacto significativo en el modo en que los bancos operan, gestionan sus riesgos y asignan recursos.

Las entidades que perciban los desarrollos que hay detrás de Basilea II como el mero cumplimiento de una nueva norma para calcular los requerimientos mínimos de capital regulatorio pueden estar en seria desventaja en el entorno competitivo futuro, ya que Basilea II cambiará las reglas del juego respecto a una de las «materias primas» más importantes que se manejan en un banco: el capital.

Aunque Basilea II no será una panacea y su puesta en práctica no estará exenta de riesgos, debido a su complejidad, aplicada con buen juicio y flexibilidad, tanto por reguladores y supervisores como por las entidades financieras, debería tener una repercusión positiva en el sistema financiero: puede catalizar el progreso de la gestión del riesgo en las entidades, la propia gestión integral de las mismas y su adecuación al nuevo entorno de mercado, mejorando la solvencia del sistema financiero en su conjunto.

Algunas entidades llevan cierto tiempo en este proceso de modernización de sus sistemas y procesos de gestión del riesgo. Estas instituciones, al margen de aspectos regulatorios, percibieron con claridad las ventajas que aporta para su gestión un mejor conocimiento de sus riesgos, y cómo estos se relacionan con el capital y con los beneficios, y, en última instancia, con el valor. Probablemente, entre estas instituciones se encuentren los líderes del futuro entorno financiero, porque serán estas las entidades que se podrán mover más rápido y con mayor inteligencia competitiva, apoyadas en las herramientas más avanzadas.

3.1. Los sistemas de gestión

3.1.1. Cambios en los sistemas de información

Como ya se ha señalado, tanto para las entidades citadas en el punto anterior como para las que ahora están iniciando el proceso, la modernización de los sistemas de gestión del riesgo, y el cumplimiento con los requerimientos de Basilea II, implica inversiones importantes en los sistemas de información corporativos.

Los sistemas tradicionales están muy volcados en sistemas operativos apoyados en los aplicativos de producto, que habitualmente no disponen de capacidad de almacenamiento de la información en bases de datos históricas, lo que es imprescindible en la nueva filosofía de riesgos.

Por otro lado, la visión de cliente, tan necesaria en el marco de Basilea II, y en la gestión moderna del riesgo y del negocio, no es fácil de extraer de la mayoría de los sistemas de información, muy sesgados por la visión de producto y/o por la de los centros de contabilidad.

En este sentido, se abre una oportunidad para las entidades que aborden inteligentemente la renovación de sus sistemas de información, ya que no solo podrán aprovechar los beneficios que brinda la utilización de los modelos internos previstos en Basilea II, sino que estarán en mejor disposición de entender y gestionar con ventaja sus negocios.

En esta línea, los avances en las tecnologías de información son un apoyo vital en este proceso, ya que lo que antes no era factible, o bien era muy caro, hoy en día se puede llevar a cabo con una inversión más razonable y se puede rentabilizar en plazos relativamente más cortos.

3.1.2. Aspectos críticos de los nuevos desarrollos

Para la mayor parte de las entidades, dejando a un lado los aspectos culturales, que serán claves para el desarrollo a medio plazo, el principal problema se encuentra en la integración adecuada de todas las piezas de los sistemas de información, y más en aquellas que tienen un carácter multinacional.

La nueva norma implica la disponibilidad de un elevado número de aspectos funcionales, entre los que destacan:

- La implantación en los sistemas de gestión de las herramientas de *rating* y *scoring* para cada segmento de negocio, adaptadas a las peculiaridades de cada entorno y país.

- El desarrollo de las bases de datos históricas, que permitan la calibración dinámica de esas herramientas, facilitando la obtención de

las probabilidades de incumplimiento, y el cálculo de las severidades para los diferentes tipos de producto y garantía.

- El desarrollo de las bases de datos históricas de eventos de riesgo operacional, que permitan el cálculo de capital que introduce como novedad Basilea II.

- El desarrollo de sistemas corporativos de cálculo de capital por riesgo de mercado.

- Los módulos para el cálculo de pérdida esperada y capital por riesgo de crédito.

- La integración de estas mediciones con los sistemas de cálculo de ingresos y costes.

- La integración de estos componentes en los sistemas de seguimiento de la rentabilidad histórica ajustada por riesgo.

- La integración con las herramientas de simulación de rentabilidad ajustada al riesgo, como apoyo a la fijación de precios.

- La necesidad de agregaciones coherentes, tanto de componentes de riesgo (crédito, mercado y operacional) como de ingresos y costes a diferentes niveles (cliente, producto, negocio, país...).

- Los enlaces imprescindibles con la contabilidad, control de gestión, sistemas globales de información de riesgos, información externa para cubrir los requerimientos del Pilar 3, etc.

Los nuevos desarrollos son tan vastos, profundos y complejos, que harán que pocas entidades puedan optar a la utilización de los modelos internos, al menos en una primera etapa.

Solo con una conciencia clara de la necesidad y utilidad de abordar estos desarrollos, con la dotación de los recursos apropiados y la adecuada coordinación entre las diferentes áreas de negocio y de apoyo, será factible acometer los mismos con garantías, y procurar un rendimiento apropiado a las inversiones realizadas.

3.1.3. Estado actual de los modelos de gestión en las entidades financieras

La situación de las entidades, en cuanto al desarrollo y aplicación de modelos de gestión que incluyan el riesgo, en todos sus aspectos, dentro de los parámetros de decisión, presenta una fuerte dispersión.

En España conviven entidades que empezaron a trabajar en esta línea en la década de los noventa con otras que solo recientemente han empezado a caminar por este proceso, mientras que otras apenas están en las reflexiones preliminares.

Así, respecto al modelo organizativo, se observan importantes avances en gran parte de las instituciones. En este sentido, ya no se cuestiona la necesidad de una unidad central de riesgos independiente y se va reconociendo que, en términos de gestión del riesgo, la centralización de las políticas generales, de las metodologías y del desarrollo de herramientas es la base para la descentralización de la toma de decisiones a los niveles más operativos de la organización.

Por otro lado, la gestión avanzada del riesgo se relaciona directamente con la gestión de las provisiones y el capital, elementos claves de la contabilidad, del control de la gestión y de la planificación financiera. Así, se observa también una mayor coordinación entre las áreas financieras y de riesgos, y de estas con las áreas de tecnología y sistemas de información, lo que es imprescindible para el desarrollo de los nuevos enfoques.

En cuanto al desarrollo de herramientas, una gran parte de entidades ya utiliza algún tipo de *rating* y *scoring* en sus procesos de admisión de riesgos, aunque estas herramientas han estado, tradicionalmente, más enfocadas a admitir o rechazar a clientes u operaciones que a su cuantificación en términos de pérdidas esperadas y capital, como se pide en el marco Basilea II. En esta línea, se observan movimientos claros de adaptación y calibración de dichas herramientas a los nuevos requerimientos.

Asimismo, la cuantificación del riesgo es imprescindible para el desarrollo de modelos de fijación de precios de las operaciones, pero estos modelos, que algunas entidades empezaron a utilizar en España en los noventa, han adolecido de problemas adicionales a la mera existencia de herramientas de *rating* y *scoring* adecuadamente calibradas.

En efecto, estas herramientas, cuando existían, en su mayoría eran meras calculadoras, desconectadas de los sistemas de gestión corporativos, lo que las hacía poco operativas para sus usuarios. En poquísimos casos, las herramientas de fijación de precios se integran en los sistemas de gestión y, casi siempre, los ajustes en términos de pérdida esperada y capital, en estos casos, tienen más relación con aspectos regulatorios que con el propio riesgo.

Otro tanto sucede con la información de mora, que suele estar más enfocada a la gestión recuperatoria propiamente dicha, que a la generación de información, desglosada y detallada, que requieren los nuevos modelos.

Por todo ello, no es de extrañar que la incorporación apropiada del riesgo en los resultados de los negocios siga siendo algo incipiente. Las

entidades van a tener que hacer importantes inversiones en la renovación de sus sistemas de información de gestión para poder disponer de resultados, ajustados por riesgo, para los diferentes niveles de la organización, desde operación/cliente, hasta unidades de negocio y, por agregación, el conjunto de la institución.

No solo es un problema de integrar las mediciones de pérdidas esperadas y de capital por riesgo de crédito, mercado y operacional a los diferentes niveles, sino que estas deben formar parte de un esquema completo de información para la gestión que contemple, adecuadamente, la imputación eficiente de costes y la fijación de tasas de transferencia «limpias» entre áreas y unidades de negocio.

No obstante, la implantación real de un modelo moderno de gestión del riesgo tiene muchos aspectos que exceden la mera problemática técnica. Las herramientas de medición, los sistemas de información y los circuitos y procesos adecuados son una condición necesaria, pero no suficiente. Para que todo ello quede imbricado en el día a día de la organización e impacte de la forma deseada en el perfil de riesgos de la empresa por la vía de políticas concretas, es necesario un cambio cultural profundo, basado en unos procesos de formación coherentes y en unas estructuras adecuadas. No hay duda de que para llegar al final de este camino queda un largo trecho, y seguramente accidentado, por recorrer.

3.2. Algunas consideraciones competitivas

Como se ha resaltado, el número de entidades que podrán optar a la utilización de modelos internos en el momento de entrada en vigor de la norma será razonablemente limitado. Entre ellas, es previsible que se encuentren aquellas entidades cuyo tamaño permite una mayor capacidad para realizar las inversiones necesarias y para rentabilizarlas a través de los ahorros de capital obtenidos y de las propias mejoras en la gestión de la empresa.

También se encontrarán entidades de menor tamaño, gracias al mayor peso en sus carteras de segmentos o productos especialmente beneficiados por el uso de modelos internos y a la disponibilidad de un desarrollo tecnológico relativo superior.

Sin embargo, es previsible que haya un gran número de entidades que, al menos en una primera etapa, utilicen el enfoque estándar para el cálculo de capital. La velocidad a la que estas entidades puedan moverse hacia el uso de modelos internos dependerá de varios factores.

En primer lugar, de los incentivos que existan para la utilización de modelos internos avanzados y, en su caso, de la presión de los accionistas para perseguir esos incentivos. En segundo lugar, dependerá de la evolución de los costes de desarrollo de estos modelos, que previsible-

mente se reducirán con el paso del tiempo en función de la curva de experiencia en las entidades líderes de la industria. Y, por último, dependerá también de la capacidad de estas entidades para mitigar los efectos de la posible selección adversa, derivada de las mejores capacidades de los competidores en la evaluación de los riesgos y en la fijación de precios.

Basilea II tendrá un impacto significativo en los procesos de formulación estratégica de las entidades, como ya ocurrió tras la aplicación del Acuerdo de 1988. El perfil de riesgo de las entidades y su correspondencia con el capital disponible y el exigible son elementos críticos en la planificación y consecución de los objetivos estratégicos, especialmente en aquellos casos en los que existen planes de crecimiento o de expansión hacia otros mercados o negocios. Por este motivo, las entidades más avanzadas están concediendo máxima prioridad a los desarrollos que la nueva regulación implica.

Asimismo, y dado que las inversiones que se han de realizar por las entidades serán cuantiosas, la banca tratará de aprovechar al máximo las nuevas oportunidades de negocio que se identifiquen como consecuencia de las mejoras en el conocimiento de los negocios y mercados.

En este sentido, es importante que las entidades revisen profundamente sus modelos de negocio en el ámbito de la gestión de riesgos, al objeto de conocer las consecuencias que Basilea II tendrá sobre los mismos y, en la medida de lo posible, sobre sus competidores directos, tratando de identificar las posibles ventajas y desventajas competitivas en sus carteras actuales y futuras.

En el plano individual, el impacto estratégico variará en función de las características estructurales de la entidad, de sus negocios y de su cartera de clientes, a lo que no será ajeno el modelo de gestión de riesgos utilizado.

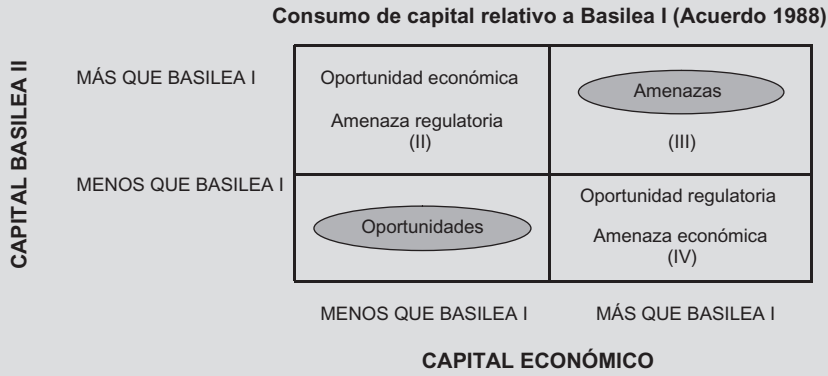
En el gráfico 5 se puede observar el posible impacto competitivo provocado por el grado distinto de desarrollo de la función de riesgos en las entidades financieras.

En el tercer cuadrante se situarán aquellos clientes y actividades en los que coincide que el consumo de capital requerido por la nueva normativa, especialmente bajo el enfoque estándar, y el calculado por modelos internos propios resulta, en ambos casos, superior al que establece el Acuerdo de 1988. En el primer cuadrante se da la situación contraria, en el sentido de que los dos planteamientos permitirían un menor consumo de capital.

Estos dos cuadrantes representan zonas de amenazas y oportunidades, donde se da la circunstancia de que las entidades más avanzadas en la identificación y cuantificación del riesgo y las que opten por el enfoque más básico compartirían, con mayor o menor claridad, la misma visión.

GRÁFICO 5

LA NUEVA REGULACIÓN DESTAPA NUEVAS OPORTUNIDADES Y AMENAZAS



Sin embargo, en los cuadrantes segundo y cuarto se observan asimetrías de información que tendrán incidencia competitiva. Así, para las entidades más avanzadas, el cuadrante segundo se percibirá como una oportunidad de negocio, si hay capital disponible. El cuadrante cuarto, por su parte, sería poco atractivo.

La ausencia de modelos propios internos llevaría exactamente a la percepción contraria, favoreciendo la entrada en determinados negocios y el cuestionamiento de otros que, desde una perspectiva más avanzada, no tendrían sentido económico.

A este respecto, es posible que las entidades que puedan optar a la utilización de modelos internos consideren que inicialmente tienen un *handicap* respecto a las entidades que vayan a utilizar el modelo estándar, debido a la presión que en los costes suponen las inversiones para la incorporación de los nuevos modelos. No obstante, creemos que este se verá neutralizado rápidamente. No solo se van a compensar estos costes por el efecto, previsiblemente beneficioso para el rendimiento sobre el capital (ROE, *return on equity)* de los incentivos para utilizar eficientemente el capital, sino que, muy fundamentalmente, las mejores capacidades de valoración de riesgos y de discriminación de precios constituyen, por sí mismas, una fuente de ventaja competitiva.

En este sentido, las entidades que se queden en el modelo estándar, deberán estar muy alerta para evitar las desventajas de actuar como meros seguidores en la fijación de precios y en la captación de clientes, y para poder huir del proceso de selección adversa, es decir: del riesgo de quedarse con los peores clientes, y con una relación entre riesgo y rentabilidad claramente inadecuada.

La defensa de estas entidades se vería abocada a apalancarse en otros elementos de la propuesta de valor, buscando el difícil camino de

la diferenciación, a la manera de las estrategias genéricas de Porter (11), en un entorno cada vez más comoditizado. Seguramente, en este grupo de entidades se encuentren parte de los protagonistas de una futura ola de fusiones, en donde una de las sinergias será la liberación de capital derivado de la utilización de modelos internos avanzados.

A medio plazo, la mayoría de las entidades, incluso las más renuentes, evolucionarán hacia la utilización de modelos internos para la gestión de sus riesgos, llevadas por el entorno competitivo y por el indudable abaratamiento de los costes de desarrollo e implantación de los nuevos esquemas.

Por último, otra línea de desarrollo estratégico vendrá marcada por el giro de algunas entidades hacia el nicho de «especialistas» en determinados clientes o productos, saliendo de actividades más dispersas para concentrarse en aquellas que les proporcionen ventajas competitivas en el nuevo entorno.

No obstante, y a pesar de que la puesta en práctica de Basilea II va a tener influencia en el atractivo relativo de los diferentes segmentos de clientes y actividades bancarias, no cabe prever movimientos significativos de las entidades universales hacia la especialización, por varios motivos:

- En primer lugar, porque es previsible que en todos los segmentos y actividades haya, inicialmente, oportunidades de negocio rentables para aquellos que tengan capacidad de discriminación, tanto en términos de selección de riesgos como de fijación de precios. En este sentido, la escasa relación actual entre el riesgo y los márgenes, en cada segmento de clientes, debería tener los días contados.

- En segundo lugar, porque si un grupo numeroso de entidades buscase especializarse solo porque determinadas actividades son favorecidas por el marco de Basilea II, ello tendría un reflejo rápido en los márgenes y su atractivo tendería a disminuir en el tiempo. El mercado tenderá a equilibrar oferta y demanda a medio plazo y, solo si los que iniciaran el primer movimiento fueran capaces de edificar barreras de entrada para mantener la ventaja cobrada, tendría sentido estratégico el movimiento.

- Por último, es previsible que las entidades más especializadas puedan aprovechar los beneficios que ofrece Basilea II en determinadas actividades, y compitan con ventaja, mediante el uso de modelos avanzados, frente a entidades que utilicen el enfoque estándar. El objetivo de estas instituciones será alcanzar con rapidez cierta masa crítica, y para ello utilizarán políticas de precios, discriminadoras y agresivas, en función del riesgo, en especial frente a los juga-

(11) Véase Porter (1997), p. 28.

dores que no sean capaces de diferenciar y no se puedan beneficiar de los ahorros de capital previstos en la norma.

En resumen, y en su conjunto, el impacto global de la aplicación del Nuevo Acuerdo de Capital sobre los sistemas de medición y gestión de riesgo de las entidades financieras será muy positivo. Como resultado de este impacto, se está gestando un cambio histórico en la configuración de los sistemas financieros nacionales e internacionales, cuya estabilidad y solvencia resultarán fortalecidas.

4. REFLEXIONES FINALES Y CONCLUSIONES

— Basilea II supone un paso decidido en la buena dirección.

— En estos últimos años, las entidades financieras han venido ahondando en el conocimiento de la exposición a la incertidumbre de sus actividades.

— Las recientes crisis, así como la desregulación, la globalización, la innovación financiera y, sobre todo, la tecnológica, han supuesto un enorme acicate para que cada vez entendamos mejor nuestra exposición al riesgo, y modelicemos, con mayor precisión, la incertidumbre de la obtención de los resultados. Todo ello ha provocado una transformación profunda en la banca.

— La concreción del riesgo en medidas coherentes, uniformes y homogéneas, de pérdida esperada y de capital en riesgo o capital económico, constituye el elemento más decisivo en la gestión eficaz de las entidades financieras y permite, por fin, el acceso directo, sin vaguedades, al manoseado, y sin embargo irreemplazable, concepto de creación de valor para el accionista (12).

— El apoyo de Basilea a la introducción de los modelos IRB *(Internal Rating Based)* es un magnífico estímulo para que todos disfrutemos de una mejor gestión de nuestras empresas. No obstante, parece oportuno resaltar algunos aspectos para la reflexión de la redacción actual del Acuerdo:

- Es una cuestión de vital importancia que se generen incentivos suficientes para la adopción de los modelos más avanzados en todas las entidades de la industria.

- Es conveniente evitar que el Acuerdo se adapte en demasía a las especificidades de las entidades más activas y beligerantes durante el proceso consultivo, lo que podría generar distorsiones económicas entre países y desventajas competitivas entre enti-

(12) Véase Rappaport (1986), capítulo 3.

dades, al ser aplicado a un conjunto más amplio de instituciones financieras. En este sentido, merece la pena objetivar más los criterios de implantación local para evitar estas asimetrías, así como buscar la máxima coordinación posible entre supervisores.

- La credibilidad del proceso es un objetivo prioritario para minimizar los costes y prever con antelación los posibles desarrollos. Parece importante anticipar la publicación de la información relevante para la consolidación de los modelos y respetar los plazos establecidos.

- Deben encontrarse formas de recoger mejor los efectos positivos que tiene la diversificación sobre el riesgo asumido, bien sea mediante la adopción de modelizaciones más complicadas (modelo bifactorial) y/o mediante la progresiva aceptación de modelos de cartera. En este sentido, la Norma no debería olvidar un concepto, tan beneficioso para las entidades y el sistema, como el de la diversificación de riesgos.

- Conviene seguir ahondando en la mitigación de la posible prociclicidad del Acuerdo.

- Dadas las características peculiares de las distribuciones de riesgo operacional, encontramos deseable estimular la construcción de bases de datos internacionales compartidas, que complementen las bases de datos internas de las entidades.

- No parece que el paso del modelo básico al estándar, en riesgo operacional, esté suficientemente incentivado.

En definitiva, el proceso de asimilación de los nuevos requerimientos que supone Basilea II es complejo, y requiere esfuerzos importantes de las organizaciones, en términos de inversión tanto en nuevas herramientas y sistemas de información como en adaptaciones estructurales que faciliten la utilización de los nuevos esquemas en el día a día, todo lo cual implica un cambio cultural de gran calado en las instituciones.

En el nuevo entorno, el reto estratégico para las entidades, exacerbado por la discontinuidad regulatoria, nos parece de primera magnitud. Seguramente habrá ganadores y perdedores después de Basilea II.

Aquellas instituciones más reacias a la adopción de los nuevos enfoques, que sigan estrategias continuistas, se enfrentarán al posible daño de la selección adversa en sus carteras (gráfico 5, cuadrantes III y IV).

Los «seguidores» que se planteen la nueva regulación con criterio de mínimos se verán abocados a participar en mercados, segmentos y negocios, con márgenes decrecientes, por efecto de la intensidad com-

petitiva y del desarrollo de los mercados (gráfico 5, cuadrantes I, III y IV). Por el contrario, aquellas entidades que escudriñen los mercados con herramientas eficaces de cuantificación del riesgo, asignación de capital y requerimiento de rendimientos generadores de valor para sus accionistas tendrán excelentes oportunidades de crecimiento rentable y sostenido (gráfico 5, cuadrantes I y II) y de evitar posicionamientos no deseables (gráfico 5, cuadrantes III y IV).

En definitiva, y tomando el sistema financiero en su conjunto, no hay duda de que una implantación inteligente y flexible del Nuevo Acuerdo mejorará la solvencia, la formación de precios y la asignación de recursos en el sistema.

BIBLIOGRAFÍA

BIS (2001). *The New Basel Capital Accord,* www.bis.org.

— (2002). *Quantitative Impact Study 3 Technical Guidance,* www.bis.org.

BESSIS, J. (2002). *Risk Management in Banking,* John Wiley & Sons, Ltd.

CADE, E. (1999). *Managing Banking Risks,* Fitzroy Dearbom Publishers.

CASSERLY, D. (1993). *Facing up to Risks,* John Wiley & Sons, Ltd.

CRONHY, M., GALAI, D. y MARK, R. (2001). *Risk Management,* McGraw-Hill.

GARCÍA CÉSPEDES, J. C. y GARCÍA MARTÍN, D. (2002). «The Two Factor Model for Credit Risk: a comparison with the BIS II One Factor Model», X Foro de Finanzas, Sevilla.

MARKOWITZ, H. (1991). *Portfolio Selection: efficient diversification of investments* (véase parte II).

MATTEN, CH. (2002). *Managing Bank Capital: Capital Allocation and Performance Measurement,* John Wiley & Sons, Ltd.

PORTER, M. (1997). *Ventaja competitiva,* CECSA.

RAPPAPORT, A. (1986). *Creating Shareholder value,* The Free Press.

STIGLITZ, J. E. (2002). *Globalization and its discontents,* Penguin Books.

La nueva regulación de los conglomerados financieros: cuestiones fundamentales

José Manuel Gómez de Miguel (*)

El 16 de diciembre de 2002, sobre la base de un texto aprobado durante la Presidencia Española de la Unión Europea, el Parlamento Europeo y el Consejo de Ministros de la UE promulgaron la *Directiva 2002/87/CE, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero*, y por la que se modifican otras directivas que contienen la regulación prudencial de esas entidades y sus grupos, es decir la Directiva de Conglomerados Financieros (DCF).

El presente artículo pasa revista a los elementos fundamentales de la nueva supervisión a la que quedarán sometidos los conglomerados financieros (CF), prestando especial atención a las piezas prudenciales que la integran y a la delimitación que finalmente se hace de ese tipo de grupo financiero. Entre esos elementos destacan el papel que se reserva a la autoridad que coordinará la vigilancia del CF y la importancia de la cooperación entre todos los supervisores implicados en el control de las diversas entidades individuales del CF.

Finalmente, el artículo analiza otros elementos armonizadores del texto y se plantea los problemas que acarrearán su transposición normativa y su aplicación práctica, con especial atención a la situación en nuestro país.

1. INTRODUCCIÓN

El 16 de diciembre de 2002, el Parlamento Europeo y el Consejo de Ministros de la Unión Europea promulgaron la *Directiva 2002/87/CE, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero*, y por la que se modifican, en ciertos aspectos concretos, otras directivas que contienen la regulación prudencial de esas entidades y sus grupos (en adelante, DCF).

El texto final, publicado el 11 de febrero de 2003 en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas, es el mismo que selló el acuerdo político logrado por la Presidencia Española de la Unión Europea el 7 de mayo de 2002, acuerdo en el que se tuvo en cuenta la mayor parte de las sugerencias formuladas por el Parlamento Europeo durante la primera lectura de la propuesta de directiva.

(*) José Manuel Gómez de Miguel es Jefe de la División de Regulación y Transparencia de la Dirección General de Regulación del Banco de España.

Como señala la exposición de motivos preparada por la Comisión Europea al aprobar su propuesta el 24 de abril de 2001, apenas un año antes de que se lograse el acuerdo antes citado, la DCF se enmarca en el compromiso de la Unión de lograr, antes de 2005, una efectiva integración de los mercados financieros europeos, y es parte del Plan de Acción de Servicios Financieros promovido para cumplir ese compromiso.

Dicha exposición de motivos también:

— Aclara el marco de la regulación que se propone cuando señala, por ejemplo, que:

  «El mercado financiero único de la UE presupone la estabilidad financiera y, con ella, una supervisión prudencial segura»;

  «La Unión debe esforzarse por mantener los más altos niveles de normativa prudencial para sus entidades financieras.»

— Precisa el objeto concreto de sus preocupaciones en párrafos como los siguientes:

  «... el ritmo acelerado de consolidación de la industria y la intensificación de los vínculos entre los mercados financieros exigen un examen cuidadoso de las estructuras que vayan apareciendo para comprender y supervisar los riesgos institucionales y sistémicos, en especial cuando se trate de grupos intersectoriales que engloben bancos, compañías de seguros y empresas de inversión.»

  «Las operaciones financieras combinadas pueden crear nuevos riesgos prudenciales o aumentar los existentes.»

  «Las normas prudenciales deben adaptarse al ritmo de cambio de los mercados y los requisitos de capital deben reflejar con rigor los riesgos asumidos...»

— Deja constancia de su deuda conceptual con los trabajos del *Foro Conjunto del G-10 sobre conglomerados financieros* y con las recomendaciones del *Grupo Brouwer para la estabilidad del sector financiero*.

— Finalmente, declara sus dos objetivos básicos:

  - *Asegurar la estabilidad de los mercados financieros europeos estableciendo normas prudenciales comunes para la supervisión de los conglomerados financieros.*

  - *Introducir condiciones homogéneas, basadas en la seguridad jurídica, para las entidades financieras, que eviten las incoherencias entre las legislaciones sectoriales existentes (banca y servicios de*

inversión/valores, de un lado, y seguros, de otro) y las lagunas prudenciales que puedan favorecer el arbitraje regulatorio.

En los comentarios que siguen se tratan por separado ambos objetivos, prestando especial atención al primero de ellos, mediante una descripción detallada del contenido de las soluciones fundamentales adoptadas por la DCF. El artículo termina con una evaluación de la incidencia de la nueva directiva en la regulación y el sistema financiero de nuestro país.

Como punto de partida para la exposición que sigue, y sin perjuicio de las precisiones del punto 2 siguiente, se asume una definición intuitiva de los CF como todo grupo de empresas cuya actividad principal sea la financiera y en el que se integren, simultáneamente, empresas bancarias y/o de servicios de inversión con empresas aseguradoras.

2. EL ALCANCE DE LA SUPERVISIÓN PRUDENCIAL DE LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS

Desde un punto de vista conceptual, las características que configuran la supervisión prudencial de los CF y las piezas fundamentales que la integran no son especialmente innovadoras; al contrario, al establecer ambos elementos, la DCF reproduce prácticamente los establecidos previamente por las directivas comunitarias que regulan los grupos sectoriales homogéneos. No obstante, en la medida en que generaliza ciertas soluciones sectoriales, su aplicación práctica sí puede traer consigo innovaciones significativas para ciertos CF y nuevas preocupaciones para los supervisores, como se comentará en un apartado posterior.

En las líneas que siguen se pasará revista a la naturaleza de la supervisión que se propone y a los elementos prudenciales que la conforman.

2.1. La supervisión prudencial propuesta en la Directiva

En primer lugar, es importante caracterizar conceptualmente la supervisión prudencial que propone la Directiva. De un lado, se trata de una *supervisión adicional* a la que ya se aplica a las entidades individuales o a los grupos o subgrupos homogéneos (consolidados) que se encuentren dentro del mismo CF; así, ni los nuevos requerimientos que se van a establecer sustituirán en ningún caso a los exigibles individualmente o en base consolidada a aquellas entidades o grupos, ni los alterarán en su alcance o intensidad.

De otra parte, esta supervisión seguirá confinada en *las entidades reguladas (a saber, las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión y las empresas de seguros) sujetas al control individual de las autoridades supervisoras comunitarias*. No alcanza, por tanto, al resto

de entidades financieras y empresas auxiliares que formen el mismo CF, ni tampoco a las matrices que no sean entidades reguladas (y que, en la jerga de las directivas afectadas, se llaman sociedades financieras, mixtas o no, de cartera). Es decir, las autoridades supervisoras no tienen que asumir competencias de control e inspección sobre esas otras entidades no reguladas en cuanto tales (1).

2.2. Las piezas de la supervisión prudencial de los CF

Las diferentes piezas que van a integrar la supervisión prudencial de los CF son: la adecuación del capital, la concentración de riesgos, las operaciones intragrupo, y los mecanismos de control interno y sistemas de gestión de riesgos.

a) El objetivo instrumental de *las normas sobre adecuación del capital del CF* es bien conocido en la regulación prudencial: evitar el doble cómputo del capital *(double gearing)* dentro del CF y, con ello, que el CF cuente, efectivamente, con recursos propios efectivos superiores a las exigencias de esa naturaleza previstas en la regulación.

Para ambos fines, la DCF arbitra tres métodos alternativos *(consolidación contable; deducción y agregación; valor contable/deducción de los requisitos)* que conducen a resultados similares, y admite también cualquier combinación de los mismos.

La característica común de dichos métodos es que permiten calcular los recursos propios efectivos del CF sumando, primero, todos los elementos de recursos propios admisibles según la regulación de cada sector, y eliminando después las participaciones cruzadas entre entidades o grupos homogéneos, así como cualquier otra creación inapropiada de recursos propios dentro del CF.

Por su parte, los requerimientos exigibles de recursos propios surgen, básicamente, de la aplicación de las correspondientes reglas sectoriales a las diferentes entidades reguladas (o a sus grupos homogéneos) del CF: en el caso del negocio bancario, dichas exigencias están relacionadas, básicamente, con los riesgos procedentes de su activo (2), mientras que, en el caso de seguros, tales requisitos guardan relación con las primas emitidas o los compromisos —provisiones técnicas— adquiridos. Completando ese principio general, y a fin de evitar tratamientos no equitativos en función de las estructuras diferentes que pueda adoptar un CF, en el caso de las entidades no reguladas que no hayan sido tenidas en cuenta en la aplicación de las normas sectoriales (lo habrán sido si

(1) Nótese que tendrán esas competencias en la medida en que sea necesario para asegurar la eficacia de la supervisión en base consolidada de las entidades reguladas o de la supervisión adicional que ahora se establece.

(2) En el ámbito del negocio de valores existen otros factores adicionales (cargas de estructura, patrimonio gestionado) determinantes de dichos requisitos.

se sigue el método de consolidación o si se han calculado previamente los requerimientos de recursos propios de un grupo homogéneo del que formen parte), se calculará un requisito de solvencia teórico aplicando las reglas sectoriales correspondientes al negocio típico de la entidad no regulada (en general, las normas bancarias/de servicios de inversión).

Finalmente, se establecen dos elementos técnicos adicionales que permiten precisar el requisito de solvencia adicional y su efectivo cumplimiento por el CF:

— Los déficit sectoriales que se deben tener en cuenta, cuando se trate de filiales no plenas, serán los totales que presente la entidad, sin computar el porcentaje de participación del grupo en la filial correspondiente.

— Los déficit de recursos propios exigibles del CF (los requisitos adicionales de solvencia) solo podrán cubrirse con elementos de capital admisibles por todas y cada una de las regulaciones sectoriales aplicables (3) (es decir, los superávit de recursos propios de un sector solo pueden ser utilizados para cubrir déficit de otro sector, o del CF, si el exceso está materializado en elementos de recursos propios admisibles en ese otro sector).

Con todo ello, y con otras normas técnicas menores y complementarias para resolver problemas concretos que se producen al tener en cuenta las diferentes estructuras posibles de CF, la Directiva asegura una determinación precisa de los requerimientos adicionales de capital exigibles. Ese cálculo es, además, equivalente entre los diferentes métodos, salvo en el caso del de consolidación contable, por lo que se refiere a una parte de los intereses minoritarios que surgen al aplicarlo (4).

Como puede apreciarse, las innovaciones teóricas de este modelo de adecuación de capital son escasas e incluso podrían considerarse inapreciables, si se piensa, por ejemplo, que las exigencias teóricas a las entidades financieras no reguladas ya existen en el caso de los grupos sujetos a supervisión en base consolidada. Es más, la aparente dureza conceptual de impedir que los elementos de recursos propios específicos de un sector sirvan para cubrir los déficit de otro no es tal, en la medida en que no se exige que dichos elementos específicos sean los primeros en ser utilizados para cubrir los propios requerimientos del sector que los ha generado.

En definitiva, la supervisión adicional de la adecuación del capital de los CF no hace sino eliminar el doble cómputo de capital en su seno,

(3) Por ejemplo, la regulación comunitaria del sector asegurador admite como elemento de los recursos propios ciertas plusvalías no realizadas que las normas bancarias no tienen en cuenta. También pueden ser diferentes los límites autorizados a los diversos tipos de elementos de recursos propios (por ejemplo, en el caso de financiaciones subordinadas).

(4) Los que representan, en el caso de las filiales no plenas que presenten superávit individuales, la parte proporcional de dichos superávit.

aplicando métodos sencillos y ya integrados (de forma explícita o implícita) en la normativa sectorial vigente.

b) Más innovador tendrá que resultar, necesariamente, el modelo de *supervisión adicional de la concentración de riesgos de los CF*, aunque la Directiva lo deja a la determinación posterior de las autoridades responsables de dicha supervisión prudencial. Y es que la definición de riesgo de concentración, es decir, del sujeto de la supervisión adicional, acoge cualquier *«exposición que pueda dar lugar a pérdidas (…) con importancia suficiente para comprometer la solvencia o situación financiera (…) que puedan derivarse de riesgos de contraparte o de crédito, de inversión, de seguro, de mercado u otros riesgos, o de una combinación o interacción de estos».*

Aunque las normas de la DCF solo obligan a obtener información sobre toda concentración de riesgos significativa (permitiendo, pero no exigiendo, que los Estados miembros establezcan límites cuantitativos a esa concentración de riesgos), esa perspectiva meramente indicativa es ya suficiente para obligar a una reflexión sobre la forma de combinar los diferentes riesgos sectoriales para obtener una idea conjunta o correlacionada de las posibles exposiciones con un cliente, un sector económico, un territorio o un tipo de negocio determinados, pues todas estas formas de concentración podrían traducirse en un menoscabo de la situación financiera o de solvencia del CF y las entidades reguladas que lo integren.

No es este el foro adecuado para iniciar esas reflexiones, pero no debe quedar sin apuntar que, si bien alguna de esas exposiciones conjuntas no debería plantear excesivos problemas (por ejemplo, la vinculada al riesgo de crédito conjunto de los activos de las entidades que formen el CF), otras, como las derivadas de la integración de los riesgos de crédito, típicos del negocio bancario, y los actuariales, propios del asegurador, frente a un cliente o sector económico, no gozan hasta ahora de un cuerpo de doctrina consolidado. Por ello, es probable que sea la propia información derivada de la aplicación de la DCF, y la experiencia supervisora que surja de su tratamiento en los diferentes tipos de CF (y de ramos aseguradores), las que acaben dando lugar a los análisis necesarios para profundizar en tal tipo de integración.

c) También debería resultar novedosa la *supervisión adicional de las operaciones intragrupo (entendidas como aquellas que relacionan, directa o indirectamente, para el cumplimiento de una obligación, a las entidades del CF entre sí o a estas con cualquier persona física o jurídica estrechamente vinculada a aquellas),* dado que se trata de transacciones que ahora mismo apenas si disponen de una mínima regulación de detalle en alguno de los países que deberán aplicar la DCF, o que deberían haber aplicado ya la Directiva de grupos aseguradores, en la que se formaliza por primera vez esta pieza de la regulación prudencial (5).

(5) Como corolario de la regulación de esta cuestión para los CF, la propia DCF la incorpora a la Directiva bancaria, en el marco de la supervisión consolidada de las entidades de crédito.

Sin embargo, tal novedad es más aparente que real, pues la inmensa mayoría de los supervisores (y de los inspectores fiscales) ha incorporado a sus rutinas, desde hace muchos años, el análisis de las operaciones vinculadas. En efecto, al margen de que estas operaciones sean importantes para conocer la imagen fiel del grupo correspondiente y de las entidades que lo integran o los resultados efectivos de uno y otras, es bien conocido que las mismas preocupan especialmente al supervisor, porque pueden afectar a los recursos propios efectivos del correspondiente grupo o a su capacidad para generarlos y porque en su naturaleza se encuentra un conflicto de interés (piénsese en los riesgos con accionistas significativos o con empresas no financieras del propio grupo), que puede debilitar los controles habituales diseñados para la asunción de riesgos.

En todo caso, la DCF obliga a explicitar los mecanismos de supervisión de estas operaciones, que inicialmente se reducen a la mera información a los supervisores de las que sean significativas (6), pero que también podrían alcanzar, si los Estados miembros así lo deciden, al establecimiento de límites cuantitativos o, lo que será más habitual, de requisitos cualitativos o políticas de control interno específicas.

d) Finalmente, la DCF obliga a que las entidades reguladas de los CF cuenten, *en el ámbito del propio conglomerado, con procesos de gestión de riesgos y mecanismos de control interno adecuados, incluidos procedimientos contables sólidos.*

Esta exigencia es correlativa de la ya existente para los grupos sectoriales, pero incorpora una novedad importante, ya que la DCF precisa, por primera vez, el alcance mínimo de esta pieza básica de la supervisión, al indicar:

— De una parte, que los sistemas de gestión de riesgos del CF deben implicar: *a)* una gobernanza y gestión sanas con estrategias y políticas comunes aprobadas por órganos directivos apropiados; *b)* políticas apropiadas de adecuación de capital para prever el impacto de las estrategias comerciales del CF y de la regulación prudencial que le es aplicable, y *c)* procedimientos de control de riesgos integrados en la organización administrativa de todas las empresas incluidas en el CF.

— Y, de otra, que los mecanismos de control interno incluyan, además de procedimientos de información y contabilidad sólidos en cada una de las empresas del CF, los sistemas adecuados para *identificar y calcular todos los riesgos significativos del CF y establecer una relación apropiada entre ellos y los fondos propios* (7).

(6) A falta de otra definición en cada país, las que superen el 5 % de los requisitos de capital del CF.

(7) Terminología que recuerda los nuevos métodos de adecuación de capital que se han de implantar en el marco de Basilea II.

Aunque es evidente que este contenido mínimo no va a sorprender a ningún supervisor, no deja de ser relevante su incorporación al *acervo* comunitario.

3. LOS CONGLOMERADOS FINANCIEROS SUJETOS A SUPERVISIÓN: UNA SOLUCIÓN DE COMPROMISO

3.1. Una definición de conglomerado financiero

En primer lugar, se discute si la definición intuitiva de conglomerado financiero es suficiente para justificar la supervisión adicional descrita. Por contraposición a los tradicionales grupos bancarios, que en Europa integran sin conflicto empresas y negocios de valores, anteriormente se ha mencionado una definición intuitiva de los CF, como grupo de empresas cuya actividad principal es la financiera y en el que se integran, simultáneamente, empresas bancarias y/o de servicios de inversión con empresas aseguradoras.

Al justificar la necesidad de la DCF, el argumento más habitual gira en torno a una idea bastante simple, pero eficaz: las normas comunitarias sectoriales sobre supervisión prudencial de las entidades bancarias, de inversión y de seguros han reconocido, desde hace ya bastante tiempo (8), la necesidad de tener en cuenta la perspectiva del grupo homogéneo [en términos de negocio financiero (9)] a que eventualmente pertenezca la entidad, mientras que se carece de esa misma perspectiva en el caso de grupos heterogéneos; pues bien, esa carencia debe subsanarse y ahora es el momento, porque cada vez es mayor la importancia de los CF en nuestros mercados, porque las fronteras entre los diferentes productos financieros están cada vez más difuminadas o entremezcladas, y porque no adoptar esa perspectiva favorece la existencia de distorsiones de la competencia entre los diferentes operadores.

Sin embargo, todo incremento en la actividad supervisora, en la medida en que supone una nueva intervención de los poderes públicos sobre la libre asignación de los recursos por parte de las empresas y una dedicación de recursos públicos correlativa a la carga administrativa sobre los supervisados, no siempre se puede justificar con argumentos mecánicos. En el presente caso, donde, como ya hemos visto, la nueva carga supervisora es muy importante, la necesidad de argumentos sólidos que justifiquen su aplicación también debe serlo.

Y es que el valor añadido de la nueva perspectiva supervisora en el nivel del CF puede ser insignificante en el caso de aquellos grupos donde uno de los dos negocios básicos sea marginal; en ese caso, ni ese negocio será relevante para los mercados, ni justificará una política conjunta del CF.

(8) Desde 1983, en el caso de los grupos bancarios; y desde 1993, en el de las empresas bancarias y de inversión. La norma más tardía, de 1998, es la dedicada a los grupos de empresas aseguradoras.

(9) Forma parte de la tradición histórica considerar que la producción de seguros (tanto de vida como de otros ramos) es heterogénea respecto al resto de actividades financieras.

Del mismo modo, ambos negocios puede tener características financieras o comerciales (tipo de clientela) tan diferentes que no haga aconsejable mezclar su gestión. También podría pensarse que la separación en la producción y gestión de ambos tipos de negocio dentro del mismo grupo solo haga útil esa perspectiva adicional si se limita a aspectos muy concretos o aislados del CF, e incluso la convierta en innecesaria si el grupo incluye, además, áreas no financieras significativas que no puedan estar sujetas a ese control común. En esos casos, algunas o todas las nuevas medidas supervisoras serían un gravamen innecesario y costoso.

De ambos argumentos, cuya ponderación relativa exigiría un detalle que excede del objetivo de este artículo, nacen *los dos requisitos esenciales que la Directiva exige a los CF para sujetarlos a supervisión*:

— El primero solo es aplicable a aquellos grupos cuya matriz no es una entidad regulada y que integran también actividades no financieras, y consiste en *exigir que las actividades de naturaleza financiera alcancen más del 40 % del negocio total del grupo*. Cumplido este requisito, el CF solo integrará, naturalmente, a las empresas financieras (reguladas o no) del grupo.

— El segundo se aplicará a todos los CF, definidos al modo tradicional, y exige *que los dos sectores financieros (banca-valores, de un lado, y seguros, de otro) sean significativos*.

3.2. El examen de los umbrales exigibles

El primer umbral responde, además de a la prudencia supervisora (10), a la convicción de que solo un determinado peso de la actividad financiera puede justificar que un grupo también dedicado a actividades comerciales o industriales quede sometido a la obligación esencial de disponer de un política común (en respuesta a las exigencias supervisoras mencionadas en el punto 2.2) para el conjunto de sus negocios financieros.

El segundo requisito es, sin duda, mucho más difícil de fijar, dado que ni existe experiencia supervisora previa, ni un cuerpo de doctrina que haya seleccionado científicamente el tamaño mínimo que debe tener un sector para resultar significativo.

La forma en que la Directiva fija este segundo requisito es, como no podría ser de otro modo, a través de un compromiso entre aquellos para quienes significativo es lo opuesto a insignificante y aquellos que identifican significativo con relevante. A la primera corriente, representada inicialmente por los que exigían un peso específico determinado del sector más pequeño (en la propuesta original de la Comisión se fijaba un peso superior al 10 %), se sumó inmediatamente otra idea, la del riesgo sis-

(10) El 40 % fue introducido por el Parlamento Europeo sobre una propuesta base de «mayor del 50 %», tanto de la Comisión Europea como del Consejo.

témico, vinculada al tamaño del negocio por sí mismo, en la medida en que, dentro de la Unión Europea, lo que es aparentemente insignificante para un CF enorme, puede ser una empresa con capacidad suficiente para desestabilizar el sector financiero de un país. Ambas nociones convirtieron esta corriente en claramente mayoritaria.

La corriente minoritaria contaba también con una base fáctica sólida, ligada a la realidad de los negocios de «banca-seguros» que se han desarrollado en los últimos años en los mercados europeos. Y es que los grupos que han venido ofreciendo ese tipo de negocio, donde ambos productos son en muchos casos complementarios o sustitutivos y donde, por tanto, se ha generado la necesidad de estrategias comerciales y de gestión comunes, presentaban cifras reales donde el peso específico del sector más pequeño superaba normalmente el 20 %.

Finalmente, se alcanzó un compromiso, sobre la base conceptual de la primera corriente, aun a sabiendas de que con ello se estaba forzando a muchos grupos, en los que las líneas de negocio banca-valores y de seguros eran teórica y prácticamente independientes, a crear una coordinación (o algo más) nueva dentro de las políticas del grupo. Esta solución no debe extrañar, pues ya se ha aplicado, sin conflictos significativos, dentro del propio negocio bancario y de valores, donde se obliga a coordinar todas las áreas de negocio por muy independientes que sean en términos comerciales o de gestión (piénsese, por ejemplo, en dos áreas de negocio como la hipotecaria para adquisición de vivienda y la de banca corporativa servidas por dos empresas diferentes del mismo grupo).

De esta forma, *la DCF sujeta a supervisión a los conglomerados financieros cuyo sector más pequeño tenga, bien un peso específico superior al 10 % del total* (11)*, bien un tamaño (medido por su balance) superior a los 6.000 millones de euros*. Con ambos parámetros, la definición comunitaria de CF permite acoger a un número significativo de los grupos europeos dedicados a ambos sectores, que son, a su vez, la mayor parte de los grandes grupos financieros europeos.

No obstante, y como concesión a la corriente minoritaria, se permitió excluir (parcial o totalmente) de la supervisión adicional a aquellos CF que cumplieran el segundo de los umbrales citados, pero no el primero, si las autoridades consideraban que dicha supervisión no era necesaria o conveniente, habida cuenta, por ejemplo, del insignificante peso específico del sector más pequeño (por ejemplo, del 5 % o menos) o del escaso riesgo sistémico del propio CF (por ejemplo, cuota de mercado no superior al 5 % en ningún país).

Además de estos parámetros básicos, que, como se ve, se han flexibilizado para alcanzar un compromiso que permitiera aprobar la Directiva, esta contiene otros elementos de flexibilidad adicionales (por ejemplo, la exclusión de ciertas empresas del cálculo, o el uso de otros parámetros eco-

(11) Medido como media entre peso del negocio (vía balance) y peso de los riesgos (vía requerimientos de recursos propios) de cada sector.

nómicos —como los ingresos o las partidas fuera de balance— para hallar el peso específico de los sectores) que tienen por objeto, en la mayor parte de los casos, permitir tomar en consideración los efectos prudenciales de las estructuras de grupo particulares que puedan presentarse.

3.3. Otros aspectos esenciales de la definición de conglomerado financiero sujeto a supervisión

No debe abandonarse este punto sin dejar de subrayar un aspecto esencial en la determinación del perímetro del CF sujeto a supervisión adicional. Se trata de que, al igual que ya ocurre con los grupos sectoriales, el CF y, por tanto, su supervisión, incluirán no solo empresas filiales (o, lo que es análogo, sujetas a una misma unidad de decisión), sino también empresas participadas (asociadas o multigrupo, en la terminología mercantil española) (12). Estas empresas también deberán ser tenidas en cuenta, lógicamente de forma proporcional, a la hora de hacer los cálculos correspondientes para comprobar si el CF supera los umbrales exigibles para quedar sujeto a la supervisión adicional.

Tampoco debe quedar sin mencionar, y esta es la última cuestión relevante en la determinación de los CF sujetos a supervisión, la situación de los CF cuya empresa matriz esté situada fuera de la Comunidad Europea, cuestión que incorpora componentes políticos y técnicos que sin duda darán lugar en el futuro a interesantes análisis y a curiosos precedentes.

La DCF contempla la posibilidad de eximir de sus exigencias adicionales a esos CF, siempre que en el país de origen de la entidad matriz exista un régimen de supervisión adicional equivalente al establecido en la DCF. También permite, si no existe esa equivalencia, que se aplique a ese CF foráneo un régimen de supervisión adicional diferente, pero análogo en sus resultados, al previsto en la Directiva (incluso exigiendo la creación de un *holding* financiero europeo como matriz de las entidades del CF).

Aunque la equivalencia que debe analizarse, o la alternativa que se ha de aplicar, deberán serlo de forma individualizada, en decir, caso a caso (CF a CF), es indudable que tales análisis, en la medida en que tenderán a emitir juicios sobre la suficiencia de ciertas piezas de la supervisión de terceros países, se teñirán de un cierto color político, además del técnico que resulta imprescindible al caso. Ambas valoraciones entrarán sin duda en las próximas actividades del nuevo Comité de Conglomerados Financieros creado al efecto, que debe ser consultado en estos casos, y que puede dictar *orientaciones generales sobre si los sistemas de supervisión adicional de las autoridades competentes de terceros países son susceptibles de alcanzar los objetivos definidos en la presente Directiva...* (13).

(12) Incluso hasta el extremo de considerar como posible CF el compuesto por un banco y una compañía de seguros participada por aquel en un 20 %.

(13) Nuevo órgano de asistencia a la Comisión Europea, donde estarán representados los Estados miembros, y semejante en su funcionamiento al actual Comité Consultivo Bancario.

4. LA AUTORIDAD RESPONSABLE DE LA SUPERVISIÓN ADICIONAL (EL COORDINADOR) Y EL PAPEL DE LOS DEMÁS SUPERVISORES

4.1. Una única autoridad competente

La Directiva prevé que exista una única autoridad competente que sea responsable de ejercer la supervisión adicional del CF. Esa autoridad será una de las autoridades responsables de la supervisión de alguna de las entidades reguladas del CF y, normalmente, la de la entidad regulada que esté a la cabeza del CF (14).

Sin embargo, la existencia de esta figura no constituye, como algunos han querido ver, una apuesta por el modelo de supervisor único (al modo de la FSA británica, o de los sistemas nórdicos), frente a los modelos, como el español, donde la supervisión de las entidades financieras aún se distribuye entre las tres grandes áreas de actuación: banca, valores y seguros. Por el contrario, y como la DCF se encarga de precisar con mucho detalle, la figura de la autoridad responsable de la supervisión adicional es, básicamente, la de un instrumento complementario de la supervisión prudencial del conjunto de entidades que integran el CF. Esta sigue estando atribuida, en sus elementos esenciales, es decir, en los aspectos más relevantes para evaluar la solidez y solvencia de dicho conjunto, a las diferentes autoridades competentes de la supervisión de todas y cada una de las entidades reguladas (y sus grupos y subgrupos) integrados en el CF.

Ese papel complementario (aunque no menor) de la autoridad citada se aprecia ya en la denominación que utiliza la DCF para identificarla: *el coordinador.* Y se comprueba cuando, de una parte, se precisa que su existencia en nada altera las funciones de las restantes autoridades supervisoras implicadas en el control de alguna de las entidades reguladas y, de otra, y muy especialmente, cuando se describen sus tareas y competencias.

4.2. Las funciones del coordinador

El reparto de funciones entre el coordinador y las restantes autoridades supervisoras implicadas se basa en asignar al coordinador tres órdenes de tareas:

— La evaluación de la situación financiera y de solvencia, así como de la estructura y controles internos del CF en su conjunto, y, dentro de ello, la vigilancia del cumplimiento de los requisitos prudenciales adi-

(14) Cuando no haya una entidad regulada a la cabeza, la DCF establece una serie de mecanismos automáticos para determinar la entidad más importante del CF y, con ella, al supervisor que se hará cargo de la supervisión adicional, aunque también prevé que los supervisores puedan, de común acuerdo, alterar el resultado de ese automatismo.

cionales impuestos por la Directiva para dicho conglomerado en su conjunto.

Por el contrario, la adopción de las medidas de ejecución sobre el conglomerado y sus entidades reguladas (normalmente, las que tengan por objeto corregir posibles deficiencias en la situación financiera o los controles internos del conglomerado, o sancionar los incumplimientos de las normas) queda atribuida a las correspondientes autoridades supervisoras de las diferentes entidades reguladas o grupos integrados en el CF, y solo se otorga al coordinador en el caso de que la matriz sea una sociedad financiera mixta de cartera (un *holding).*

— La adopción de las decisiones técnicas necesarias para aplicar las exigencias prudenciales previstas en la DCF (por ejemplo, la identificación del CF y de su perímetro; la aplicación de ciertas excepciones autorizadas por la DCF; la apreciación de la equivalencia en el caso de CF cuya matriz esté situada fuera de la Comunidad; la selección de las operaciones de las que deberá informar el CF en orden al control de sus transacciones intragrupo y de su concentración de riesgos).

La mayor parte estas tareas técnicas (y, desde luego, las más importantes) deberá llevarlas a cabo previa consulta con un colegio donde estarán presentes las restantes *autoridades competentes pertinentes* del CF, definidas como aquellas, distintas del coordinador, que puedan tener a su cargo la supervisión de los grupos sectoriales que existan en el conglomerado, o que sean designadas por el coordinador y esas mismas autoridades, atendiendo a la importancia relativa del CF en otros países o al peso específico dentro del CF de una entidad concreta supervisada por otra autoridad.

Este colegio restringido nace como un elemento práctico que tiene por finalidad evitar que esas consultas deban hacerse a todas las posibles autoridades supervisoras implicadas, cuyo número, en el caso de los grandes CF de la Comunidad, haría probablemente inviable, al menos en sesiones plenarias, la toma de decisiones. A la vez, ese colegio y el papel que debe desempeñar como elemento de apoyo (y, a la vez, de control) del coordinador, permitieron llegar a un compromiso entre quienes apostaban por dotar al coordinador de gran autonomía y poderes ejecutivos muy amplios, y quienes veían con temor dotarlo de tanta preeminencia y preferían un mayor reparto del poder.

— Finalmente, diversas funciones de coordinación en sentido estricto (en especial, la planificación y coordinación de las actividades supervisoras en casos de emergencia) o meramente instrumentales (diseminación de la información entre autoridades competentes, recepción de información del CF y comunicaciones con el mismo).

No obstante, y como se señalaba antes, el papel complementario que desempeña el coordinador en la supervisión prudencial del conjunto de entidades reguladas de un CF no debe ocultar que será, sin duda,

primus inter pares, pues normalmente tendrá a su cargo la supervisión del grupo o entidad dominantes o más importantes del CF, y que, cuando eso no ocurra, será el único de los supervisores implicados con una visión general de los riesgos y políticas estratégicas que afectan a todas las entidades reguladas.

4.3. La cooperación y el intercambio de información entre las autoridades supervisoras implicadas

Este es otro componente fundamental en la supervisión prudencial del CF, que se suma a la figura del coordinador. La propia diversidad de las empresas y negocios integrados en el CF convierten estos elementos en piezas absolutamente fundamentales del modelo establecido.

Por ello, la DCF prevé, con mucho mayor detalle que las directivas sectoriales, los ámbitos en los que deberá existir la cooperación entre autoridades, ámbitos que alcanzarán:

— En general, a todas las informaciones esenciales o pertinentes relativas al conglomerado (sobre las primeras deberá informarse al resto a propia iniciativa, y sobre las segundas, a petición de otra autoridad interesada).

— En particular, a aspectos tales como la estructura del grupo, políticas estratégicas, accionistas principales y directivos del CF; la organización, gestión de riesgos y sistemas de control interno; procedimientos para la recogida de información y su verificación; sanciones importantes y medidas excepcionales adoptadas; información sobre la evolución adversa de las entidades, etc.

Además, la DCF concreta, por primera vez, un deber de consulta previo al resto de las autoridades en circunstancias que sean, a la vez, importantes para la situación y estructura del CF y para el supervisor consultado: en los casos de autorización de cambios en la estructura accionarial u organizativa del conglomerado, así como en la adopción de sanciones importantes o medidas excepcionales.

No obstante, rindiendo tributo a la realidad, la DCF permite también que las autoridades competentes decidan no consultar previamente en el caso de que medie urgencia o se pueda comprometer la eficacia de la medida; en ese caso, deberán informar *a posteriori* sin demora.

Otros elementos básicos de esa coordinación giran en torno a las competencias del coordinador para su acceso, directo o indirecto (es decir, a través de las restantes autoridades), a cualquier información pertinente para la supervisión adicional de las entidades del conglomerado, reguladas o no, y a la cooperación entre estas autoridades para verificar la información relativa a entidades situadas en otro Estado miembro.

Ambas cuestiones se regulan, en paralelo con las directivas sectoriales, buscando la mayor economía de medios.

5. MODIFICACIÓN DE LAS DIRECTIVAS SECTORIALES

En la introducción a este artículo se indicó que otro de los objetivos de la DCF era favorecer la eliminación de incoherencias entre las legislaciones sectoriales y las lagunas prudenciales que pudieran favorecer el arbitraje regulatorio.

Con ese fin, la DCF incluye significativas modificaciones de las directivas de banca (Directiva 2000/12/CE), valores y seguros, con objetivos similares, destacando, en lo que a estos efectos interesa, los siguientes cambios:

a) La modificación de las definiciones de *sociedad financiera de cartera* y *sociedad financiera mixta de cartera,* para evitar un exceso de niveles de supervisión en el caso de los grupos financieros complejos. Así, por ejemplo, cuando un grupo bancario está encabezado por una sociedad *holding* financiera (empresa cuya actividad principal es tener participaciones en entidades financieras), actualmente queda sujeto a la supervisión en base consolidada sobre la situación financiera de dicho *holding*. Con ese cambio de definiciones, si se cumplen también las condiciones para que el grupo sea un CF, el mismo quedará sometido exclusivamente a la supervisión adicional prevista en la nueva directiva, quedando excluido de la supervisión en base consolidada de la directiva sectorial.

Además, y como cierre de una laguna bien conocida, cuando una entidad regulada está bajo la dependencia de un *holding* dominante, la DCF exige que los altos cargos de esas sociedades *matrices* queden sujetos a los requisitos de honorabilidad y experiencia que ya son exigibles a los de las entidades reguladas.

b) La inclusión obligatoria de las sociedades de gestión de activos definidas en una reciente modificación de la antigua Directiva de organismos de inversión colectiva (nuestras sociedades gestoras de carteras, de instituciones de inversión colectiva y de fondos de pensiones) en el ámbito de la supervisión sectorial (en base consolidada) de los grupos bancarios y de seguros, así como en la supervisión adicional de los CF. Con ello, se corrige la situación en algunos países donde tales entidades no se incluían en dichos grupos, basándose en dudosas interpretaciones sobre el alcance del concepto de entidad financiera y en cierta falta de coherencia teórica en ese campo por parte de la Directiva sobre grupos aseguradores.

Esa misma coherencia en la determinación del perímetro de la consolidación se produce respecto a ciertas piezas supervisoras intro-

ducidas por la DCF, como la supervisión prudencial de las operaciones intragrupo o la evaluación de la equivalencia de la supervisión prudencial de los terceros países respecto a grupos existentes en la Unión Europea, elementos que se incorporan, *mutatis mutandis,* a las directivas sectoriales donde no existían.

c) Actualmente, las directivas sectoriales, al regular los procedimientos de autorización de entidades reguladas (o de tomas de participaciones significativas en alguna de ellas), prevén que se consulte a los supervisores de otro Estado miembro cuando los promotores de la entidad que se va a crear (o los adquirentes de dichas participaciones) estén vinculados a entidades reguladas de ese Estado miembro; pero esa consulta solo está prevista cuando ambas entidades (la promovida y la promotora) son entidades reguladas del mismo sector.

La DCF supera esa incoherencia previendo la misma consulta en el caso de entidades de distinto sector. De esta forma, si, por ejemplo, una entidad de seguros alemana pretende crear una empresa de valores en España, la CNMV deberá consultar, antes de conceder o denegar la autorización pedida, a la autoridad de seguros alemana.

d) Se ha dejado para el último punto de este apartado la modificación de mayor calado. Se trata de la que tiene por objeto evitar el doble cómputo de recursos propios en las entidades reguladas o grupos de entidades reguladas que, teniendo participaciones en otras entidades de diferente sector, no superen los umbrales para tener la consideración de CF.

En estos casos, en los que, de no adoptarse ninguna medida se produciría un tratamiento discriminatorio, la DCF obliga a que se deduzcan de los recursos propios de la entidad tenedora de las participaciones el valor contable de estas (que, recuérdese, deben normalmente superar el 20 % de la participada). Como alternativa a tal deducción, los Estados miembros podrán autorizar la aplicación, *mutatis mutandis*, de cualquiera de los métodos previstos en la DCF para el cálculo de los requisitos de solvencia adicional de los CF.

Esta regulación es idéntica, sea cual sea el tipo de entidad regulada (un banco, una empresa aseguradora, una empresa de inversión) que ostente la participación que hay que deducir, y solo se permiten excepciones cuando las participaciones intersectoriales se mantengan transitoriamente en el marco de una operación de asistencia financiera destinada al salvamento de la participada.

No obstante, el conjunto de normas que se acaban de comentar no supone la eliminación de diferencias todavía relevantes en aspectos de las regulaciones sectoriales que, aparentemente, no deberían recibir tratamientos dispares. Ese sería el caso, por ejemplo, del régimen a que se someten las participaciones accionariales dentro del sector bancavalores, que son objeto de deducción en los recursos propios de las

entidades bancarias tenedoras de las participaciones cuando supongan, individualmente, un porcentaje de participación superior al 10 % de la participada, o cuando el conjunto de las mismas supere el 10 % de los recursos propios de la participante. Las participaciones similares que puedan existir en el sector asegurador no reciben penalización alguna.

6. LA PUESTA EN PRÁCTICA DE LA D.C.F.: EL CASO ESPAÑOL

6.1. Las diferentes situaciones nacionales

La aplicación de la DCF en los diferentes Estados miembros conllevará, en la mayoría de los casos, tareas bastante novedosas, especialmente en aquellos países que mantienen diferentes supervisores según el sector financiero al que pertenezcan las entidades reguladas.

Salvo para algunos países (como, por ejemplo, Bélgica o los Países Bajos), donde sus principales grupos de banca-seguros ya eran objeto de una supervisión adicional que implicaba la colaboración de las autoridades de los dos países, la gran mayoría de los miembros de la Unión se encontrará con dos tareas adicionales a la habitual de trasponer una directiva al ordenamiento interno: la identificación previa de los CF presentes en su territorio (en algunos casos, además, con las decisiones consecuentes con la posibilidad de utilizar diversas medidas de identificación y determinación de los umbrales aplicables); y la identificación de las autoridades de supervisión comunitarias con las que tendrán que colaborar en la supervisión de cada CF (dado que la mayor parte de los CF europeos serán grupos no estrictamente nacionales).

Ambas tareas, como pudo comprobarse durante los trabajos de elaboración de la Directiva a través de un ejercicio práctico de identificación de los grupos de banca-valores-seguros que quedarían sujetos a la DCF, se presentan como bastante laboriosas, en la medida en que buena parte de los CF que superarán los umbrales aplicables serán grupos muy extensos y complejos.

Además de esas dos tareas, que ya de por sí serían motivo bastante para adoptarla, la coordinación inmediata entre las diferentes autoridades comunitarias, que ya ha empezado a ponerse en práctica cuando se escriben estas líneas, se justificaría también por el carácter innovador de algunas parcelas de la DCF (como la concentración de riesgos típicos de los negocios bancarios y de seguros), o por la necesidad de aclarar aspectos jurídicos relevantes de las tareas de colaboración entre supervisores, en especial el reconocimiento mutuo de las decisiones técnicas que pueda adoptar un coordinador y que afecten a entidades (reguladas o no) situadas en un Estado miembro distinto del correspondiente al coordinador (15).

(15) Por ejemplo, el coordinador de un determinado CF decidirá el umbral a partir del cual deberá ser informado de las operaciones intragrupo, y esta decisión afectará a entidades singulares sometidas a la supervisión de las autoridades de otro Estado.

6.2. La aplicación en España

Podría pensarse que la aplicación de la Directiva en España no va a presentar tantas dificultades, dado que, como es bien sabido, ha sido un país pionero en la Unión Europea respecto a la regulación prudencial de los CF, llamados aquí grupos mixtos no consolidables (en adelante, GMNC).

Efectivamente, cuando hubieron de incorporarse al ordenamiento jurídico español las directivas de solvencia bancaria dictadas por la Comunidad Europea en 1989 (las que tradujeron al *acervo* comunitario el primer Acuerdo de Basilea sobre adecuación del capital), nuestras autoridades económicas y el Parlamento de la época decidieron promover una ambiciosa reforma, con objeto de «dar un nuevo paso y extender el señalado principio de suficiencia de los recursos propios sobre base consolidada a todos los grupos de entidades que ejerzan actividades de carácter financiero».

Animaba a la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras (de cuya exposición de motivos hemos tomado el párrafo entrecomillado precedente), un espíritu muy semejante al que ha perseguido la DCF diez años después: conseguir unas normas prudenciales generales y homogéneas que sean aplicables a todos los tipos de entidades financieras y que desincentiven o eviten el arbitraje normativo.

Además de esta convicción teórica, la atención a los grupos de banca y seguros tiene un antiguo arraigo en nuestro país, pues no por casualidad la banca española, usando su condición de banca universal, ha sido, desde siempre, dominadora de una parte muy significativa del negocio asegurador español. ¿Quién, con la edad suficiente, no recuerda la vinculación tradicional entre los grandes bancos (la mayoría de los siete grandes de los años setenta y ochenta, Banesto, Central, Hispano Americano...) y su correspondiente compañía de seguros (La Unión y el Fénix, Banco Vitalicio, Plus Ultra, la Estrella...). Además, algunas de las cajas de ahorros más importantes del país (las *caixas* de *Catalunya)* incluso producían ellas mismas seguros (de vida y pensiones), y con negocio relevante, hasta que, bien entrado el último cuarto de siglo pasado, crearon sus propias filiales aseguradoras en el ramo de vida.

Fruto del espíritu comentado y de la realidad descrita en los párrafos precedentes es el capítulo V de la citada Ley 13/1992, dedicado a los ya citados GMNC, que no son otros que los grupos financieros, en los que se integran, simultáneamente, entidades de crédito o valores, de un lado, y entidades aseguradoras, de otro, sin aplicación de umbral alguno. La caracterización como no consolidables procede de la inexistencia de consolidación contable, por razón de su diferente actividad económica, entre las entidades bancarias y las de seguros.

El desarrollo de ese capítulo, aunque hubo de esperar algunos años, se cerró en 1996 y, por tanto, desde hace ya más de seis años, nuestro país cuenta con la rutina de exigir requisitos adicionales de solvencia a estos CF (a través de un método mixto de los de la DCF y acogido también por ella) y con la responsabilidad por parte de una autoridad supervisora (fundamentalmente, el Banco de España) de asumir la vigilancia de esos GMNC, verificando el cumplimiento de dichos requisitos comunes a todo el CF.

Gracias a esta norma, el Banco de España vigila actualmente la solvencia adicional de 33 GMNC, donde se integran los 10 bancos privados y 20 de las cajas de ahorros más importantes del país, y de los que también forman parte 50 compañías aseguradoras españolas (además de 27 extranjeras), entre ellas 8 de las 10 (y 30 de las 50) de mayor tamaño en el ramo de vida. De hecho, las entidades de crédito integradas en esos GMNC disponen del orden del 73 % (16) de los recursos propios de todo el sistema bancario y de sus exigencias de recursos propios mínimos. Solo tres de ellos serían parte de CF extranjeros. En la relación aneja se contiene el detalle de los GMNC españoles, a los que se han unido los casos de otras cinco entidades de crédito con participaciones relevantes (aunque no de control) en compañías aseguradoras (el anejo indica también el número de entidades de crédito españolas y compañías de seguros que integran cada caso).

Sin embargo, y aun cuando es indudable la utilidad de esta experiencia previa a la hora de asumir las exigencias que nacen de la reciente DCF, lo cierto es que la naturaleza de esa experiencia no permite ser muy optimista en la minimización de la carga de trabajo que espera a los supervisores. Para ello es necesario tomar en consideración dos factores diferentes:

— En primer lugar, el componente legal. El cuadro anexo, donde se comparan de manera sumaria las normas de la DCF y las vigentes en nuestro país respecto a los GMNC, permite comprender el amplio alcance de las necesidades de la transposición, que afectará tanto a normas con rango legal como a los reglamentos y normas técnicas adicionales, y que supondrá, sobre todo, ampliar de manera muy significativa las piezas prudenciales que hoy componen la supervisión adicional de nuestros GMNC. Ello conlleva que la experiencia reguladora y supervisora española no es tan amplia como la reclamada por la DCF, y que deberá hacer frente a nuevos problemas y a una intensificación de su rigor.

— En segundo lugar, y más importante desde el punto de vista prudencial, la realidad de los GMNC que tienen su cabeza en España o que están formados por entidades españolas. Actualmente, contamos con casi 40 grupos que podrían responder a la definición de CF establecida en la DCF, si bien solo cuatro o cinco de ellos, en una primera aproximación todavía burda, superarían los umbrales contemplados por la Directiva. Y es que, como consecuencia de las características de nuestro sistema fi-

(16) Más del 90 % de los correspondientes a bancos, y algo más del 50 % en el caso de las cajas de ahorros.

nanciero y, en particular, del tamaño del sector asegurador español (17), la importancia de los riesgos del negocio de seguros en nuestros GMNC se sitúa en el entorno del 3 %-3,4 % del total de los riesgos del grupo. No obstante, entre esos grupos se encontrarán probablemente los más importantes y complejos del país.

Por lo tanto, la carga de trabajo que se avecina no es pequeña. Las autoridades financieras españolas se enfrentan ahora a dos retos: uno en la regulación, pues habrán de adaptar la regulación española de los GMNC a la armonizada en el marco comunitario, más exigente, y ello teniendo en cuenta que la DCF debe estar íntegramente transpuesta a nuestro ordenamiento en poco más de 15 meses. El otro reto (que afectará en especial al Banco de España) es muy semejante al de las demás autoridades europeas: diseñar un conjunto de piezas supervisoras (que no por conocidas conceptualmente resultarán sencillas de aplicar), que permitan ejercer efectivamente una vigilancia adicional, pero de amplio alcance, sobre unos grupos financieros complejos, con negocios en muchos casos muy diversos, y participar en unos modos de cooperación internacional nuevos y más intensos.

(17) Nótese que el balance total de las empresas aseguradoras españolas era tan solo, en 2002, del 11 % del balance total de las entidades bancarias españolas (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito). Nótese también que las inversiones totales de las empresas españolas de seguros eran, en 2000, de poco más de 1/3 de las holandesas o un 12 % de las francesas.

ANEJO

LA D.C.F. Y SU CONTRAPARTIDA ESPAÑOLA: LA REGULACIÓN DE LOS GRUPOS MIXTOS NO CONSOLIDABLES (G.M.N.C.)

DIRECTIVA	NORMA ESPAÑOLA
Definición de conglomerado financiero (CF) La DCF sujeta a supervisión adicional a las entidades (de banca, valores o seguros) que se integren en grupos de empresas de la UE que comprendan, simultáneamente, entidades bancarias o de valores y empresas de seguros (tanto si se trata de una relación matriz-filial, o empresas sujetas a unidad de decisión por otras vías, como si lo es matriz-participada), siempre que: — Las actividades financieras superen el 40 %. — Las actividades del sector (banca-valores de un lado y seguros de otro) más pequeño sean significativas, lo que ocurre cuando: • Su peso en las actividades financieras del grupo excede del 10 %. • Su tamaño absoluto (por balance) es mayor de 6.000 millones de euros. Además, se arbitran mecanismos tasados que permiten a las autoridades competentes relevantes en la supervisión de las entidades reguladas integradas en el CF flexibilizar los criterios citados. La DCF posibilita también a las autoridades relevantes aplicar dicha supervisión adicional cuando la relación entre las entidades es similar a la de grupo (por ejemplo, una persona física ejerce una influencia signficativa en un banco y una aseguradora) y obliga, en los casos de grupos cooperativos, a tener en cuenta los compromisos financieros existentes en su seno.	Desde 1995, la regulación española somete a vigilancia adicional a los grupos mixtos no consolidables (GMNC), definidos prácticamente en los mismos términos que la DCF (aunque con un perímetro limitado a las empresas sujetas a una misma unidad de decisión), sea cual sea la importancia relativa o el tamaño de las actividades de las entidades del grupo en los diferentes sectores financieros o de las actividades no financieras del grupo mayor (industrial o comercial) al que eventualmente puedan pertenecer. Debe notarse que este mayor alcance del ámbito de la supervisión adicional no supondría un incumplimiento evidente de la DCF, que permite a los Estados miembros ser más rigurosos en la aplicación de sus normas.

DIRECTIVA	NORMA ESPAÑOLA
Alcance de la supervisión adicional Alcanza a cuatro grandes áreas (y, obviamente, no exime de los requerimientos exigibles individual o consolidadamente a las entidades integradas en el CF): *a)* La adecuación de capital, para eliminar todo doble cómputo de recursos propios y asegurar que el grupo dispone efectivamente de recursos propios superiores a los requeridos por las normas de solvencia sectoriales. Para efectuar esa determinación, la DCF admite hasta cuatro métodos de cálculo de la solvencia ajustada del CF (el primero prevé la consolidación de todas las entidades financieras, el segundo y tercero aseguran la deducción de las participaciones cruzadas, y el cuarto permite toda combinación de los anteriores). *b)* La concentración de riesgos, definida en el sentido más amplio posible. La DCF no fija límites concretos, pero sí autoriza a los Estados miembros a hacerlo. *c)* Las operaciones intra-grupo que sean significativas (transacciones que alcanzan, incluso, a las que existan entre entidades del grupo y sus accionistas significativos u otras entidades con las que existan vínculos estrechos). A salvo de una definición diferente por los Estados miembros, se consideran significativas las operaciones que superen el 5 % de los requerimientos de recursos propios del CF. *d)* Los mecanismos de control interno y los procedimientos de gestión de riesgos, de los que la DCF contiene una mención concreta de su alcance mínimo.	La legislación española solo contempla directamente las áreas de adecuación de capital y de concentración de riesgos. No obstante, todavía no ha sido objeto de desarrollo normativo la regulación sobre concentración de riesgos. En lo que se refiere a los requerimientos de recursos propios del grupo CF, España sigue una combinación de los métodos autorizados por la DCF, en la medida en que la solvencia ajustada del CF se calcula a partir de los recursos propios consolidados de los dos grupos consolidables presentes en el CF (el de banca-valores y el de seguros), recursos que se procede a ajustar mediante la deducción de las participaciones cruzadas. Por su parte, los requerimientos totales son la suma de los sectoriales (calculados sobre bases sectoriales). La regulación española no contempla separadamente (ni en este caso, ni en el de los grupos sectoriales) la supervisión de las operaciones intragrupo, ni la obligación de que existan mecanismos de control interno en el ámbito del CF (ni, por tanto, su supervisión).

DIRECTIVA	NORMA ESPAÑOLA
CF cuya matriz esté fuera de la UE	
La DCF establece, en estos casos, un procedimiento obligatorio para que las autoridades competentes evalúen la posible exclusión de dichos CF de las normas comunitarias, que solo podría producirse si el grupo supera, caso a caso, un *test* de equivalencia de sus normas nacionales con las comunitarias. Dicho *test* está dirigido por un supervisor que sería responsable del CF y debe tener en cuenta (aunque no sean vinculantes) los criterios que establezca al respecto el Comité de CF (que crea la Directiva a imagen del CCB). De no reconocerse la equivalencia por el supervisor del CF, este puede, bien aplicar las normas de la DCF directamente, bien adaptarlas al caso concreto, exigiendo, incluso, la creación de un *holding* europeo que concentre todas las participaciones financieras del grupo extranjero.	La normativa española no contempla posibilidad de exención alguna en este campo.
Autoridad responsable de la supervisión adicional (el coordinador)	
La DCF atribuye esta responsabilidad a la autoridad competente para la supervisión individual de la entidad «regulada» que sea la matriz del CF, incluso cuando esa entidad regulada tiene como matriz a un *holding.* Para el caso en que el *holding* es matriz de varias entidades reguladas o cuando no hay matriz, la DCF establece una serie de reglas tasadas para que tal responsabilidad recaiga sobre la autoridad que supervise a la entidad regulada más importante del CF. No obstante, la DCF permite también que las autoridades competentes interesadas (todas las que supervisen entidades reguladas del CF y la del país donde se sitúe un eventual *holding* matriz) se pongan de acuerdo para cambiar estos criterios si lo consideran conveniente para la supervisión adicional.	La legislación española sigue el mismo criterio en el caso de que una entidad regulada esté a la cabecera del grupo. Sin embargo, cuando eso no ocurre, no existen criterios tasados para nombrar al coordinador, sino que es el Ministro de Economía quien debe tomar la decisión, tras el informe de los supervisores afectados, atendiendo a la dimensión relativa de las entidades y actividades del CF en los diferentes sectores de actividad. El Ministro puede también, previo informe de los supervisores, cambiar al supervisor en el caso citado en el primer párrafo.

DIRECTIVA	NORMA ESPAÑOLA
Funciones del coordinador En esta figura recae prácticamente la totalidad de las decisiones técnicas que tiene por objeto verificar el cumplimiento de las normas que delimitan el alcance de la supervisión adicional (incluso la referida al *test* de equivalencia de CF con matrices en terceros países) y, en general, el análisis y evaluación de la estructura financiera y organizativa del CF. Es decir, será el coordinador quien reciba la información prudencial requerida para evaluar la solvencia ajustada del CF y los demás aspectos que conforman dicha supervisión, y quien informará al resto de supervisores de la situación patrimonial del CF. En muchas de esas decisiones técnicas, el coordinador deberá oír previamente, o contar con la aprobación, de las autoridades competentes relevantes (la relevancia la decide, básicamente, el propio coordinador, atendiendo a la cuota de mercado del CF en los diferentes países y a la importancia relativa de las entidades individuales que conforman el CF). Del mismo modo, las decisiones concretas sobre qué debe hacer un CF cuando tenga un déficit de solvencia, incumpla alguna norma a nivel de CF, o esté en una situación delicada, corresponden a la autoridad supervisora de cada una de las entidades reguladas del CF. La DCF dedica gran atención a los mecanismos de coordinación entre supervisores, tanto para facilitar intercambios de información como para que conseguir su concurrencia en la toma de decisiones técnicas que puedan afectar a la supervisión adicional, asegurar la verificación *in situ* de informaciones, etc.	La normativa española, aunque es mucho menos prolija que la comunitaria (en coherencia con el menor alcance de la regulación prudencial española), se basa en idénticos principios a los señalados para esta. En definitiva, el supervisor de los grupos mixtos españoles es un coordinador de los restantes supervisores, que vigila la posición de solvencia global del CF y el cumplimiento de los requisitos globales de solvencia del CF. El supervisor español tampoco tiene capacidad para imponer decisiones a nivel de CF. Además, en el caso español, es el Ministerio de Economía (y no el coordinador) el que establece (ha establecido), mediante Orden, la información mínima que deben remitir los CF a su supervisor.

RELACIÓN DE GRUPOS MIXTOS NO CONSOLIDABLES Y CASOS ANÁLOGOS

Entidad de crédito	Entidades de crédito españolas del GMNC	Entidades aseguradoras españolas del GMNC	Entidades aseguradoras extranjeras del GMNC
BANCO ATLÁNTICO, S.A.	2	1	
SCH	20	4	9
BARCLAYS BANK, S.A	1	1	
BANCO PASTOR, S.A.	2	1	
BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	10	1	
BANCO DE SABADELL, S.A.	9	2	
BANCO ZARAGOZANO, S.A.	2	1	
BANKINTER, S.A	1	2	
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A	12	4	15
GENERAL ELECTRIC CAPITAL BANK, S.A.	1	2	
CAJA DE AHORROS DE CATALUÑA	3	1	
CAJA DE A. Y M. DE P. DE CÓRDOBA	2	1	
CAIXA D'ESTALVIS DE GIRONA	1	1	
CAJA DE AHORROS DE MANRESA	1	1	
CAJA DE AHORROS LAYETANA	1	1	
CAJA DE A. Y M. DE P. DE LAS BALEARES	2	1	
CAJA DE AHORROS DE NAVARRA	1	1	
CAJA DE AHORROS DE SABADELL	1	2	
CAIXA D'ESTALVIS DE TARRAGONA	1	1	

RELACIÓN DE GRUPOS MIXTOS NO CONSOLIDABLES Y CASOS ANÁLOGOS (continuación)

Entidad de crédito	Entidades de crédito españolas del GMNC	Entidades aseguradoras españolas del GMNC	Entidades aseguradoras extranjeras del GMNC
CAJA DE AHORROS DE TERRASSA	1	2	
CAJA DE AHORROS DEL PENEDÉS	1	2	
CAJA DE A. Y M. DE P. DE ZARAGOZA... (IBERCAJA)	2	2	
CAJA DE AHORROS DE LA INMACULADA DE ARAGÓN	1	1	
CAJA DE A. DEL MEDITERRÁNEO	1	1	
BILBAO BIZKAIA KUTXA	2	2	
CAJA DE A. DE VITORIA Y ÁLAVA	2	2	
CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA (LA CAIXA)	7	4	2
C. A. M. P. DE GUIPUZKOA y S. SEBASTIÁN	3	2	
CAJA DE A. DE SALAMANCA Y SORIA	1	2	
CAJA DE AHORROS DE CASTILLA-LA MANCHA	1	1	
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID	6	0	4
CAJA DE AHORROS DE VALENCIA... (BANCAJA)	2	1	
CAJA DE AHORROS DE GALICIA	1	1	
CAJA ESPAÑA DE INVERSIONES	1	1	
M. P. C. A. DE RONDA… (UNICAJA)	2	1	
CAJA LABORAL POPULAR	2	2	
ING LEASE, EFC	1	2	
EL CORTE INGLÉS	1	1	
TOTALES: 38 conglomerados	**111**	**59**	**30**

El gobierno de las empresas desde la perspectiva del análisis económico

María Gutiérrez Urtiaga (*)

Pese al gran interés que suscita el gobierno de las empresas y a las iniciativas que han adoptado muchos países para (auto)regular el gobierno empresarial, todavía hay muchos problemas relativos a este tema respecto a los cuales los académicos no han alcanzado el consenso. Las cuestiones abiertas se refieren, fundamentalmente, a: *i)* los beneficios de repartir el control entre los distintos agentes con intereses en la empresa, y *ii)* las bondades relativas de los sistemas de gobierno anglosajones frente a los europeos y las razones que explican la existencia de estos dos distintos sistemas. En este artículo revisamos el estado de estas cuestiones aplicando los criterios del análisis económico para, a continuación, evaluar el grado de eficacia que puede esperarse de las propuestas de mejora realizadas y estudiar la necesidad de una normativa legal que complemente la autorregulación de las empresas en esta área.

1. INTRODUCCIÓN

Los sistemas de gobierno de las empresas han sido uno de los temas financieros que más interés y polémica han despertado tanto en el mundo empresarial como en el académico durante los últimos diez años.

Son muchas las razones que explican el interés por este problema. La globalización de la economía supone que las empresas de países con mejores sistemas de gobierno pueden tener ventajas competitivas. Los cambios en los países ex-comunistas hacen necesario diseñar nuevas instituciones de gobierno para sus empresas. La importancia creciente de los fondos de inversión y el desarrollo de los mercados de capitales en Europa hacen posibles nuevas formas de gobierno empresarial. Finalmente, la necesidad de cambios ha quedado patente tras dos olas de desencanto con los resultados de las empresas: las bajas cotizaciones de la segunda mitad de los años ochenta, que culminaron con una ola de adquisiciones hostiles en EEUU y con la adopción de los códigos de buenas prácticas de gobierno empresarial en casi todos los países europeos, y las altas cotizaciones de la segunda mitad de los noventa, que, al caer estrepitosamente, han culminado con la promulgación de nueva legislación sobre gobierno empresarial en EEUU.

(*) María Gutiérrez Urtiaga pertenece al Departamento de Economía de la Empresa de la Universidad Carlos III de Madrid.

La autora agradece los valiosos comentarios que, sobre versiones preliminares de este artículo, realizaron Javier Luque, Rafael Repullo, Josep Tribó y, especialmente, Vicente Salas.

Para comprender el alcance que pueden tener las reformas actualmente en marcha, es necesario estudiar previamente los principios teóricos que explican cuál es el efecto que tiene el sistema de gobierno de la empresa sobre el valor de la misma, cuál debería ser la estructura básica de estos sistemas y cuáles son las diferencias entre los distintos sistemas existentes. Por lo tanto, el objetivo del presente artículo es realizar un riguroso análisis económico de los problemas que presentan los sistemas de gobierno empresarial y las reformas propuestas para solucionarlos.

El artículo está dividido en tres partes. En la primera se analiza la función que cumple el sistema de gobierno dentro de cada empresa y en la economía de un país y se discuten los principios que rigen el reparto del control en la empresa. La segunda parte está dedicada a presentar los dos sistemas prototipo de gobierno empresarial —anglosajón y europeo— y a estudiar sus características distintivas y las posibles razones de su dispar evolución. La tercera y última parte presenta y analiza el posible impacto de las reformas propuestas: la autorregulación de los códigos de buen gobierno de los países europeos y las reformas legislativas iniciadas con la Ley Sarbanes-Oxley en EEUU. El artículo se cierra con unas breves conclusiones.

2. PRINCIPIOS DE GOBIERNO DE LA EMPRESA

2.1. Definición y necesidad

La definición más amplia de gobierno de la empresa incluye al conjunto de instituciones que determinan cómo se reparte el beneficio residual de la empresa entre los distintos agentes que han participado en su generación (1).

Los términos «beneficio residual», «agentes» e «instituciones» deben ser entendidos en un sentido amplio. Por beneficio residual nos referimos a la diferencia entre el coste de oportunidad de los *inputs* que la empresa emplea y los ingresos que obtiene por la venta de sus productos o servicios. Entre los agentes que participan en la generación y reparto de este beneficio residual están los accionistas, acreedores, gestores y trabajadores, pero también los proveedores y clientes, e incluso las comunidades que pueden verse afectadas por las decisiones de la empresa referentes a empleo, control de polución, etc. Entre las instituciones de gobierno de la empresa incluimos no solo a la junta general de accionistas y al consejo de administración, sino también a los mercados de capitales, los procedimientos legales de bancarrota, las normas de responsabilidad legal para los administradores y los consejeros, etc.

(1) Esta definición intenta resumir las distintas definiciones de tres de los autores más influyentes en esta área, que definen el gobierno corporativo, respectivamente, como «el conjunto de instituciones que inducen a los gestores a internalizar los intereses del resto de agentes que participan en la empresa» [Tirole (2001)]; «las restricciones que delimitan *ex post* el proceso de negociación sobre las rentas generadas por la empresa» [Zingales (1997)]; y «las instituciones a través de las cuales los accionistas, gestores y trabajadores compiten por las rentas que la empresa ha generado» [Roe (2001)].

En un mundo donde todos los agentes tuviesen información perfecta y simétrica, este conjunto de instituciones de gobierno no sería necesario, ya que todos los agentes podrían escribir contratos completos que determinasen de antemano cuál sería la distribución del beneficio residual en todas las situaciones que pudiesen darse. En ese caso, la empresa no sería necesaria. Por lo tanto, podemos decir que son sus instituciones de gobierno las que caracterizan a la empresa (2).

Por ejemplo, si se pudiesen prever y valorar de antemano todas las oportunidades de inversión futuras de un negocio, se podría escribir un contrato donde los accionistas especificasen qué inversiones futuras deberían acometerse con los fondos que ellos aportan, y no sería necesario delegar estas decisiones en el equipo de gestión. En la práctica, no es posible escribir ese contrato y los gestores de la empresa deciden qué parte de los fondos aportados se reinvertirá y en qué proyectos, y qué parte será devuelta en forma de dividendos. Los accionistas solo invertirán en una empresa si esperan que el uso que se haga de sus fondos les aporte una rentabilidad mayor que el coste de oportunidad de dichos fondos.

De igual forma, si se pudiesen especificar todos los conocimientos que deberá adquirir un trabajador para poder desempeñar su tarea a lo largo de su vida laboral y cuáles serán las condiciones de trabajo, sería posible escribir un contrato de trabajo completo. Este contrato fijaría un salario diferente para cada una de las posibles situaciones futuras previstas, cubriendo el coste de oportunidad del trabajador y otorgando una parte del beneficio residual en función del poder de negociación de este trabajador respecto al resto de agentes. Dado que esto es imposible, se producirán renegociaciones periódicas en las que el trabajador intentará conseguir aumentos salariales que reducirán las rentas disponibles para otros agentes que participan en el proceso productivo. El nuevo salario no podrá ser fijado de forma competitiva, ya que las inversiones específicas que ya ha realizado ese trabajador lo colocan frente al resto de los agentes en una situación diferente a la de un nuevo trabajador. Como consecuencia, en la empresa la negociación del salario se producirá de forma diferente a como se produce en el mercado (3).

2.2. Efectos reales sobre la economía

¿Es el diseño del sistema de gobierno de las empresas un problema relevante? En principio, podríamos pensar que la forma en la que se

(2) Véase Zingales (1997) para una completa discusión sobre la empresa como institución que regula el reparto de rentas entre los agentes que participan en un proceso productivo.

(3) El coste de oportunidad para la empresa no es siempre igual al precio competitivo de mercado. Cuando los agentes realizan inversiones específicas adaptadas a las características de la empresa aparece una situación en la cual el precio que puede obtenerse en el mercado por dichas inversiones es menor que el valor dentro de la empresa. Para dar al agente incentivos para realizar esas inversiones se le debe compensar por encima del precio de mercado.

reparten unas rentas dadas entre un conjunto de agentes no afecta al bienestar social agregado.

Sin embargo, en un análisis más detallado podemos ver cómo las reglas de reparto *ex-post* determinarán el beneficio residual total que se genere. Este dependerá de las inversiones en capital físico y humano que realicen los distintos agentes. A su vez, el interés de los agentes en realizar estas inversiones dependerá de las expectativas que cada uno de ellos tenga de participar en el reparto de las rentas generadas con el esfuerzo conjunto. Por ejemplo, un trabajador sólo tendrá incentivos para mejorar sus técnicas de trabajo si espera recibir, en forma de mayor salario, una parte suficientemente alta de la ganancia que esto generará para la empresa. El banco principal de la empresa puede amenazar con retirar la financiación si se llevan a cabo proyectos de alto riesgo, incluso si estos son los de mayor rentabilidad, ya que estas nuevas inversiones aumentarían el riesgo de impago de la deuda. Un alto directivo, cuya remuneración no dependa de los resultados, podría orientar la especialización de la empresa hacia las actividades que mejor se adaptan a sus habilidades (aunque no sean las más rentables), para evitar ser reemplazado. Como ilustran estos ejemplos, el bienestar conjunto de los agentes con intereses en la empresa se verá afectado por el sistema de gobierno.

Por consiguiente, el diseño del sistema de gobierno de la empresa es un problema de gran relevancia para todos los agentes implicados en ella. Pero no solo para ellos. El conjunto de la economía se verá afectado por las decisiones de gobierno empresarial. Esto se debe a que el buen funcionamiento de las instituciones de gobierno de las empresas determina las expectativas de los agentes que desean invertir en nuevas compañías y, por lo tanto, la facilidad para la creación de nuevas entidades y la riqueza total de la economía. El caso de Rusia nos ofrece los ejemplos más sangrantes de cómo un mal sistema de gobierno empresarial puede impedir el desarrollo de una economía. Fox y Séller (2000) explican en detalle cómo, en este país, la falta de control sobre los gestores de empresas ineficientes les permite retener y reinvertir los beneficios, y cómo el interés de los gobiernos locales en recibir servicios sociales prestados por las empresas (tales como guarderías o comedores) favorece las concesiones de monopolios locales. Este tipo de prácticas ha impedido la creación de nuevas empresas y limitado el desarrollo de la economía rusa (4).

2.3. Los problemas de fondo

Para ser operativo, un sistema de gobierno debe responder a dos preguntas fundamentales: ¿quién debe tener el derecho de decidir cómo

(4) Este no es un problema exclusivo de la economía rusa. Los problemas de gobierno corporativo parecen estar limitando seriamente las inversiones extranjeras de muchos países en vías de desarrollo. Véase «Strings attached», *The Economist* (8 de marzo de 2003, p. 71), para una discusión del caso de China.

se repartirá el beneficio residual, una vez que este se haya generado? y ¿cómo puede garantizarse el ejercicio de ese derecho de control «formal» cuando algunos agentes tienen derecho de control «real» sobre parte del beneficio residual generado?

La primera pregunta ha sido resuelta desde una perspectiva teórica gracias a las contribuciones de Grossman y Hart (1986), Hart y Moore (1998 y 1990) y Aghion y Bolton (1992). El derecho de control sobre el beneficio residual debería otorgarse a los agentes que financian la empresa. Este derecho de control se refiere a la capacidad de decidir sobre lo que los contratos incompletos no tienen previsto. Por lo tanto, está supeditado a los derechos específicos que otorgan los contratos que se hayan firmado con el resto de los agentes.

El derecho de control se reparte entre los accionistas y los acreedores. En condiciones normales, es decir, siempre que puedan satisfacerse los pagos exigidos por los contratos de los demás agentes, incluidos los contratos de deuda, el derecho de control sobre el beneficio residual recae formalmente en los accionistas. Cuando no puedan satisfacerse dichos pagos, el control formal pasa a estar en manos de los acreedores, que pueden forzar una renegociación de los contratos y, en caso de no llegarse a un acuerdo, la liquidación de la empresa.

La razón de este reparto de poder se debe a la distinta naturaleza de las aportaciones de cada agente al proceso de generación de beneficios.

La participación de los financiadores en el proceso de generación de beneficios es clave *ex-ante,* pues se necesitan los fondos para poder comenzar el proceso productivo. Sin embargo, una vez han aportado los fondos, los financiadores, a diferencia del resto de los agentes, no participan en el proceso productivo. Esto hace que su poder de negociación *ex-post* sea muy limitado. Los trabajadores o los proveedores pueden hacer valer sus derechos a través de una huelga, la retención de información o la negativa a suministrar materias primas. Estos agentes tienen derechos de control reales. Es necesario reestablecer el equilibrio de poder, de manera que ninguno de los agentes que han participado en la creación de beneficios residuales pueda ser excluido del reparto de esos beneficios. Por esto se otorga el derecho de control formal a los financiadores y se establecen los derechos de los demás agentes a través de contratos que garanticen su participación, pero que limiten sus derechos de control reales. Con este fin se establece para estos agentes un pago fijo o en función de variables fácilmente observables (ventas, resultados, cotización, etc.).

Por otra parte, dado que los accionistas solo tienen los derechos de control sobre el beneficio residual que quede por repartir una vez se han satisfecho los contratos, son los más interesados en tomar decisiones que maximicen el beneficio residual. Esta maximización aumenta el bienestar agregado del conjunto de agentes, es decir, es óptima en sentido

de Parapeto. Además, los accionistas están obligados a satisfacer el resto de contratos, puesto que, de otra forma, pierden el control, que pasa a los acreedores. El traspaso de poder fuerza una renegociación de los contratos. A partir de este momento, los acreedores tienen derecho a exigir la liquidación de la empresa y tienen preferencia sobre los activos en caso de liquidación. Estos derechos de los acreedores actúan como una amenaza creíble durante el proceso de renegociación, facilitando que se llegue a un nuevo acuerdo.

Para que los accionistas y acreedores puedan hacer valer sus derechos de control, se establece una serie de instituciones, que son el derecho de voto, la junta general de accionistas, el consejo de administración, el mercado de valores, los deberes fiduciarios de los consejeros, los procedimientos legales de suspensión de pagos y bancarrota, etc.

A pesar de su bella lógica y de su general aceptación como paradigma, el modelo de control de los financiadores no está exento de problemas. Estos problemas aparecen porque, en algunas circunstancias, los financiadores pueden utilizar sus derechos de control para aumentar su participación en el reparto de beneficios residuales a costa de los demás agentes e incluso a costa de reducir el total del beneficio residual a repartir.

Por ejemplo, en las empresas con altos niveles de endeudamiento, los accionistas pueden ejecutar proyectos de inversión de alto riesgo, incluso si son de baja rentabilidad. Los accionistas, a diferencia del resto de los agentes, se beneficiarán de los altos pagos que pueden obtenerse de estos proyectos y tienen sus pérdidas limitadas en caso de que el proyecto fracase. Los intereses de los accionistas también estarán en conflicto con los de la comunidad si prefieren desarrollar un proceso productivo de bajo coste, pero altamente contaminante.

Esto ha hecho que en los últimos años haya surgido un interés por estudiar un sistema de gobierno alternativo con un reparto más igualitario de los derechos de control, de forma que se internalicen los efectos que las decisiones tienen para todos los agentes (5). Los defensores de este sistema proponen que se haga a los gestores responsables de la maximización del conjunto de la riqueza agregada de los agentes relacionados con la empresa (en lugar de pedirles que maximicen la riqueza de los accionistas) (6) y que se les permita a todos los agentes tomar parte en los procesos de toma de decisiones (a través de un consejo de administración donde participen todos los agentes y no solo los accionistas) (7).

(5) Entre los defensores de este nuevo paradigma del gobierno corporativo, que se denomina la «stakeholders' society», véanse Aoki (1994) y Turnbull (1997 y 2000).

(6) Lorsch y McIver (1989) entrevistaron a un gran número de consejeros de grandes empresas estadounidenses y encontraron que, de hecho, la mayoría de los consejeros entiende que se deben tener en cuenta los intereses de todos los agentes al tomar una decisión (ver páginas 37 a 54).

(7) En las empresas alemanas, la participación de los distintos agentes en la toma de decisiones se realiza a través del Consejo de Supervisión. Este consejo está formado por representantes de los empleados, bancos, proveedores, clientes y gestores, y está encargado de supervisar las decisiones del Consejo de Administración, formado por representantes de los accionistas y gestores.

Desde el punto de vista del análisis económico, parece claro que la internalización de todas las externalidades sería la mejor forma de lograr la maximización del beneficio residual. Sin embargo, hasta el momento no se ha encontrado un modelo de reparto de control entre los agentes que permita dicha internalización de forma más eficiente que el modelo de control de los financiadores. Es decir, la dificultad no se plantea en el concepto, sino en su aplicación. Tirole (1999) destaca dos dificultades. En primer lugar, la posibilidad de que la información asimétrica haga que los agentes veten las decisiones y se pierdan las oportunidades de inversión. Si no se desea duplicar los costes de gestión, algunos agentes tendrán más información que otros. Los agentes con menor información no confiarán en los agentes mejor informados si sus intereses difieren entre sí y se opondrán a sus propuestas. Y, en segundo lugar, la inexistencia de una buena medida de bienestar agregado que permita dar a los gestores una misión clara y fácil de evaluar. Jensen (2000) propone pedir a los gestores que maximicen una medida de bienestar social agregado que se construya como el valor de mercado de las acciones más el valor de mercado de la deuda. Sin embargo, esta medida no incluye las externalidades que las decisiones tienen sobre empleados, proveedores, clientes o comunidades. En ausencia de una buena medida de bienestar social agregado, la aplicación del modelo de control compartido aumentaría el poder de los gestores, que siempre podrían justificar sus decisiones aludiendo al bienestar de algunos de los agentes.

Esto nos lleva a nuestra segunda pregunta: ¿cómo puede protegerse el derecho de control «formal» frente a los derechos de control «reales» de los que disfrutan algunos agentes?

El problema fundamental en el que se ha centrado la literatura que ha abordado esta pregunta es el de controlar a los gestores. Los gestores son los agentes con mayores derechos de control reales, ya que son quienes están especializados en la toma de decisiones empresariales. Los gestores pueden utilizar este poder para extraer más de lo establecido contractualmente y expropiar de sus derechos sobre el beneficio residual (8) al resto de los agentes.

Muchas veces, el problema del gobierno empresarial se identifica con este problema más concreto de proteger los derechos de los financiadores. De hecho, frecuentemente encontramos definiciones de gobierno empresarial simplificadas similares a la que proponen Becht *et al.* (2002): «el conjunto de instituciones que determinan cómo los financiadores pueden controlar las decisiones de los gestores». Esta es la definición que utilizan los códigos de buen gobierno y, por lo tanto, las reformas que han propuesto estos códigos se refieren a la mejora de las instituciones de supervisión de las que se sirven los financiadores para controlar las decisiones de los gestores.

(8) Para una completa discusión de las consecuencias de la separación de los derechos de control reales y formales, véase Aghion y Tirole (1997).

La primera, y probablemente la más importante, de estas instituciones de supervisión es la Ley. Existen distintas normas que sancionan los casos más graves de expropiación, tales como los fraudes o la compra de títulos con información privilegiada por parte de los gestores. Sin embargo, el sistema legal resulta un sistema muy costoso para dirimir los conflictos menores entre los agentes de la empresa. Además, por las mismas razones por las que no es posible especificar contratos completos, tampoco resulta fácil, en la mayoría de los casos, determinar cuándo los gestores están abusando de sus derechos de control reales. Esto implica que los agentes con derechos de control formales, esto es, los financiadores, deben supervisar activamente las decisiones que toman los gestores. Como veremos a continuación, las distintas respuestas que se han dado a esta necesidad de supervisión de la gestión por parte de los financiadores son las que diferencian los diversos sistemas de gobierno de las empresas que observamos en los distintos países.

3. DOS SISTEMAS DE GOBIERNO ALTERNATIVOS, ¿O COMPLEMENTARIOS?

3.1. Dos soluciones al problema de supervisión

La solución al problema de la supervisión de los grupos con derechos de control reales tiene dos alternativas: dispersar o concentrar la financiación.

En un sistema «ideal» de financiación concentrada, la deuda de la empresa proviene de los bancos, y el capital, de unos pocos grandes accionistas. Dado que cada banco y cada gran accionista espera recibir una parte sustancial del beneficio residual que se genere, tienen incentivos para supervisar activamente la gestión y la toma de decisiones, evitando la expropiación que podrían realizar los gestores y otros agentes con derechos de control reales.

En los sistemas con financiación concentrada, la institución clave son los grandes financiadores, encargados de supervisar directamente la gestión. Ellos tienen la información y la capacidad de actuación suficientes para evitar que los agentes con derechos de control reales les expropien. Además, su gran tamaño y la superior información que poseen hacen que sus inversiones sean poco líquidas. Esto implica que no pueden protegerse de una mala gestión simplemente vendiendo su inversión y, por lo tanto, tienen también los incentivos para utilizar su poder con el fin de maximizar el beneficio residual. Para que el sistema de supervisión con financiación concentrada funcione, hay que evitar que los grandes financiadores utilicen su poder para expropiar a los agentes más vulnerables: el resto de los financiadores. Esto se traduce en la necesidad de instituciones que garanticen la distribución prorrata entre los distintos accionistas y acreedores.

En un sistema «ideal» de financiación dispersa, tanto la deuda como las acciones de la empresa estarán distribuidas entre un gran número de pequeños financiadores. Ninguno de ellos tiene un interés suficiente en el beneficio residual para soportar los costes que supone una supervisión activa de las decisiones. Sin embargo, debido a su dispersión, cada uno de estos pequeños financiadores responderá a las decisiones de la empresa comprando o vendiendo los títulos de deuda y acciones. En este sistema, los gestores son disciplinados por los mercados de capitales, entendidos estos mercados como el conjunto de financiadores que intentan maximizar su beneficio particular y actúan de forma no coordinada. Los financiadores se defenderán de los intentos de expropiación vendiendo sus títulos y retirando la financiación que necesitan el resto de los agentes para poder desarrollar el proceso productivo.

La institución fundamental en los sistemas con financiación dispersa son los mercados de capitales. Los ahorradores que acuden a estos mercados invertirán en las empresas que ofrezcan las mayores rentabilidades ajustadas por riesgo, y las demás empresas no conseguirán financiación. Esto da los incentivos necesarios al resto de agentes con intereses en la empresa para que maximicen el beneficio residual y respeten los derechos de los financiadores en el reparto del mismo. El buen funcionamiento del sistema de supervisión con información dispersa exige que los mercados de capitales sean lo suficientemente eficientes. Esta eficiencia se traduce en dos condiciones necesarias: los mercados deben disponer de toda la información relevante sobre las empresas y deben ser lo suficientemente líquidos para que los agentes puedan ajustar fácilmente sus inversiones ante la llegada de nueva información.

Ninguno de estos sistemas existe en su forma ideal. Sin embargo, resulta fácil clasificar los sistemas de gobierno que encontramos en distintos países en función de su mayor o menor afinidad con estos sistemas ideales (9). Así, encontramos que los países de Europa continental y Japón se caracterizan por la concentración de la financiación, a través de grandes accionistas en Europa y de grandes bancos en el caso japonés. Por otra parte, EEUU y el Reino Unido se caracterizan por sus desarrollados mercados de capitales, de alta liquidez, con estrictos requerimientos de información y con una alta frecuencia de operaciones de adquisición hostil.

3.2. Un ejercicio comparativo

A lo largo de la última década, la mayor parte de los estudios sobre el gobierno de las empresas se ha centrado en el análisis de la eficiencia relativa de estos dos sistemas de supervisión alternativa (10).

(9) Mayer (1988) fue el primero en apuntar las características diferenciales de los sistemas de gobierno de las empresas anglosajonas frente a los sistemas de gobierno de las empresas de Europa continental y Japón.

(10) Para una revisión de esta literatura, véase Becht, Bolton y Röell (2002).

Las razones para este gran interés son tres. En primer lugar, la globalización de la economía implica que empresas con distintos sistemas de gobierno competirán entre sí. En este nuevo entorno, el sistema de gobierno empresarial de cada país puede mejorar o perjudicar la posición competitiva de sus empresas. En segundo lugar, por primera vez se dan las condiciones que hacen posible el cambio de sistema imperante en cada economía. En Europa, el desarrollo de los mercados de capitales posibilita el cambio hacia un sistema de financiación dispersa. En EEUU, la abolición en 1999 de la Ley Glass-Steagall (que impedía a los bancos comprar acciones de las empresas) y la concentración de las acciones en los fondos de inversión facilitan la aparición de grandes financiadores activos. Finalmente, la necesidad de diseñar nuevas instituciones de gobierno de las empresas en los países ex-comunistas hace necesario estudiar la eficiencia relativa de los distintos sistemas.

Los defensores del sistema basado en la financiación concentrada argumentan que el control de los gestores a través de los mercados es ineficiente y demasiado costoso (11). Su argumento puede resumirse como sigue: las empresas que operan en mercados maduros y generan suficientes fondos no necesitan recurrir a los mercados para obtener financiación; por lo tanto, la única forma en la cual el mercado puede disciplinar a estas empresas es a través de una adquisición hostil. Debido a problemas de descoordinación entre los pequeños accionistas, la probabilidad de que el intento de adquisición hostil tenga éxito es reducida (12). Además, la amenaza que estas operaciones suponen para los gestores les lleva a realizar una política de inversión «corto-placista», que no maximiza el beneficio residual (13). Los grandes bancos y accionistas pueden actuar mucho más rápidamente reemplazando directamente al gestor. Además, según estos autores, el contacto directo entre los financiadores y los gestores resuelve los problemas de información asimétrica, reduciendo así el coste de la financiación y facilitando la realización de proyectos a largo plazo (14).

Por su parte, los defensores del sistema basado en la financiación dispersa afirman que las adquisiciones hostiles han sido el único sistema eficiente para resolver los problemas de exceso de inversión y eliminar conglomerados ineficientes (15). Además, para estos autores, los grandes financiadores en Europa y Japón no han utilizado su poder para disciplinar a los gestores. Al contrario, los grandes financiadores se habrían aliado con los gestores para extraer beneficios privados (en el caso de los accionistas) y para cargar altos tipos de interés y/o comisiones (en el caso de los bancos). Los grandes financiadores también habrían im-

(11) Véanse, entre otros, Roe (1997), Buckley (1997), Prowse (1992) y Bhide (1993).

(12) Véase Grossman y Hart (1980) para una discusión de estos problemas y las posibles soluciones.

(13) Véanse Sheleifer y Vishny (1989) y Porter (1992).

(14) Fukao (1995) y Prowse (1990) aportan evidencia empírica al respecto, que después ha sido discutida por Kang y Stulz (2000).

(15) Según Jensen (1993), las adquisiciones hostiles y operaciones relacionadas que tuvieron lugar en EEUU entre 1976 y 1990 generaron una riqueza adicional para los accionistas de 70 billones de dólares (en términos de precios de 1990).

pedido el desarrollo de mercados de capital para proteger sus intereses, sacrificándose con ello la liquidez y el desarrollo económico (16).

La posición de Franks (1997) es conciliadora: cada uno de los sistemas es mejor para solucionar diferentes problemas. La mayor (menor) liquidez del sistema de financiación dispersa (concentrada) tiene como contrapartida la menor (mayor) capacidad de coordinación de los financiadores entre sí y con el resto de agentes. Esto implica que el sistema de financiación dispersa es mejor para resolver problemas de eficiencia *ex-ante,* mientras que el sistema de financiación concentrada es mejor para resolver problemas de eficiencia sobrevenidos o *ex-post.*

El sistema de financiación dispersa crea más empresas (eficiencia *ex-ante),* ya que favorece el movimiento de los fondos desde las empresas menos rentables a las que tengan una mayor rentabilidad potencial y reduce el coste de capital para el conjunto de empresas en la economía (17). Las empresas ineficientes no pueden retener los fondos, ya que los inversores pueden vender sus títulos en los mercados líquidos. Por el contrario, el sistema de financiación concentrada evita que desaparezcan empresas rentables cuando estas se enfrentan a problemas de viabilidad (eficiencia *ex-post).* Los financiadores pueden coordinarse y llegar a compromisos creíbles a largo plazo con el resto de los agentes que permiten que se puedan renegociar los contratos (18).

Sin embargo, estas consideraciones sobre eficiencia *ex-ante* y *ex-post* hay que ponerlas en la perspectiva del correcto funcionamiento de cada sistema. Si el sistema de financiación dispersa funciona correctamente, los problemas *ex-post* se corregirán con la concentración temporal de la financiación a través de las adquisiciones hostiles y con un sistema de bancarrota que evita los problemas de coordinación entre los financiadores, poniendo el poder en manos de los gestores (19). Si el sistema de financiación concentrada funciona correctamente, la ineficiencia en la distribución de la financiación *ex-ante* puede corregirse por la facilidad para la transmisión de información sensible, que es importante para la evaluación de nuevos negocios y que no puede transmitirse fácilmente en un sistema de mercados.

Por lo tanto, no podemos concluir que uno de los dos sistemas sea superior al otro. Los dos sistemas son potencialmente eficientes *ex-ante* y *ex-post,* aunque cada uno sea más vulnerable a distintos problemas de funcionamiento. Un sistema de propiedad dispersa con problemas de transmisión de información a los mercados será menos efectivo que un

(16) Entre estos autores véanse La Porta *et al.* (2000), Kang y Stulz (1997), Carney (1997) y Easterbrook (1997).

(17) Véanse La porta *et al.* (1998) y Coffe (2000a) para una defensa de este argumento.

(18) Aoki (1990) y Hoshi *et al.* (1990) aportan evidencia empírica sobre cómo el sistema japonés reduce los costes de insolvencia financiera.

(19) Berkovitch e Israel (1998) discuten cómo el sistema de bancarrota americano basado en la ley conocida como Chapter 11 resuelve los problemas de coordinación de un sistema de financiación dispersa.

sistema de propiedad concentrada donde se garantice la distribución prorrata (y viceversa).

3.3. Los sistemas de gobierno en acción: las crisis de los ochenta y de los noventa

Los diferentes inconvenientes que presentan en su funcionamiento los sistemas estudiados quedan claramente ejemplificados en la distinta incidencia de los problemas de infravaloración y sobrevaloración en la economía americana y en la europea.

Tal como señala Jensen (1991), el sistema de financiación dispersa de EEUU y el Reino Unido se mostró mucho más eficiente a la hora de solucionar los problemas de infravaloración que asolaban los conglomerados y grandes empresas a finales de los años ochenta. El problema de infravaloración se produjo porque en las decisiones de los gestores de las grandes empresas el objetivo de crecimiento se impuso frente al de rentabilidad y no se estaba maximizando el beneficio residual. La reacción del mercado ante esta situación fue una caída del valor de los títulos. Sin embargo, estas empresas no necesitaban financiación externa, ya que generaban altos flujos de caja; por lo tanto, la caída de los precios no corregía los problemas de gestión.

En los sistemas de financiación dispersa este problema se corrige cuando los precios caen lo suficiente para que se puedan producir adquisiciones hostiles, que concentran la propiedad temporalmente y permiten a los nuevos financiadores alterar las decisiones de gestión. A pesar de los problemas de descoordinación entre los pequeños accionistas y de las tácticas defensivas que adoptan muchas empresas, que hacen que la probabilidad de éxito de la adquisición sea reducida, la literatura empírica ha demostrado que estas operaciones son altamente rentables para los accionistas de la empresa adquirida (20). En cambio, en los sistemas de financiación concentrada las adquisiciones hostiles no son posibles. El problema no se corregirá si los grandes financiadores participan con los gestores en el reparto de los sustanciales flujos de caja a costa del resto de los accionistas. Además, también es difícil que el problema se corrija si los acreedores tienen mucho poder, ya que su interés no es maximizar el beneficio residual, sino evitar la bancarrota.

En cambio, el sistema anglosajón se ha mostrado mucho más vulnerable al problema de sobre-valoración de nuevas inversiones que hemos visto en los últimos años [Jensen (2002)].

Cuando se produce un fallo en la eficiencia del mercado que hace que algunas empresas estén sobrevaloradas, es muy difícil que este fallo pueda corregirse en un sistema de financiación dispersa. Los altos

(20) Véase Andrade *et al.* (2001) para una revisión de esta literatura empírica.

valores de las acciones hacen que los financiadores estén satisfechos y dispuestos a facilitar nueva financiación a estas empresas. Los sistemas de control de la información que les llega a los financiadores (auditores, analistas, agencias de calificación) no tienen incentivos para corregir la excesiva valoración, ya que ellos se benefician de las expectativas de creación de grandes beneficios, llevándose una parte de las rentas. Los gestores pueden perseguir sus objetivos de crecimiento con la aquiescencia de los financiadores. En el sistema de financiación concentrada es mucho más difícil que se produzca este problema, ya que el acceso de los financiadores a la información es mayor y no tienen los incentivos para favorecer una sobre-inversión. Además, debido a la escasa liquidez de sus participaciones, los grandes accionistas tampoco aprovechan todas las ventajas de los altos precios.

Dado que el sistema de financiación dispersa es más vulnerable a problemas informativos, es menos adecuado para empresas susceptibles de padecer estos problemas, mientras que el sistema de financiación concentrada, más vulnerable a problemas de expropiación de la minoría, está menos indicado para empresas que pueden sufrir este tipo de dificultades.

Esto nos lleva a pensar que no hay un sistema ideal para todas las empresas de un país, sino que empresas de una misma nacionalidad, pero con distintas características, deberían poder elegir entre obtener financiación barata en un mercado de capitales líquido y eficiente u obtener financiación más cara de un número pequeño de inversores bien informados.

De hecho, esto se corresponde con lo que observamos en la práctica. Demsetz y Lehn (1985) estudiaron empíricamente cómo el nivel de concentración que eligen las empresas depende de sus particulares características. Su conclusión fue que la concentración de la propiedad es mayor en empresas jóvenes o pequeñas. Este tipo de firmas es muy vulnerable a problemas de información asimétrica. La financiación dispersa presenta mayores riesgos para estas empresas. La financiación concentrada que ofrecen los fondos de capital riesgo o los bancos resulta más adecuada. Los problemas de distribución no proporcional suelen ser limitados, debido a los fuertes incentivos de todos los agentes para vigilarse mutuamente y al mayor grado de competencia al que se enfrentan estas empresas. Por el contrario, las grandes empresas ya establecidas y operando en mercados maduros son más fáciles de valorar por el mercado. Y dado que muy pocos inversores pueden aportar cantidades grandes de fondos, se necesita el concurso de pequeños financiadores que pueden ser expropiados por los grandes. La financiación dispersa a través de un mercado de capitales eficiente resulta más adecuada para este tipo de empresas.

3.4. Repaso histórico y evolución potencial de los distintos sistemas de gobierno

Además de estudiar la eficiencia relativa de los dos sistemas alternativos, recientemente se ha comenzado a estudiar cuál es el origen de las

diferencias, es decir, la razón por la que distintos países eligieron diversos sistemas de gobierno empresarial. Este debate es de gran interés, ya que solo será posible plantear cambios en los sistemas de gobierno si se pueden controlar los mecanismos que llevan a la elección de un determinado sistema.

Existen dos posturas en este debate. Por un lado, tenemos a los autores que defienden que la causa de la adopción de uno u otro sistema está en las diferencias en regulación y sistemas judiciales que, por razones históricas, encontramos en los distintos países (21). Entre estos autores, La Porta *et al.* (1999) defienden que, en Europa continental, los códigos civiles (basados en el napoleónico) fueron desarrollados por estados centralizados que deseaban mantener el control del Estado sobre la economía. En cambio, en Inglaterra, a partir del siglo XVII, el Parlamento, controlado por los grandes propietarios, diseñó normas que intentaban proteger a los inversores y permitieron el desarrollo de un sistema de financiación dispersa. Según estos autores, dichas diferencias todavía persisten en la regulación de los diferentes países, impidiendo el desarrollo de mercados líquidos en los países donde la protección de los inversores es insuficiente. Por su parte, Coffee (2000b) y Jonson *et al.* (2000) también destacan la mayor flexibilidad del sistema judicial anglosajón para adaptarse a los cambios en las prácticas empresariales y defender a los pequeños inversores de prácticas abusivas. Según estos autores, el sistema judicial anglosajón, basado en la aplicación por parte de los jueces de unos principios generales (como, por ejemplo, el del trato igualitario) a cualquier situación nueva, ofrece mayor protección que el sistema judicial continental, basado en la verificación por parte de los jueces del cumplimiento de las leyes existentes, que no cubren las nuevas prácticas.

Por otro lado, están los autores que afirman que las diferencias legales son solo el reflejo del reparto de poder político en la sociedad, siendo este desigual reparto la causa verdadera de que se adopte uno u otro sistema legal y, como consecuencia, uno u otro sistema de gobierno empresarial. Pagano y Volpin (2000) afirman que la escasa protección de los inversores en Europa continental es el resultado de una alianza política entre los gestores de las empresas (que intentan mantener sus beneficios privados) y los trabajadores (que quieren mantener la alta protección al empleo) frente a los inversores (que desean eliminar esos beneficios privados y flexibilizar el mercado laboral). La alineación de los trabajadores con los gestores se produce en aquellos países donde los trabajadores no participan sustancialmente en la financiación de las empresas, bien sea porque el reparto de la riqueza es más desigual o porque los procesos productivos son menos intensivos en capital. Debido a la escasa protección que pueden obtener los pequeños inversores en estas economías, el sistema de financiación concentrada prevalece sobre el sistema de financiación dispersa en Europa continental.

(21) Postura desarrollada inicialmente por Roe (1997) y Bhide (1993).

Una vez estudiadas las posibles causas de la evolución dispar de los sistemas de gobierno de las empresas, la siguiente pregunta que se plantea es cuál será la evolución futura de estos sistemas: ¿se producirá la convergencia hacia un único sistema o un sistema mixto, o se mantendrán las diferencias entre los dos?

Los defensores de la hipótesis de la convergencia aseguran que, en una economía globalizada, las fuerzas competitivas empujarán a las empresas a adoptar las mejores prácticas de gobierno (22). De hecho, Coffee (2000a) afirma que, a pesar de que las normativas legales todavía no han convergido formalmente, se está produciendo una convergencia funcional hacia el sistema de mercados. Ejemplos de esta convergencia funcional serían el rápido crecimiento de los mercados de capitales en Europa, la aparición de nuevos mercados con normas más estrictas, como el Neuer Markt alemán y las frecuentes *cross-listings* de empresas europeas en el mercado americano. Para este autor, son las fuerzas económicas las que producen el desarrollo de mercados líquidos, que solo son regulados formalmente una vez que han aparecido.

Los defensores de la hipótesis del mantenimiento de las diferencias apuntan que, a pesar de estos cambios, la concentración de la propiedad en los mercados europeos no ha disminuido y es improbable que disminuya sustancialmente en el futuro (23). Bebchuk y Roe (1999) afirman que las condiciones legales iniciales tendrán un efecto permanente sobre el sistema de gobierno escogido. Existen dos razones para que esto sea así. En primer lugar, las condiciones iniciales determinan cuál es el sistema de gobierno más eficiente en la economía. Por ejemplo, si la normativa dificulta las adquisiciones hostiles, la forma más eficiente de disciplinar a los gestores será tener un gran accionista. En segundo lugar, las condiciones iniciales determinan qué grupos tienen el poder para controlar la evolución del sistema. Así, en el sistema de financiación concentrada, los grandes accionistas se opondrán al cambio, ya que esto supondría tener que vender sus acciones a un gran numero de pequeños accionistas que no valorarán los derechos de control que aportan esas acciones y que, por lo tanto, no compensarán al gran accionista por la venta de estos derechos. De igual manera, en el sistema de financiación dispersa los gestores impedirán la adopción de un sistema de propiedad concentrada, aun cuando este fuese más eficiente, ya que esto supondría una reducción en sus beneficios de control.

Según Pagano y Volpin (2000), el cambio es posible, pero el aumento de la protección de los inversores (y, con ello, el desarrollo de un sistema de financiación dispersa) solo ocurrirá en Europa continental cuando cambie

(22) Para una discusión sobre cómo la competencia lograría este efecto, véase Hansmann y Kraakman (2000).

(23) Khanna *et al.* (2002) comparan en un estudio empírico la convergencia entre la normativa legal de distintos países y las prácticas de gobierno que, de hecho, tienen lugar en las empresas de esos países. Sus resultados indican que la convergencia funcional es mucho menos frecuente que la convergencia formal y que la nueva normativa adoptada en materia de gobierno empresarial en muchos países se queda en papel mojado, debido a la falta de sanciones efectivas en caso de incumplimiento.

el equilibrio político. Para estos autores, los signos de acercamiento de las economías europeas hacia el sistema anglosajón son la consecuencia de cambios económicos tales como los procesos de privatización y los cambios tecnológicos. Estas transformaciones han producido un aumento de la inversión por parte de los trabajadores y han reducido su preferencia por una alta protección de los derechos laborales, frente a una alta protección de los derechos de los inversores.

4. LAS REFORMAS

4.1. Dos propuestas diferentes: códigos y regulación

La preocupación por la mejora de los sistemas de gobierno se concretó a lo largo de los años noventa en el desarrollo de los códigos de buen gobierno empresarial para la autorregulación de las empresas cotizadas. El primero de estos códigos fue el británico Código Cadbury de 1992, que fue seguido por la aparición del Código Olivencia en España, el Vienot en Francia y códigos similares en la mayoría de los países europeos. Actualmente, tras la reciente ola de escándalos empresariales que ha reavivado el interés por los problemas de gobierno de las empresas, tanto el Reino Unido como España han nombrado comisiones para la revisión de estos códigos (presididas, respectivamente, por Derek Higgs y Enrique de Aldama). La Comisión Europea ha encargado el llamado Informe Winter para la revisión y armonización de las leyes societarias y de las normas de gobierno empresarial en la Unión Europea. Además, EEUU, que no había adoptado ningún código de autorregulación, ha optado por la vía legislativa con la aprobación de la Ley Sarvanes-Oxley en enero de 2003.

A diferencia de la normativa de obligado cumplimiento adoptada en EEUU, los códigos de buen gobierno de los países europeos se basan en el principio de la autorregulación: las empresas deberían adoptar las normas de buen gobierno que consideren más adecuadas y, en caso de no cumplir las normas propuestas por el código, deberán explicar por qué.

Tanto los códigos europeos como la nueva normativa norteamericana van dirigidos a mejorar las instituciones de gobierno de las empresas en tres puntos clave: la participación directa de los pequeños accionistas y de los fondos de inversión en la supervisión de la gestión, el refuerzo del papel del consejo de administración como defensor de los intereses de los accionistas, y, finalmente, la mejora en la cantidad y la calidad de la información que reciben los mercados sobre las empresas.

4.2. Resumen de las propuestas y evidencia empírica sobre su efectividad

4.2.1. La participación directa de los pequeños accionistas y de los fondos de inversión en la supervisión de la gestión

Debido a los graves problemas de acción colectiva que tienen los pequeños accionistas, parece difícil que puedan diseñarse nuevos pro-

cedimientos para lograr su participación activa en la supervisión de los consejos de administración. Los códigos de buen gobierno se han limitado a proponer que se eliminen los impedimentos para que los pequeños accionistas puedan participar, si así lo desean, en la junta general de accionistas. Las medidas concretas que proponen los códigos se refieren a:

a) La utilización activa de la página *web* para informar de todas las propuestas de acuerdo y contestar a todas las preguntas y requerimientos de información adicional relacionadas con las juntas.

b) La eliminación de las restricciones que impidan a los pequeños accionistas participar o proponer acuerdos en la junta y la obligatoriedad de que determinadas medidas sean aprobadas por la junta.

Mayores esperanzas han sido puestas en la participación activa de los inversores institucionales. La fracción del mercado de valores, tanto europeo como norteamericano, en manos de los fondos de inversión ha crecido espectacularmente en los últimos 20 años (24). Además, la participación activa de estos inversores tendría grandes ventajas, ya que, a diferencia de los demás grandes inversores, sus intereses son afines a los de los pequeños accionistas. Las propuestas que los códigos hacen en relación con los inversores institucionales se refieren a:

a) Fomentar su contacto directo con los gestores y con los consejeros independientes sobre cuestiones de estrategia y resultados.

b) Incentivar el uso de sus derechos de voto de manera activa en las juntas de accionistas, debiendo declarar si siguen o no una política de participación activa y revelar cuál ha sido el sentido de su voto en cada votación en la que participen.

c) Solicitar su implicación directa en el nombramiento de los consejeros independientes y en la supervisión del correcto funcionamiento del consejo.

Sin embargo, la experiencia hasta ahora parece demostrar que los inversores institucionales son reacios a los contactos directos con los consejeros, ya que la obtención de información que pudiese ser considerada como privilegiada les incapacitaría para poder comprar y vender libremente en el mercado y limitaría la liquidez de su participación, que ellos ven como su mayor protección frente a abusos de los gestores o de otros grandes inversores. Además, por lo que respecta al ejercicio de sus derechos de voto y a su implicación en la denuncia de los problemas de gobierno, la evidencia empírica existente parece poco halagüeña.

(24) Gompers y Metrick (2001) han calculado que en EEUU el porcentaje de la capitalización bursátil en manos de inversores institucionales (bancos, compañías de seguros, fondos de inversión y de pensiones) pasó del 26,8 % en 1998 al 51,7 % en 1995, antes del *boom* de inversión en nuevas tecnologías. En España, al igual que en el resto de países de Europa continental, el crecimiento más rápido ha ocurrido durante la década de los noventa. Becht *et al.* (2002) estiman que en España el porcentaje de activos financieros en manos de los inversores institucionales pasó de 16 % en 1990 al 45,4 % en 1996.

En primer lugar, Gompers y Metrick (2001) documentan que los fondos de inversión evitan invertir en empresas con bajas *ratios* de valor de mercado respecto al valor en libros, es decir, evitan a las empresas que más necesidad tienen de mejoras de gestión.

Por otra parte, muy pocos fondos de inversión toman un interés activo en el gobierno de las empresas donde invierten (25), y la mayoría de los que lo hacen son fondos públicos de pensiones (26). El escaso interés de los grandes fondos privados en participar en las decisiones de la empresa podría deberse al alto coste de una estrategia de inversión activa, tal como defienden Murphy y Van Nuys (1993). Sin embargo, Black (1990) argumenta que la falta de activismo de los fondos privados se debe al grave conflicto de intereses al que se enfrentan, pues no desean oponerse a los gestores de las empresas cuyos recursos podrían ser encargados de gestionar (27).

Los fondos de inversión que sí se implican en el gobierno empresarial lo hacen realizando propuestas de mejora que se incluyen en el orden del día de las juntas generales de accionistas para ser votadas. Muchos estudios empíricos han intentado medir los efectos que sobre la rentabilidad de las empresas tienen dichas propuestas, sin que se haya llegado a resultados conclusivos (28).

Según Romano (2000), la razón de esta falta de resultados es que las propuestas que realizan los fondos de inversión están mal dirigidas. Los fondos concentran sus esfuerzos en propuestas para eliminar las medidas defensivas contra las adquisiciones hostiles o «anti-OPA», imponer el voto secreto en las juntas, limitar la remuneración de los ejecutivos y aumentar la independencia del consejo. Sin embargo, ninguna de estas actuaciones se ha demostrado útil para mejorar de manera significativa los resultados (en términos de beneficios y valor de mercado) de las empresas.

En primer lugar, la evidencia empírica sobre el efecto de las medidas defensivas no es concluyente. Si bien reducen la probabilidad de un intento de adquisición hostil, la ganancia que obtienen los accionistas de la empresa objetivo en caso de que se produzca la adquisición es mayor si se adoptan medidas defensivas (29). Además, según Gompers *et al.*

(25) Daily *et al.* (1996), utilizando una muestra de 975 inversores institucionales, encontraron que únicamente 13 habían participado activamente en el gobierno de las empresas en las que invertían.

(26) Véase Gillan y Starks (2000) para una discusión sobre qué tipo de inversores ejercen sus derechos de forma más activa.

(27) Entre los fondos que sí toman un interés activo en el gobierno de las empresas en las que invierten, el más estudiado es el de CalPERS, el fondo de pensiones de los funcionarios del Estado de California. Este fondo identifica empresas con un mal gobierno corporativo y compra una participación suficiente para hacer oír su voz e iniciar cambios que mejoren los resultados para los accionistas. Para comentarios de casos de empresas que han sido objeto de estas actividades, véase «The ultimate value investors», *Business Week* (10 de junio de 2002, p. 58).

(28) Black (1997) revisa esta abundante literatura y concluye que el activismo de los fondos de inversión no parece tener un efecto significativo sobre los resultados.

(29) Por lo tanto, el efecto total podría ser nulo [Comment y Schwert (1995)] o depender de las características de las empresas que las adoptan [McWilliams y Sen (1997)].

(2001), los gestores tenderán a adoptar estas medidas cuando esperen malos resultados futuros, por lo cual la causalidad de la relación negativa que algunos estudios encuentran entre la adopción de medidas defensivas y malos resultados podía ser la inversa. Por lo que se refiere al voto secreto, en teoría esto podría eliminar los conflictos de agencia que impiden la participación activa de los fondos privados en las votaciones. Pero la evidencia empírica indica que los resultados de las votaciones no parecen verse afectados por el hecho de que el voto sea secreto [Romano (2000)]. Respecto a la remuneración de los ejecutivos, los estudios realizados indican claramente una relación positiva entre nivel de remuneración y valor de mercado, por lo que no puede esperarse que las propuestas que limitan dicha remuneración creen valor (30). Por último, como veremos en la siguiente sección, a pesar de su popularidad, no hay resultados claros sobre los beneficios de una mayor independencia del consejo.

4.2.2. El refuerzo del papel del consejo de administración como defensor de los intereses de los accionistas

Las propuestas de los códigos de buen gobierno relativas a los consejos de administración van dirigidas a determinar cuáles deben ser sus responsabilidades y cuál debe ser su estructura y funcionamiento.

Respecto a las responsabilidades del consejo, los códigos indican que, pese a que la gestión del negocio sea delegada en el equipo directivo, el consejo deberá siempre ocuparse directamente de todo lo relacionado con: *a)* la definición de la estrategia de negocio de la empresa; *b)* el nombramiento y la remuneración de los máximos ejecutivos y de los miembros del consejo, y *c)* la auditoría, tanto interna como externa.

Para poder ser eficiente en el descargo de sus funciones, el consejo debería tener una estructura donde la presencia de los consejeros ejecutivos sea limitada, repartiéndose el resto de los puestos entre los consejeros dominicales (representantes de los grandes inversores) y los independientes (representantes de los pequeños inversores), cuyo peso debería ser siempre significativo. Siendo esta la recomendación fundamental, aparecen otras, como la separación de los cargos de presidente del consejo y primer ejecutivo, el mantenimiento de un número de miembros moderado o la limitación de los períodos de servicio.

Además de tener la estructura adecuada, es imprescindible que el consejo funcione de manera eficiente, dedicando sus miembros el tiempo suficiente al estudio y deliberación, trabajando en comités que se encarguen, respectivamente, de los temas de estrategia, nombramientos, remuneración y auditoría, y teniendo completo acceso a toda la informa-

(30) Murphy (1985) y Mehran (1995) aportan evidencia empírica respecto al efecto de la remuneración de los altos ejecutivos sobre la cotización de la empresa.

ción de la empresa (sin necesidad de pasar el filtro de los ejecutivos), así como capacidad para obtener asesoramiento externo.

Las propuestas respecto a la composición y nombramiento de comités parecen ser las que mejor acogida han tenido entre las empresas, y, hoy en día, la mayoría de las empresas cotizadas españolas cumplen estas recomendaciones (31). Desafortunadamente, no resulta tan fácil comprobar si las recomendaciones de carácter cualitativo, como el libre y directo acceso a la información, están tan extendidas.

De todas las medidas propuestas, la más respaldada por la evidencia empírica existente parece ser la necesidad de nombrar un comité de auditoría (32). Este comité se encargaría de supervisar la auditoría interna de la empresa, de nombrar a los auditores externos y de responder de esta labor ante los accionistas. El comité debería estar compuesto únicamente por consejeros independientes, entre los cuales al menos uno debería ser un experto en finanzas. De hecho, la obligatoriedad de nombrar un comité de auditoría con estas responsabilidades y composición es la única norma que hace referencia al consejo de administración en la Ley Sarbanes-Oxley.

La evidencia empírica respecto a los efectos positivos que puede tener el resto de medidas, y en especial la independencia del consejo, es menos contundente y en muchos casos contradictoria.

La independencia del consejo parece ser importante en momentos de crisis, pero no tiene un efecto relevante sobre los resultados (en términos de beneficios contables y valor de mercado). Respecto a las situaciones de crisis, se ha observado que la probabilidad de que el primer ejecutivo sea reemplazado tras un período de malos resultados es mayor cuanto más independiente es el consejo [Weisbach (1988)], y que las ganancias de las empresas que se lanzan a, o son objeto de, una adquisición hostil son mayores cuanto más independiente sea su consejo (33). Sin embargo, respecto a los resultados, Bhagat y Black (1999) encuentran una relación negativa entre valor de mercado e independencia del consejo para consejos con las más altas proporciones de consejeros independientes (34).

Brickley *et al.* (1997) tampoco encuentran diferencias significativas en valor de mercado entre las empresas donde no hay división entre los cargos de presidente del consejo y primer ejecutivo, y aquellas donde sí la hay.

---

(31) Véase al respecto el análisis que cada año realiza la CNMV de los resultados del cuestionario sobre el código de buen gobierno que envía a las empresas cotizadas. Estos informes están disponibles en la página *web* de la CNMV (www.cnmv.es).

(32) Klein (2002) analiza las prácticas de alisamiento de beneficios en las empresas estadounidenses y encuentra que son menos frecuentes en aquellas empresas con un comité de auditoría independiente.

(33) Cotter *et al.* (1997) estudian el caso de las empresas adquiridas, y Byrd y Hickman (1992), el de las adquirentes.

(34) La explicación de por qué un consejo puede ser demasiado independiente podría estar relacionada con la falta de incentivos de los consejeros independientes [Bhagat y Black (1999)] o con problemas de transmisión de información en el seno del consejo desde los ejecutivos a los independientes [Gutiérrez (2000)].

Además, todos los trabajos empíricos realizados en este campo tienen importantes problemas de interpretación, ya que la composición óptima del consejo podría ser diferente para distintos tipos de empresas. Así, por ejemplo, Lasfer (2001) encuentra que las empresas con pocas oportunidades de crecimiento (y, por lo tanto, mayores conflictos de intereses) son las únicas que se beneficiarían de una mayor independencia del consejo y de la separación de los cargos de presidente del consejo y primer ejecutivo, pudiendo el efecto de estas medidas ser negativo para empresas con altas oportunidades de crecimiento. Por consiguiente, recomendar la misma estructura del consejo sin tener en cuenta las características de la empresa podría tener efectos negativos sobre el valor de las empresas.

Posiblemente, uno de los problemas fundamentales para el buen funcionamiento de los consejos que no han abordado los códigos hasta ahora sea la necesidad de dar incentivos a los consejeros independientes para que realicen su función de forma diligente. Este problema es discutido en el informe Higgins, que propone ofrecer a los consejeros una parte de su remuneración en acciones (35) y reforzar y clarificar los deberes legales de diligencia que deben cumplir aquellos en el ejercicio de sus funciones. Sin embargo, la propuesta de dar incentivos a los independientes a través de la remuneración en acciones es desaconsejada por otros informes. El informe de la comisión Aldama en España y el informe Cadbury en el Reino Unido argumentan que la expectativa de obtener pagos sustanciosos limitaría la independencia de los consejeros. Una posible solución a este conflicto entre dar incentivos en forma de acciones y mantener la independencia sería limitar el período de servicio, de manera que la independencia no se viese comprometida por el deseo de ser reelegido. Respecto a la propuesta de reforzar el deber de diligencia, la fuerza incentivadora que pueda tener este deber legal dependerá del buen funcionamiento del sistema legal y de la disponibilidad de un sistema de seguros parciales que proteja a los consejeros independientes de riesgos legales excesivos (36).

4.2.3. La mejora en la cantidad y la calidad de la información que reciben los mercados sobre las empresas

Los recientes escándalos han demostrado que manipulaciones u ocultaciones contables (no necesariamente ilícitas) pueden distorsionar en gran medida la percepción del mercado sobre la situación económico-financiera de la empresa (37). El problema es especialmente importante porque el deseo de presentar mejores resultados año tras año fuerza a realizar cada vez mayores manipulaciones y puede hacer que se tomen

(35) Bhagat *et al.* (1999) encuentran una relación positiva entre valor de mercado y tenencia de opciones de los miembros del consejo.

(36) Bhagat *et al.* (1987) y Brook y Rao (1994) encuentran que el mercado responde favorablemente a la adopción de seguros de responsabilidad civil para los consejeros.

(37) Coffee (2001) discute la evidencia agregada sobre la incidencia de estas prácticas y discute la limitada capacidad del proceso de auditoría, para corregirlas.

decisiones de inversión y endeudamiento que pueden llevar a una empresa inicialmente sana a la quiebra, una vez se corrige la valoración (38).

Además, el problema se ve agravado por la colusión entre los gestores y los auditores y analistas. Los auditores y los analistas son intermediarios de información entre la empresa y los mercados, y, por lo tanto, su papel es fundamental en un sistema de mercados. En teoría, dado que el mayor capital de estos intermediarios es su reputación, estos intermediarios no tienen intereses en manipular u ocultar la información y preservan el buen funcionamiento del mercado (39). Sin embargo, Coffee (2001) afirma que los incentivos de reputación solo pueden funcionar cuando se dan unas determinadas condiciones. Primero, las normas contables y de valoración deben ser claras, de manera que sea fácil observar la conducta de estos intermediarios. Segundo, los intermediarios deben operar en un mercado competitivo, donde no sea posible la colusión. Tercero, no debe haber otros negocios paralelos entre el intermediario y cada una de las empresas clientes que hagan que los pagos que se reciben de un cliente concreto sean significativos en el total de los ingresos del intermediario. Y cuarto, los intermediarios deben ser capaces de controlar a sus propios agentes. Parece claro que todas estas condiciones han fallado en la última crisis.

Existen abundantes y bien documentados casos de colusión entre los gestores y los auditores (40). La evidencia respecto a la connivencia entre gestores y analistas es todavía más contundente, ya que parece indicar que existen importantes fuerzas que favorecen dicha complicidad. Hutton (2002a) demuestra que los gestores de las empresas cuyos beneficios son más difíciles de predecir, debido al alto riesgo o a la complejidad de su negocio, facilitan más información a los analistas. Las predicciones a corto plazo de los analistas que obtienen esta información adicional son más precisas, pero sus predicciones a largo plazo son sistemáticamente más optimistas, y sus recomendaciones de compra, más favorables. Dada la evidencia empírica que demuestra que las posibilidades de promoción de los analistas dependen fundamentalmente de la precisión de sus predicciones (41), estos resultados son interpretados como evidencia de un intercambio de favores entre los analistas y los gestores. Los analistas consiguen mejorar su precisión y los gestores consiguen recomendaciones y predicciones a largo plazo más favorables y pueden presentar sus empresas como empresas con beneficios altamente predecibles y de riesgo reducido (42). Por otra parte, la independencia de los analistas también parece comprometida por el hecho de que su compensación

(38) Véase Jensen (2002) para una discusión sobre cómo el deseo de mantener altas cotizaciones en los mercados altera las decisiones de inversión y financiación en la empresa y destruye el valor intrínseco de la misma.

(39) El primer estudio sobre el importante papel que estos intermediarios de información tienen en los mercados se debe a Kraakman (1986).

(40) Véase «Corporate America's woes, continued», *The Economist* (30 de noviembre de 2002, p. 63) para un comentario de los casos de colusión entre Enron y Arthur Andersen, Xerox y KPMG y entre PeopleSoft y Ernst & Young.

(41) A este respecto, véanse Hong y Kubik (2000) y Hong *et al.* (2000).

(42) Hutton (2002b) argumenta cómo este tipo de comportamiento contribuyó sustancialmente a la debacle de Enron.

depende del volumen de ventas y del negocio de banca de inversión que sean capaces de generar entre la empresa a la que siguen y el banco de inversión para el que trabajan (43).

La gran repercusión de los recientes escándalos empresariales ha motivado la aprobación de la Ley Sarbanes-Oxley en EEUU. El objetivo de esta Ley es «proteger a los inversores, mejorando la calidad y confianza en la información facilitada por las empresas». Para ello, se aplican tres tipos de medidas:

a) Se crean nuevas instituciones encargadas de la supervisión activa de los procesos de generación y transmisión de la información desde la empresa a los mercados, tanto en el plano interno (comités de auditoría de las empresas) como en el externo (con la creación del Public Company Accounting Oversight Board, encargado de la supervisión de las empresas auditoras y de las auditorías que estas realicen a las compañías cotizadas).

b) Se imponen restricciones que dificultan el reparto de rentas entre gestores, auditores, analistas y demás agentes que participan en el proceso de difusión de la información, tales como la imposibilidad de simultanear las labores de auditoría y consultoría o la obligatoriedad de cambiar el socio auditor principal cada cinco años.

c) Se especifican sanciones concretas e importantes (que pueden llegar a ser penas de cárcel) en caso de manipulación o uso indebido de la información.

Los códigos europeos asignan parecidas responsabilidades a los comités de auditoría interna y proponen que las empresas hagan públicas todas las relaciones contractuales que existan entre ellas y sus auditores. Sin embargo, basándose en el principio de autorregulación, se muestran reticentes a proponer la creación de un supervisor externo de los procesos de información.

4.3. ¿Es la autorregulación suficiente?

Viendo las distintas aproximaciones que han adoptado los países europeos, por un lado, y EEUU, por otro, respecto a la reforma y mejora de los sistemas de gobierno de las empresas, podemos preguntarnos si las propuestas de autorregulación son suficientes o si es necesaria o adecuada la imposición de normas de obligado cumplimiento y de organismos supervisores.

Para poder contestar a esta pregunta debemos volver a recordar que el gobierno empresarial no sería necesario si pudiesen escribirse contratos completos. Los contratos incompletos deben ser «completados»por

(43) Para una discusión de los incentivos que los analistas reciben y de cómo afecta esto a sus predicciones, véanse Stickel (1992) y Trueman (1994).

las instituciones de gobierno de cada empresa (caso por caso o con una autorregulación general) y, en última instancia, por el sistema legal.

Los partidarios de la autorregulación abogan por que sean las instituciones de gobierno de las empresas las que completen los contratos, sin que sea necesaria la implicación del sistema legal. La autorregulación tiene la clara ventaja de permitir que las normas se adapten a las características o necesidades de cada empresa. Así, por ejemplo, no parece razonable limitar por ley el número máximo de mandatos de los consejeros, ya que algunas empresas, debido a su tamaño o a la complejidad de su negocio, podrían tener problemas para encontrar consejeros dispuestos y competentes.

Sin embargo, la autorregulación también tiene importantes limitaciones. DeMarzo *et al.* (2001) demuestran que, cuando no todos los agentes afectados participan en el proceso de autorregulación, las normas que se impondrán serán más laxas, y la imposición de penas, menos frecuente de lo que sería deseable. Coffee (2000b) argumenta que, aunque históricamente la autorregulación suele anticiparse a la legislación, su efectividad está limitada por los altos costes del proceso de investigación y control y por la imposibilidad de imponer sanciones suficientemente importantes en relación con la falta cometida. Por lo tanto, la autorregulación debería ir acompañada de legislación que supliese sus deficiencias en lo relativo a la protección de los agentes que no pueden participar en el proceso de autorregulación y en lo relativo a la investigación e imposición de sanciones en casos de incumplimiento.

Aplicando este razonamiento al caso de la autorregulación en materia de gobierno empresarial, veremos cómo la legislación complementaria es indispensable para resolver los dos problemas claves de cada uno de los dos sistemas de gobierno empresarial: la transmisión de información en el sistema de financiación dispersa y el tratamiento equitativo de todos los accionistas en el sistema de financiación concentrada.

En el caso de la financiación dispersa, existen varias razones que hacen difícil que la autorregulación consiga una mayor transparencia informativa de las empresas. En primer lugar, los pequeños inversores no participan en el proceso de autorregulación de la empresa. Deben ser los gestores quienes decidan ceder voluntariamente la información que permitiría a los mercados reducir la participación de estos gestores y otros agentes con derechos de control reales en el reparto del beneficio residual. En segundo lugar, las rentas que pueden obtenerse con el control de la información son grandes y pueden ser repartidas entre todos los agentes que elaboran y controlan la difusión de la información (gestores, analistas y auditores), haciendo difícil la detección del problema. Además, incluso si el problema se detecta, las sanciones que puede imponer el mercado (básicamente, la retirada de la financiación otorgada, con la consiguiente caída de la cotización) afectan seriamente al conjunto de agentes con intereses en la empresa, pero no especialmente a los agentes que más se beneficiaron de la manipulación: los gestores

e intermediarios. Esto hace que la capacidad disuasiva de estas «sanciones» sea insuficiente. Debido a estas dos razones, es necesario que el sistema legal garantice la vigilancia de los agentes que deben informar y que las sanciones por la manipulación o los usos inadecuados de esa información sean suficientemente altas para tener un carácter disuasivo. Por lo tanto, una reforma legal como la Sarbanes-Oxley parece especialmente adecuada para resolver el problema principal de los sistemas de financiación dispersa.

En el caso de la financiación concentrada, también es poco probable que la autorregulación solucione el problema del tratamiento desigual de los accionistas. El primer problema en este caso consiste en que la autorregulación tendría que ser aplicada por los propios consejos de administración, que actualmente siguen dominados por los grandes inversores. El segundo problema es que el castigo que pueden esperar los grandes financiadores y los gestores por expropiación de los accionistas minoritarios no parece suficiente para tener un efecto disuasorio.

Estos dos problemas son muy claros en el caso español. Las grandes empresas españolas solo han adoptado las recomendaciones del código Olivencia en la medida en que estas no interfieren con la capacidad de los grandes inversores para expropiar a la minoría. Un claro ejemplo de esto es el hecho de que, aunque el 70 % de las empresas cotizadas ha adoptado las recomendaciones del código en cuanto a porcentaje de independientes o tamaño del consejo, más del 55 % de estas empresas mantienen cláusulas de blindaje que separan los derechos de control de los accionistas de sus derechos sobre los beneficios, favoreciendo que los grandes inversores puedan controlar la empresa a pesar de que su interés sobre los beneficios sea reducido. Además, la expropiación de los pequeños accionistas continúa saliendo «gratis». Este es un delito difícil de detectar, ya que en muchos casos se requiere demostrar que una transacción no se realizó en condiciones de mercado y, en los casos más flagrantes, como los de uso de información privilegiada o pago de sobresueldos, las instituciones reguladoras y el sistema legal existente no han sido hasta ahora capaces de sancionar adecuadamente a los culpables (44).

Por lo tanto, para atacar el problema clave de los sistemas de gobierno basados en la propiedad concentrada, los códigos de buen gobierno deberían ir acompañados por leyes de obligado cumplimiento que:

a) Prohíban las medidas que separan los derechos de control de los derechos sobre los beneficios (tales como limitación de los derechos de voto, limitaciones para la asistencia a las juntas generales, requerimiento de una determinada antigüedad para poder entrar en

(44) Para un repaso de los casos de información privilegiada en empresas españolas y de las resoluciones judiciales de los mismos, véase «Cerco a la información privilegiada» *(Cinco Días,*11 de marzo de 2003). Para un repaso de los casos de pago de sobresueldos y desinformación de los consejos de administración, véase «Banqueros en los juzgados» *(Cinco Días,* 15 de marzo de 2003).

el consejo de administración, etc.). Tal como Harris y Raviv (1988) demuestran, estas estructuras aumentan las rentas de los grandes accionistas a costa de reducir el total del beneficio residual. La evidencia empírica existente demuestra que, efectivamente, el valor de los derechos de voto separados de los derechos sobre los beneficios está positivamente correlacionado con los beneficios privados disfrutados por los grandes accionistas, a costa de los minoritarios (45). Los mayores problemas de separación de los derechos de control de los derechos sobre los beneficios aparecen con las estructuras de propiedad piramidales (46). El peligro que encierran estas estructuras, tan extendidas en Europa, ha sido destacado por el Informe Winter, que recomienda a la Comisión Europea obligar a las compañías a informar sobre la existencia de este tipo de estructuras en su accionariado y adoptar medidas que dificulten su uso en el caso de empresas cotizadas.

b) Extiendan el deber de lealtad a los grandes financiadores (algo que ya propone la comisión Aldama) y establezcan sanciones claras y suficientemente altas para los casos de incumplimiento de este deber, como, por ejemplo, reintegrar a la empresa el doble de cualquier beneficio que se haya obtenido con la venta de acciones en caso de uso de información privilegiada. Para ser efectivas estas medidas, deben ser acompañadas por otras que faciliten las demandas de los accionistas, como, por ejemplo la disponibilidad de seguros de responsabilidad civil. Estos seguros limitan los riesgos legales para los consejeros y garantizan que los accionistas tienen suficientes incentivos para emprender acciones legales contra los consejeros (47).

c) Aumenten la competencia en los mercados, ya que, al reducir los beneficios residuales que pueden repartirse los agentes vinculados a cada empresa, se aminoran los conflictos de intereses (48). Si se aumenta la competencia entre las empresas, las rentas generadas que excedan las necesarias para garantizar la participación de los agentes en el proceso productivo irán a parar a los consumidores, en lugar de repartirse entre esos agentes. Si un agente intenta apropiarse de una mayor parte de las rentas de la empresa, esta no podrá sobrevivir a largo plazo. Los beneficios de medidas que eliminen las restricciones a la libre competencia son aplicables tanto al sistema de financiación concentrada como al sistema de financiación dispersa.

(45) Zingales (1995) encuentra que los salarios de los directivos y de los miembros del consejo de administración son significativamente más altos cuando los grandes accionistas son miembros de dicho consejo.

(46) Una pirámide aparece cuando se interponen varias sociedades de tenencia de acciones, cada una propietaria de una parte de las acciones de la empresa más abajo en la pirámide. El control de la empresa en la base es ejercido por el accionista mayoritario de la empresa en la cúspide, que normalmente tendrá una participación muy pequeña en los beneficios de la empresa en la base.

(47) Véase Gutiérrez (2003) para una discusión sobre cómo la frecuencia de las acciones legales contra los consejeros depende del desarrollo de un mercado de seguros de responsabilidad civil para los consejeros.

(48) Dados los problemas presentes en el funcionamiento de los distintos sistemas de gobierno de las empresas, Allen y Gale (2000) y Roe (2001) defienden que la mejor medida de reforma sería reducir el grado de dependencia en dichos sistemas, haciendo el mercado más competitivo.

La adopción de estas medidas legislativas, complementarias a la autorregulación, es necesaria no solo para garantizar una mayor creación de valor y un reparto justo del mismo en las empresas ya establecidas, sino también para fomentar la creación de nuevas empresas, facilitando su acceso a una financiación más barata.

5. CONCLUSIONES

La problemática del gobierno de las empresas suscita actualmente un gran interés entre los profesionales, políticos y el público en general. Sin embargo, el debate público tiende a simplificar los problemas en esta área, ofreciendo recetas sencillas para cuestiones que todavía no encuentran consenso entre los académicos. En este artículo hemos revisado el estado de estas cuestiones abiertas desde una perspectiva de análisis económico y, a partir de las conclusiones de dicho análisis, hemos estudiado el alcance que pueden tener las reformas actualmente en marcha.

El análisis realizado nos lleva a las siguientes conclusiones. En primer lugar, creemos que todavía no se han resuelto satisfactoriamente las dificultades que plantea la aplicación de un paradigma de gobierno empresarial que propone la maximización del bienestar agregado de los distintos agentes con intereses en la empresa. El paradigma de la maximización de valor de los accionistas, a pesar de los sesgos que puede presentar, sigue siendo el «segundo óptimo». En segundo lugar, del análisis se desprende que no debería realizarse la comparación entre los sistemas de gobierno anglosajones y europeos en términos de cuál de ellos es mejor, sino en términos de cuál es más adecuado para cada empresa en función de las características de dicha empresa y de los problemas que dificulten el correcto funcionamiento de cada uno de los sistemas. Además, podemos esperar que la convergencia de los sistemas anglosajón y europeo hacia un sistema único, en caso de darse, será un proceso lento que deberá ir acompañado de cambios importantes en el sistema económico.

A partir de estas conclusiones, hemos analizado las reformas de autorregulación propuestas respecto a la participación de los pequeños accionistas y fondos de inversión en la toma de decisiones y al refuerzo de las funciones del consejo de administración. De este análisis se desprende que, aunque las reformas propuestas parecen bien dirigidas, no es probable que resuelvan los problemas fundamentales de los sistemas de gobierno. Por ello, hemos argumentado que, para ser efectivas, las medidas de autorregulación deben ir acompañadas por una normativa legal que castigue severamente la manipulación de la información y las distribuciones no prorrata entre los accionistas.

Dada la importancia del sistema de gobierno empresarial para reducir el coste de capital de las empresas ya existentes, facilitar la creación de nuevas empresas y aumentar la riqueza de la economía, podemos estar seguros de que todos estos problemas seguirán generando nuevas e interesantes investigaciones en los próximos años.

BIBLIOGRAFÍA

AGHION, P. y P. BOLTON (1992). «An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting», *Review of Economic Studies,* 59 (3), pp. 473-494.

AGHION, P. y J. TIROLE (1997). «Formal and Real Authority in Organizations», *Journal of Political Economy,* 105 (1), pp. 1-29.

INFORME ALDAMA (2003). «Comisión especial para la transparencia y seguridad de los mercados financieros y sociedades cotizadas (Comisión Aldama)» (http://cnmv.es/publicaciones/gobiernocorp.htm).

ALLEN, F. y D. GALE (2000). *Comparing financial systems,* MIT Press, Cambridge y Londres.

ANDRADE, G., M. MITCHELL y E. STAFFORD (2001). «New Evidence and Perspectives on Mergers», *Journal of Economic Perspectives,* 15 (2), pp. 103-120.

AOKI, M. (1994). «The Contingent Governance of Teams: An analysis of Institutional Complementarity», *International Economic Review,* 35, pp. 657-675.

— (1990). «Toward an economic model of the Japanese firm», *Journal of Economic Literature,* 28, pp. 1-27.

BEBCHUK, A. y M. J. ROE (1999). «A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance», *Stanford Law Review,* 52, pp. 127-170.

BECHT, BOLTON y RÖELL (2002). *Corporate Governance and Control,* ECGI Finance Working Paper 02/2002.

BERKOVITCH, E. y R. ISRAEL (1998). «Optimal Bankruptcy Laws across Different Economic Systems», *Review of Financial Studies,* 12 (2), pp. 347-377.

BHAGAT, S. y B. BLACK (1999). «The Relationship between Board Composition and Firm Performance», en K. J. Hopt (ed.), *Comparative corporate governance: The state of the art and emerging research,* Oxford University Press, Oxford, pp. 281-306.

BHAGAT, S., D. C. CAREY y C. M. ELSON (1999). «Director ownership, corporate performance and management turnover», *Business Lawyer,* 54, pp. 885-907.

BHAGAT, S., J. BRICKLEY y J. L. COLES (1987). «Managerial indemnification and liability insurance: the effect on shareholders wealth», *Journal of risk and insurance,* 54 (4), pp. 721-736.

BHIDE, A. (1993). «The Hidden Costs of Stock Market Liquidity», *Journal of Financial Economics,* 34 (1), pp. 31-51.

BLACK, B. S. (1998). «Shareholder activism and corporate governance in the Unite States», en Peter Newman (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law,* Macmillan Reference Limited, Londres y Basingstoke.

— (1990). «Shareholders Passivity Reexamined», *Michigan Law Review,* 89, pp. 520-608.

BRICKLEY, J., J. COLES y G. JARRELL (1997). «Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board», *Journal of Corporate Finance,* 3, pp.189-210.

BROOK, Y. y R. K. S. RAO (1994). «Shareholder Wealth Effects of Directors' Liability Limitation Provisions», *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* 29 (3), pp. 48-97.

BUCKLEY, F. H. (1997). «The Canadian Keiretsu», *Journal of Applied Corporate Finance,* 9 (3).

BYRD, J. y K. HICKMAN (1992). «Do outside directors monitor managers? Evidence form tender offer bids», *Journal of Financial Economics,* 32, pp. 195-221.

CADBURY REPORT (1992). «The report of the Committee on the financial aspects of corporate governance» (http://cnmv.es/publicaciones/gobiernocorp.htm).

CARNEY, W. J. (1997). «Large Bank Stockholders in Germany: Saviors or Substitutes?», *Journal of Applied Corporate Finance,* 9 (3).

COFFEE, J. C. (2001). *The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence the Governance of Accounting,* The Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 191, Columbia Law School.

— (2000a). *Convergence and its critics: What Are The Preconditions to the Separation of Ownership and Control?,* The Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 179, Columbia Law School.

— (2000b). *Privatization and corporate governance: the lessons from securities market failure,* The Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 158, Columbia Law School.

COMMENT, R. y G. W. SCHWERT (1995). «Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures», *Journal of Financial Economics,* 39 (1), pp. 3-43.

COTTER, J. F., A. SHIVDASANI y M. ZENNER (1997). «Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth during Tender Offers?», *Journal of Financial Economics,* 43 (2), pp. 195-218.

DAILY, C. M., J. L. JOHNSON, A. E. ELLSTRAND y D. R. DALTON (1996). *Institutional investor activism: Follow the leaders?,* Working Paper Purdue University.

DEMARZO, P. M., M. J. FISHMAN y K. M. HAGERTY (2001). *Contracting and Enforcement with a Self Regulatory Organization,* Working Paper Stanford University.

DEMSETZ, H. y K. LEHN (1985). «The structure of corporate ownership: causes and consequences», *Journal of Political Economy,* 93 (6), pp.1155-1180.

EASTERBROOK, F. H. (1997). «International Corporate Differences: Markets or Law», *Journal of Applied Corporate Finance,* 9 (3).

FOX, M. B. y M. A. SÉLLER (2003). «Lessons from Fiascos in Russian Corporate Governance», *New York University Law Review,* de próxima aparición.

FRANKS, J. (1997). «Corporate Ownership and Control in the U.K., Germany and France», *Journal of Applied Corporate Finance,* 9 (3).

FUKAO, M. (1995). «Financial integration, corporate governance, and the performance of multinational companies», en Brookings Institution (ed.), *Integrating National Economies: Promise and Pitfalls series,* Brookings Institution, Washington, D. C., pp. 27-139.

GILLAN, S. L. y L. T. STARKS (2000). «Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors», *Journal of Financial Economics,* 57 (2), pp. 275-305.

GOMPERS, P. A., J. L. ISHII y A. METRICK (2001). *Corporate Governance and Equity Prices,* NBER working paper 8449.

GOMPERS, P. A. y A. METRICK (2001). «How are large institutions different from other investors? Why do these differences matter? Institutional Investors and Equity Prices», *Quarterly Journal of Economics,* 116 (1), pp. 229-259.

GROSSMAN, S. J. y O. D. HART (1986). «The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration», *Journal of Political Economy,* 94 (4), pp. 691-719.

— (1980). «Takeover bids, the free-rider problem and the theory of he corporation», *Bell Journal of Economics,* 11, pp. 42-64.

GUTIÉRREZ, M. (2003). «An Economic Analysis of Corporate Directors Fiduciary Duties», *Rand Journal of Economics,* de próxima aparición.

— (2000). *Managers and Directors: A Model of Strategic Information Transmission,* CEMFI Working Paper No. 0003.

HANSMANN, H. y R. KRAAKMAN (2000). *The end of history for corporate law,* Yale Law School, New Haven.

HARRIS, M. y A. RAVIN (1988). «Corporate governance: voting rights and majority rules», *Journal of Financial Economics,* 21, pp. 203-235.

HART, O. y J. MOORE (1990). «Property Rights and the Nature of the Firm», *Journal of Political Economy,* 98 (6), pp. 1119-1158.

— (1998). «Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt», *Quarterly Journal of Economics,* 113 (1), pp. 1-41.

HIGGS REPORT (2003). *Review of the Role and Effectiveness of non-executive directors* (www.dti.gov.uk/cld/non_exec_review).

HONG, H. y J. KUBIK (2000). *Measuring the Career Concerns of Security Analysts: Job Separations, Stock Coverage Assignments and Brokerage House Status,* Working Paper Stanford Business School.

HONG, H., J. KUBIK y A. SOLOMON (2000). «Security Analysts' Career Concerns and Herding of Earnings Forecasts», *RAND Journal of Economics,* 31 (1), pp. 121-144.

HOSHI, T., A. KASHYAP y D. SCHARFSTEIN (1990). «The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan», *Journal of Financial Economics,* 27 (1), pp. 67-88.

HUTTON, A. P. (2002a). *The Determinants and Consequences of Managerial Earnings Guidance Prior to Regulation Fair Disclosure,* Harvard NOM Research Paper No. 02-20.

HUTTON, A. P. (2002b). *The role of sell-side analysts in the Enron debacle,* Working Paper Harvard Business School.

JENSEN, M. C. (2002). Conferencia inaugural del congreso anual de la European Financial Management Association, celebrada en junio de 2002 en Londres.

JENSEN, M. C. (2001). «Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function», *European Financial Management,* 7 (3).

— (1993). «The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems», *Journal of Finance,* 48 (3), pp. 831-880.

— (1991). «Corporate Control and The Politics Of Finance», *Journal of Applied Corporate Finance,* 4 (2), pp. 13-33.

JOHNSON, S., R. LA PORTA, F. LÓPEZ DE SILANES y A. SHLEIFER (2000). «Tunneling», *American Economic Review Papers and Proceedings,* 90, pp. 22-27.

KANG, J. K. y R. M. STULZ (2000). «Do Banking Shocks Affect Borrowing Firm Performance? An Analysis of the Japanese Experience», *Journal of Business,* 73 (1), pp. 1-23.

KHANNA, T., J. KOGAN y K. PALEPU (2002). *Globalization and Similarities in Corporate Governance: A Cross Country Analysis,* Strategy Unit, Harvard University, Working Paper No. 02-041.

KLEIN, A. (2002). «Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management», *Journal of Accounting & Economics,* 33 (3).

KRAAKMAN, R. H. (1986). «Gatekeepers: The Anatomy of a Third Party Enforcement Strategy», *Journal of Law, Economics and Organization,* 2 (1), pp. 53-104.

LA PORTA, R., F. LÓPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER y R. VISHNY (2000). «Investor Protection and Corporate Governance», *Journal of Financial Economics,* 58 (1-2), pp. 3-27.

— (1999). «The quality of government», *Journal of Law, Economics and Organization,* 15, pp. 222-279.

— (1998). «Law and Finance», *Journal of Political Economy,* 106, pp. 1113-1155.

LASFER, M. A. (2002). *Board Structure and Agency Costs,* working paper City University.

LORSCH, J. W. y E. MACIVER (1989). *Pawns or potentates: The reality of America's corporate boards,* Harvard Business School Press, Boston.

MAYER, C. (1988). «New Issues in Corporate Finance», *European Economic Review,* 32 (5), pp. 1167-83.

MCWILLIAMS, V. B. y N. SEN (1997). «Board Monitoring and Anti-takeover Amendments», *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* 32 (4), pp. 491-505.

MEHRAN, H. (1995). «Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance», *Journal of Financial Economics,* 38 (2), pp. 163-84.

MURPHY, K. J. y K. VAN NUYS (1993). *Public pension funds: Ark of the lost raiders?,* working paper Harvard business School.

MURPHY, K. J. (1985). «Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis», *Journal of Accounting and Economics,* 7 (1-3), pp. 11-42.

INFORME OLIVENCIA (1998). «Informe Especial para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades» (http://cnmv.es/publicaciones/gobiernocorp.htm).

PAGANO, M. y P. VOLPIN (2000). *The Political Economy of Corporate Governance,* CSEF Working Paper 25.

PORTER, M. (1992). «Capital disadvantage: America's failing capital investment system», *Harvard Business Review,* septiembre-octubre, pp. 65-82.

PROWSE S. D. (1992). «The Structure of Corporate Ownership in Japan», *Journal of Finance,* 47 (3), pp. 1121-1140.

— (1990). «Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behaviour in the United States and Japan», *Journal of Financial Economics,* 27 (1), pp. 43-66.

ROE, M. J. (2001). «Rents and their Corporate Consequences», *Stanford Law Review,* 53, pp. 1463-1494.

— (1997). *Strong managers, weak owners: The political roots of American corporate finance,* Pricenton University Press, Pricenton.

ROMANO, R. (2000). *Mechanism of Corporate Governance Less is More: Making Shareholder Activism a Valued,* Yale International Centre for Finance Working Paper No. 00-10.

SARBANES-OXLEY ACT (2002). (http://cnmv.es/delfos/tendencias/Estados%20Unidos/Sarbanes_Oxley.pdf).

SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W. (1989). «Management Entrenchment: The Case of Manager Specific Investments», *Journal of Financial Economics,* 25 (1), pp. 123-139.

STICKEL, S. E. (1992). «Reputation and Performance among Security Analysts», *Journal of Finance,* 47 (5), pp. 1811-1836.

TIROLE, J. (2001). «Corporate Governance», *Econometrica,* 69 (1), pp. 1-35.

TURNBULL, S. (1997). «Stakeholder Cooperation», *Journal of Co-operative Studies,* 29.

— (2000). «Corporate Governance: Theories, Challenges and Paradigms», *Gouvernance: Revue Internationale,* 1 (1).

TRUEMAN, B. (1994). «Analyst Forecasts and Herding Behavior», *Review of Financial Studies,* 7 (1), pp. 97-124.

VIÉNOT REPORT (1999). «Report of the Committee on Corporate Governance», Association Française des Enterprises Privées & Mouvement des Enterprises de France (http://cnmv.es/delfos/tendencias/francia1.pdf).

WINTER REPORT (2002). «Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe».

WEISBACH, M. (1988). «Outside directors and CEO turnover», *Journal of Financial Economics,* 20, pp. 431-460.

ZINGALES, L. (1997). *Corporate governance,* NBER Working Paper 6309.

— (1995). «What Determines the Value of Corporate Votes?», *Quarterly Journal of Economics,* 443, pp. 1047-1073.

Notas sobre la arquitectura de la regulación, supervisión y estabilidad financiera en Europa

María Jesús Nieto (*)
Juan M.ª Peñalosa (*)

La reforma de la arquitectura de la regulación, supervisión y estabilidad financiera en Europa, aprobada por el Consejo ECOFIN el pasado diciembre, tiene por objetivo solventar los problemas de los que tradicionalmente adolecía el proceso de elaboración de normativa financiera en la Unión Europea: lentitud, falta de flexibilidad y de eficiencia para hacer frente a los rápidos cambios que tienen lugar en el sector financiero. Esta reforma consagra un modelo sectorial y descentralizado, en el que se refuerzan los mecanismos de cooperación entre los reguladores de bancos, valores y seguros de los Estados miembros, además de reconocerse las especificidades de los conglomerados financieros. Esta nueva arquitectura no supone una transferencia de competencias desde el ámbito nacional al comunitario, y es considerada neutral respecto a los distintos modelos de organización institucional de la supervisión existentes actualmente en los Estados miembros de la Unión Europea.

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo de este artículo es analizar la arquitectura de la regulación, supervisión y estabilidad financiera en la Unión Europea, así como la reforma aprobada por el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas (ECOFIN) el pasado 3 de diciembre. Aunque este artículo hace referencia a la reforma en su conjunto —que afecta a los sectores de banca, seguros y valores—, nuestra atención se centrará especialmente en la actividad bancaria, cuya regulación y supervisión en el ámbito nacional es competencia del Banco de España.

El artículo se divide en cuatro apartados. En el epígrafe 2 se comenta el marco institucional vigente en la Unión Europea en el ámbito de la regulación y supervisión bancarias, desde una perspectiva histórica. Además, este epígrafe presta atención especial al papel de las instituciones europeas en la elaboración de directivas, así como a los distintos modelos de supervisión de los intermediarios financieros. En el epígrafe 3 se

(*) María Jesús Nieto es Adjunta a la Dirección General de Regulación del Banco de España y Juan María Peñalosa es Jefe de la División de Asuntos Europeos y Política Monetaria de la Dirección General del Servicio de Estudios del Banco de España.

Los autores agradecen a Rosa Lastra (University of London) y a David Martín (Servicio Jurídico del Banco de España) sus sugerencias y comentarios.

analiza el papel de los bancos centrales del área del euro en materia de regulación, supervisión bancaria y estabilidad financiera; en especial, el del Banco Central Europeo. En el epígrafe 4 se presentan la reforma del mercado de valores propuesta por el denominado Comité Lamfalussy y la racionalidad subyacente en su extensión a los sectores de banca y seguros. Por último, en el epígrafe 5 se comentan los principales desafíos que supervisores y reguladores bancarios de la Unión Europea tienen que afrontar, tanto de una forma inmediata como en el medio plazo.

2. EL MARCO INSTITUCIONAL VIGENTE EN LA UNIÓN EUROPEA EN EL ÁMBITO DE LA REGULACIÓN, SUPERVISIÓN Y ESTABILIDAD FINANCIERA

2.1. Un breve repaso histórico

El principal objetivo del Tratado de Roma de 1957 fue la constitución de un mercado único entre los países de la entonces Comunidad Económica Europea. Para dar cumplimiento a este objetivo, el Tratado consagraba la libertad de establecimiento y de provisión de servicios financieros (antiguos artículos 52 y 56), así como la coordinación de las legislaciones nacionales en esa materia (antiguo artículo 57). A pesar de todo ello, hasta finales de la década de los setenta del pasado siglo, el sector financiero no solo estaba altamente regulado, sino que, en su mayor parte, la normativa estaba muy poco coordinada entre países. A ese período, de intensa intervención gubernamental en el sector, le siguió, durante la década de los ochenta, una fase de desregulación, tanto en el ámbito nacional como en el comunitario [véase Gual y Neven (1993) (1)].

En el ámbito bancario, la armonización de la regulación en Europa es un fenómeno relativamente reciente, pues la primera directiva comunitaria aprobada para el sector bancario data de 1977 (2). Las directivas, cuyo procedimiento de aprobación se comenta más adelante, obligan a los Estados miembros a adaptar su marco legal y regulatorio a los principios y contenido de las mismas (3). La armonización por la vía de las directivas lleva implícita la asunción de que esta, y no la competencia entre regulaciones nacionales, es condición previa y necesaria para la creación de un mercado único de los servicios financieros, visión que es muy discutida en el ámbito académico [véanse los comentarios de Kay, en Baltensperger *et al.* (1987), y Danthine *et al.* (2000)] e, incluso, por algunos responsables de la política financiera, como David Green, que, en una conferencia reciente en Madrid, se pronunció en los

(1) Los autores analizan la experiencia desreguladora del sector bancario en Bélgica, Francia, Alemania, Italia, Holanda, España y el Reino Unido, y hacen una valoración de cómo las directivas bancarias afectaron al sector.

(2) Primera Directiva 77/780/CEE del Consejo, de 12 de diciembre de 1977, sobre la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas referentes al acceso a la actividad de las entidades de crédito y su ejercicio. Derogada y modificada por la Directiva 2000/12/CE, de 20 marzo de 2000.

(3) La directiva, a diferencia del reglamento, no es directamente aplicable, ya que exige siempre el complemento normativo de los Estados miembros. En este sentido, la directiva impone una obligación de resultado, dejando a los Estados miembros la elección de los medios formales para alcanzarlo.

siguientes términos: «*And in the context of this discussion* (the completion of a single financial market for consumers)*, my suspicion is that regulatory harmonisation in itself is unlikely to deliver that single market*» [véase Green (2003)].

La Directiva de 1977 establecía el deber de cooperación entre los supervisores y una tímida invitación al reconocimiento mutuo de las autorizaciones para la actividad bancaria, todo ello en un marco de mercados nacionales plurales y no integrados. Se trataba, en definitiva, de un programa genérico, que, al no establecer normas específicas, requería otras normas para su desarrollo.

El siguiente hito en este proceso de armonización comunitaria de la regulación financiera fue la aprobación del Acta Única Europea de 1986, que supuso un cambio en la filosofía de regulación de los mercados financieros. En este nuevo marco se aprobaron tres grupos de directivas de gran relevancia (4): la Segunda Directiva Bancaria, de 1989 (5), que armoniza los sistemas de autorización para la creación de nuevas entidades, así como sus sistemas de supervisión; la Directiva de Servicios de Inversión, de 1993 (6), que regula la actividad transfronteriza de todo tipo de empresas de inversión, incluidos los bancos universales; y, finalmente, las directivas sobre Adecuación del Capital, de 1989 y 1993 (7), que definen el capital regulatorio de bancos y empresas de inversión en función de los riesgos asumidos.

Estos tres grandes grupos de directivas se basaron en unos principios que han venido inspirando el trabajo de la armonización de la regulación financiera en la Unión Europea. Estos principios son:

- *Primero*, el reconocimiento mutuo por parte de las autoridades nacionales de cualquier entidad que haya sido autorizada en otro Estado miembro.

(4) Otras directivas relevantes armonizan la preparación de las cuentas anuales consolidadas (1986), la apertura de sucursales (1989), la exposición a los grandes riesgos (1992) y los esquemas de seguro de depósito (1994).

(5) Segunda Directiva 89/646/CEE del Consejo, de 15 de diciembre de 1989, para la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad de las entidades de crédito y su ejercicio, y por la que se modifica la Directiva 77/780/CEE. Aquella Directiva se modificó posteriormente en 1992 y 1995.

(6) Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables.

(7) Directiva 89/647/CEE del Consejo, de 18 de diciembre de 1989, sobre el coeficiente de solvencia de las entidades de crédito, modificada por las siguientes directivas: Directiva 92/30/CEE del Consejo, de 6 de abril, relativa a la supervisión de las entidades de crédito de forma consolidada. Directiva 95/15/CE de la Comisión, de 31 mayo de 1995, por la que se adapta la Directiva 89/647/CEE del Consejo, sobre coeficiente de solvencia de las entidades de crédito, en lo que respecta a la definición técnica de «zona A» y a la ponderación de los activos que constituyan créditos con garantía explícita de las Comunidades Europeas. Directiva 95/67/CE de la Comisión, de 15 diciembre, por la que se adapta la Directiva 93/22/CEE, sobre coeficiente de solvencia de las entidades de crédito, en lo relativo a la definición técnica de «Bancos Multilaterales de Desarrollo». Directiva 96/10/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de marzo, por la que se modifica la Directiva 89/647/CEE en lo que se refiere al reconocimiento por las autoridades competentes de la compensación contractual. Directiva 98/32/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de junio, por la que se modifica, en lo relativo en particular a las hipotecas, la Directiva 89/647/CEE. Directiva 93/6/CEE del Consejo, de 15 de marzo de 1993, sobre adecuación del capital de las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito.

- *Segundo*, la responsabilidad del supervisor del país de origen de la entidad, con independencia de dónde realice esta la actividad. Este principio se refuerza mediante la cooperación entre las autoridades de supervisión nacionales.

- *Tercero*, la armonización de la legislación y práctica sobre acceso a la actividad financiera y fondos propios obligatorios para hacer frente a riesgos de crédito y mercado.

Durante este período, la política de la Comisión Europea con relación a los servicios financieros podría definirse como de mínima interferencia con los legisladores y reguladores nacionales, sujeta a la restricción de armonización de los estándares considerados fundamentales en el ámbito de la contabilidad, la supervisión y la protección del consumidor e inversor. En este sentido, para algunos autores, las directivas representan un compromiso entre re-regulación, pasividad y activa liberalización [véase Danthine *et al.* (2000)].

Finalmente, ya en la década de los noventa, el proceso de integración financiera recibió un nuevo impulso, al abrigo del establecimiento de la Unión Económica y Monetaria. Así, en junio de 1998, el Consejo Europeo reunido en Cardiff pidió a la Comisión Europea que elaborara un plan de acción para alcanzar un verdadero mercado único de servicios financieros. En respuesta a esa petición, la Comisión Europea identificó cincuenta medidas legislativas y de otro orden y, en mayo de 1999, las incluyó en el denominado Plan de Acción de Servicios Financieros, cuyo objetivo era alcanzar en 2005 la integración plena de los mercados financieros europeos, tanto bancarios como de valores.

2.2 Características del actual marco regulatorio e institucional

El Tratado de la Unión Europea (8) establece que «los objetivos de la Unión (entre los que se encuentra la creación de una unión económica y monetaria) se alcanzarán [...] en el respeto del principio de subsidiariedad» (artículo 2). Así, el Parlamento Europeo, el Consejo y la Comisión «ejercerán sus competencias en las condiciones y para los fines previstos en las disposiciones de los Tratados constitutivos de las Comunidades Europeas» (artículo 5). De esta forma, la competencia normativa comunitaria se limita a aquellos objetivos de acción que «no puedan ser alcanzados de forma suficiente» por los Estados miembros y que, por razones del «alcance de la acción propuesta, se consigan de forma más eficiente a nivel comunitario» (artículo 5 del Tratado Constitutivo de las Comunidades Europeas) (9).

(8) Versión Consolidada del Tratado de la UE. Diario Oficial de las Comunidades Europeas, 2002/C 325/01.

(9) Los autores agradecen a Rosa Lastra su llamada de atención sobre la importancia del concepto de subsidiariedad en este ámbito.

En el ámbito del procedimiento legislativo comunitario de codecisión, la Comisión Europea es el órgano encargado de realizar las propuestas originales, mientras que son el Consejo y el Parlamento Europeo los que adoptan las normas (véase artículo 251 del Tratado Constitutivo de las Comunidades Europeas). El procedimiento legislativo de codecisión, siendo el más democrático de los numerosos procedimientos legislativos comunitarios actualmente existentes, es, en general, largo y poco flexible, rasgos que son especialmente negativos en el ámbito de la legislación financiera, pues los cambios en los mercados exigen respuestas mucho más ágiles de la regulación. En este sentido, interesa destacar que, a la vista de las conclusiones del grupo de trabajo sobre simplificación en el seno de la Convención Europea, el procedimiento legislativo de codecisión se configura como el procedimiento general que se utilizará en la UE.

Para realizar sus propuestas de directivas (10), la Comisión Europea cuenta con el apoyo del Comité Asesor Bancario, creado al amparo de la Primera Directiva Bancaria de 1977 (11), en el que se encuentran representados los Ministerios de Finanzas y las autoridades de supervisión nacionales, así como la propia Comisión Europea [véase European Commission (2000) (12)]. Bajo la presidencia de un representante de un Estado miembro, este Comité hace un seguimiento de la transposición de las directivas bancarias para, en ocasiones, sugerir a la Comisión la ampliación de los períodos de transición para ciertos países o, incluso, para determinadas líneas de negocio, así como la conveniencia de mantener derogaciones para algunos Estados miembros, entidades de crédito o líneas de actividad, o bien la necesidad de mantener excepciones en las directivas. Además, este Comité (13) también cuenta con facultades *comitológicas* y, así, bajo la presidencia de un representante de la Comisión Europea, tiene la facultad de proponer a esta enmiendas o adaptaciones técnicas a las directivas bancarias. La *comitología* consiste en la delegación de poderes de ejecución normativa desde el Consejo a la Comisión Europea —con el beneplácito del Parlamento Europeo— (artículo 202 del Tratado Constitutivo de las Comunidades Europeas). Esta delegación —cuyos términos han de estar estrictamente definidos— comenzó a utilizarse en 1987 (Decisión del Consejo 87/373/EEC, de 13 de julio) y, normalmente, se materializa mediante el establecimiento de un Comité de reguladores, que habitualmente es presidido por un representante de la Comisión Europea. La última decisión sobre comitología se adoptó por el Consejo en 1999 (Decisión 1999/468/EC, de 28 de junio). En el caso

(10) Sobre requisitos de autorización de la actividad bancaria, supervisión de entidades, cooperación entre supervisores, actividad bancaria transfronteriza y sistemas de seguro de depósito.

(11) Modificada por la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, que se refiere a este Comité en sus artículos 57 y 60.

(12) Este documento hace una descripción pormenorizada de la composición y funciones de este y otros comités en el ámbito de la UE.

(13) Desde el punto de vista legal y técnico, se trata de otro Comité creado al amparo de la Primera Directiva Bancaria (modificada por la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000), si bien su composición coincide con la del Comité Asesor Bancario, aunque, en esta función, está presidido por un representante de la Comisión. En su función de asesoramiento de la Comisión para la preparación y aplicación de legislación bancaria en la UE, el Comité Asesor Bancario está presidido por un representante de un Estado miembro.

del Comité Asesor Bancario, esta facultad permite a la Comisión Europea reaccionar más rápidamente a los acontecimientos en el mercado bancario.

Finalmente, el Comité Asesor Bancario da apoyo a la Comisión en el proceso de negociación de acuerdos de intercambio de información y cooperación entre supervisores de la Unión Europea y de terceros países. Las funciones *comitológicas* y de asesoramiento de la Comisión atribuidas a este Comité serán asumidas por el comité bancario (nivel 2), según la nueva arquitectura de la regulación y estabilidad financiera aprobada por el ECOFIN en diciembre de 2002 (véanse los epígrafes 4 y 5 de este artículo).

El actual marco regulatorio en el ámbito de la Unión Europea que acabamos de describir es compatible con muy diversas estructuras institucionales de supervisión bancaria a escala nacional. En los últimos años se viene observando cómo en algunos países está produciéndose un cambio en el modelo de organización institucional de la supervisión de los intermediarios financieros, pasando desde un *modelo institucional o sectorial* basado en el tipo de actividad (banca, seguros y valores), como el que existe en España, Francia, Grecia, Italia y Portugal, hacia dos tipos de modelos: un *modelo basado en objetivos*, en el que la supervisión se articula en torno a las finalidades de la supervisión de los intermediarios financieros (estabilidad macroprudencial, supervisión microprudencial y protección del inversor) con independencia del tipo de actividad del intermediario, que es el que existe en Holanda; o un *modelo de supervisor único*, en el que la supervisión de los tres tipos de intermediarios financieros está encomendada a una autoridad única responsable del cumplimiento de los tres objetivos mencionados anteriormente, que es el caso del Reino Unido, Dinamarca, Suecia, Alemania y Austria.

Los distintos modelos de organización institucional de la supervisión de los intermediarios financieros presentan ventajas e inconvenientes, que se resumen en el cuadro 1, y que son ampliamente discutidos, tanto en el ámbito académico como en el de los responsables de la política financiera [véanse Taylor (1995), Abrams *et al.* (2000), BCE (2000), Di Giorgo *et al.* (2000) y Lannoo (2002)].

3. EL PAPEL DEL BANCO CENTRAL EUROPEO Y DEL SISTEMA EUROPEO DE BANCOS CENTRALES EN LA ARQUITECTURA DE LA SUPERVISIÓN, REGULACIÓN Y ESTABILIDAD FINANCIERA EN EUROPA

En el caso de los países del área del euro, los modelos de organización institucional de la supervisión que acabamos de describir son compatibles con distintos grados de participación de los bancos centrales en esas tareas. Así, por ejemplo, en aquellos países en los que existe un modelo sectorial —como en España—, el banco central es el único responsable de la supervisión bancaria. La excepción es Francia, ya que,

CUADRO 1

VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LOS DISTINTOS MODELOS DE ORGANIZACIÓN INSTITUCIONAL DE LA SUPERVISIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Modelo	Ventajas	Inconvenientes
Institucional/sectorial (1)	• Adecuado cuando los intermediarios financieros operan en un solo sector (banca, seguros y valores)	• Inadecuado cuando mercados e instrumentos financieros están muy integrados (es decir, cuando los intermediarios financieros operan en más de un sector y los productos financieros tienen características mixtas —seguro y fondo de inversión, depósito y fondo de inversión—). • Puede dar lugar a arbitraje regulador (riesgos semejantes reciben distinto tratamiento regulatorio, según el tipo de intermediario) • Puede dar lugar a conflicto en los objetivos (estabilidad *vs* transparencia)
Por objetivos/finalidades (2)	• Adecuado cuando mercados e instrumentos financieros están muy integrados • Evita arbitraje regulador (riesgos semejantes que reciban distinto tratamiento regulatorio según el tipo de intermediario)	• Multiplicidad en los controles sobre un mismo intermediario • Exige clara definición de áreas de responsabilidad funcional para que no haya déficit de control
Regulador único (3)	• Adecuado cuando mercados e instrumentos financieros están muy integrados • Favorece las economías de escala en la supervisión • Evita arbitraje regulador	• Puede dar lugar a conflicto en los objetivos (estabilidad *vs* transparencia) • Si la coordinación no es buena, los procesos de decisión pueden ser lentos

Fuente: Di Giorgo *et al.* (2000).

(1) Según el tipo de entidad o sector.

(2) Los objetivos de la supervisión de los mercados financieros son la estabilidad macro-prudencial, la supervisión prudencial y la protección del inversor o consumidor.

(3) La supervisión de los tres tipos de intermediarios financieros está encomendada a una autoridad única.

aunque existe un modelo sectorial, la responsabilidad de la supervisión bancaria es de una institución pública autónoma, con vínculos muy estrechos con el banco central. En aquellos casos en los que los bancos centrales no tienen responsabilidad directa en esta materia, existen mecanismos de cooperación intensa con la autoridad responsable, tales como la co-presidencia (Austria), la participación en el consejo de administración de la institución supervisora (Alemania) o el establecimiento de comités conjuntos (Francia). A su vez, en los casos en los que los bancos centrales tienen competencias en la supervisión de otros intermediarios financieros distintos de los bancos (como en Irlanda y Holanda), dicha competencia se limita al ámbito de la solvencia [véanse De Nederlandsche Bank (2001) y Lanoo (2002)].

La puesta en marcha de la Unión Monetaria Europea dio lugar a una doble separación geográfica y funcional de las actividades de supervisión y política monetaria para los países europeos que la integran. Más aún, el debate sobre el papel de los bancos centrales en la supervisión prudencial ha cobrado especial vigor tras la reforma institucional de esta actividad en algunos países de la Unión Europea [véanse Peek *et al.* (1999) y Goodhart (2000)] (14). En este debate, el Banco Central Europeo se ha mostrado a favor de un marco institucional en el cual el ejercicio de la política monetaria en el área del euro esté acompañado de amplias responsabilidades por parte de los bancos centrales nacionales en las tareas de supervisión bancaria y de una cooperación reforzada sobre estas cuestiones en el ámbito de dicha área [véanse BCE (2000) y Duisenberg (2000)].

De hecho, el artículo 105.5 del Tratado Constitutivo de las Comunidades Europeas establece que «*el SEBC contribuirá a la buena gestión de las políticas que lleven a cabo las autoridades competentes con respecto a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y a la estabilidad del sistema financiero*». Sin embargo, entre las funciones básicas del Sistema Europeo de Bancos Centrales, el Tratado Constitutivo de las Comunidades Europeas se refiere a la tarea de promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago [artículo 105(2)], pero no menciona explícitamente la función de velar por la estabilidad financiera. La inexistencia de una autoridad fiscal única en la Unión Europea podría justificar esta falta de atribuciones formales en materia de estabilidad financiera [véase European Economic Advisory Group (2003)]. Sin embargo, el Tratado deja abierta la posibilidad de que el Banco Central Europeo pueda tener responsabilidades en materia de «*supervisión prudencial de las entidades de crédito y otras entidades financieras, con excepción de las empresas de seguros*». Para que esa asignación de responsabilidades se produzca, es necesario que lo decida el Consejo por unanimidad artículo 105.6, aunque en las discusiones de la Convención Europea se ha propuesto que el procedimiento de codecisión sea aplicable a esa asignación, lo que supondría que bastaría con la mayoría cualificada del Consejo para su

(14) Los autores hacen un detallado análisis de los argumentos a favor y en contra de la separación de las actividades de política monetaria y supervisión bancaria.

aprobación. En cualquier caso, en el supuesto de que el Banco Central Europeo asumiera esas responsabilidades, habría de tenerse en cuenta el principio de subsidiariedad consagrado en el artículo 5 del Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea [véase Lastra (2000)].

Desde la perspectiva del Banco Central Europeo, la atribución de amplias responsabilidades supervisoras (en el ámbito tanto de la supervisión macro como micro-prudencial) a los bancos centrales del área del euro, incluso más allá del ámbito estrictamente bancario, es considerada deseable desde dos puntos de vista. Primero, permite explotar las ventajas de la red de contactos de los supervisores para un mejor seguimiento de los potenciales riesgos sistémicos y, segundo, hace posible una coordinación implícita más estrecha con la función de política monetaria.

Esta coordinación explícita entre supervisores e implícita entre estos y los responsables de la política monetaria tiene lugar en el seno del Comité de Supervisión Bancaria del Banco Central Europeo. Este Comité, que se creó en 1999, tiene un doble mandato: por un lado, y de acuerdo con el artículo 105(5) del Tratado Constitutivo de las Comunidades Europeas, es un foro de cooperación entre supervisores y banqueros centrales de la Unión Europea, donde se analiza la evolución del sistema bancario europeo. Además, es un grupo de consulta y de intercambio de información entre sus miembros. Esta atribución adquiere especial relevancia si se tiene en cuenta que las directivas solo imponen una obligación limitada de compartir información entre los supervisores de los países miembros y de estos con los bancos centrales (15). El Comité de Supervisión Bancaria, en virtud de estas atribuciones, ha promovido recientemente un Memorando de Entendimiento en materia de intercambio de información entre los bancos centrales (incluido el Banco Central Europeo) y las autoridades supervisoras de la Unión Europea en situaciones de crisis de instituciones de crédito y grupos bancarios, así como en el caso de perturbaciones en los mercados monetario y financiero y en sus infraestructuras, con potenciales implicaciones para la estabilidad de las entidades de crédito en la Unión Europea (16).

Por otro lado, el Comité de Supervisión Bancaria asiste al Banco Central Europeo en la elaboración de sus dictámenes sobre legislación nacional y comunitaria en materia de supervisión bancaria y estabilidad financiera, emitidas en virtud del artículo 105(4) del Tratado Constitutivo de las Comunidades Europeas y del artículo 25.1 del Estatuto del Banco Central Europeo.

---

(15) La Directiva 2000/12/CE, de 20 de marzo, establece que «las informaciones confidenciales que (las autoridades) reciban a título profesional no podrán ser divulgadas a ninguna persona o autoridad, salvo en forma sumaria o agregada, de manera que las entidades individuales no puedan ser identificadas»

(16) El Memorando no es un documento público, aunque existe una nota de prensa del BCE, de 10 de marzo de 2003, en la que se explica su contenido.

4. LA REFORMA DE LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES PROPUESTA POR EL COMITÉ LAMFALUSSY Y SU EXTENSIÓN A LOS SECTORES DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y SEGUROS

Aunque la integración financiera en Europa forma parte de los objetivos de las autoridades desde hace ya muchos años, es indudable que la introducción del euro en 1999 hizo más acuciante la necesidad de acelerar ese proceso, por cuanto se percibía que solo una plena integración de los mercados financieros podría permitir aprovechar todos los potenciales beneficios derivados de contar con una moneda única. Por ello, como se comentó anteriormente, mediante el establecimiento del Plan de Acción sobre Servicios Financieros, las autoridades europeas se comprometieron a que esa integración fuera completa en 2003 para los mercados de valores y en 2005 para el conjunto de los mercados de servicios financieros.

Ese plazo representaba un objetivo muy ambicioso, por lo que se pensó que sería conveniente reflexionar acerca de la mejor forma de llevarlo a cabo. Así, en el ECOFIN de julio de 2000 se encargó a un Comité de Expertos *(Wise Men),* bajo la presidencia de Alexandre Lamfalussy —y, entre cuyos miembros, se encontraba el anterior Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo—, el análisis de las medidas necesarias para lograr la integración de los mercados de valores europeos.

Aunque el informe final, presentado en febrero de 2001, contiene reflexiones muy relevantes sobre los cambios necesarios en la regulación europea de los mercados de valores, lo más significativo, por sus implicaciones posteriores para su transposición al ámbito bancario, fueron las ideas que introdujo acerca de cómo acelerar y agilizar el proceso legislativo europeo.

Como se comentó en el epígrafe 2, ese proceso de elaboración de normativa comunitaria responde al delicado equilibrio de la actual configuración institucional europea, de forma que la Comisión Europea es, normalmente, el órgano que realiza las propuestas legislativas, mientras que son —en el procedimiento de codecisión— el Consejo y el Parlamento Europeo los que deben adoptar la última determinación sobre la aprobación de las normas. El *Comité Lamfalussy* se mostró muy crítico con el funcionamiento práctico de esta estructura para la elaboración de legislación comunitaria. El proceso era lento —se señalaba que se necesitaba una media de dos años para que una propuesta de directiva de la Comisión Europea fuera definitivamente aprobada—; rígido, ya que cambios pequeños en las regulaciones obligaban a reabrir todo el proceso; y con tendencia a producir normativa, en ocasiones, ambigua y, en otras, excesivamente detallada. Además, no había establecido un procedimiento regular de consulta con las instituciones y los mercados, y la transposición de las directivas a la legislación nacional daba lugar a una aplicación desigual de los principios acordados. Todos estos rasgos hacían que el objetivo marcado en el Plan de Acción se juzgara muy difícil de alcanzar,

tanto respecto al plazo establecido como al grado de armonización que podría asegurarse en la regulación de los mercados de valores, si no se modificaba la estructura del procedimiento legislativo.

El Comité propuso salvar esos obstáculos estableciendo un proceso a varios niveles que agilizara la elaboración de normas y garantizara su aplicación uniforme. Quizá la idea fundamental de la propuesta es la separación entre los que deberían ser los principios fundamentales de la regulación (legislación primaria) y los detalles más específicos o técnicos (legislación secundaria). El procedimiento legislativo de aprobación conjunta por el Consejo y el Parlamento Europeo (lo que se denominaría nivel 1) se mantendría para esos principios generales —contenidos en directivas—, pero, en cambio, se establecería un procedimiento más ágil para el desarrollo de esos principios mediante reglamentos. Este procedimiento se basa en la delegación de poderes —*comitología*— para que un Comité (de nivel 2 o de reguladores), que preside la Comisión Europea y en el que están representados los reguladores de los Estados miembros, discuta y apruebe el desarrollo reglamentario. Además, se proponía la creación de un segundo Comité (de nivel 3 o de supervisores), que se encargaría de asesorar a la Comisión y al nivel 2 en la elaboración de la nueva regulación y de vigilar que la transposición de las nuevas normas a los sistemas legislativos nacionales fuera homogénea. Finalmente, se sugería que la Comisión Europea tuviera poderes reforzados para controlar que, efectivamente, las normas estaban siendo transpuestas de forma similar en todos los países (nivel 4). Estas propuestas —en lo que respecta a la regulación de los mercados de valores— fueron aprobadas en el Consejo Europeo de Estocolmo de marzo de 2001.

Sin embargo, la propuesta de agilizar el procedimiento de elaboración de normativa comunitaria con un mayor recurso a la delegación de poderes en la Comisión (y en el Comité de nivel 2) suscitó reticencias en el Parlamento Europeo, pues interpretaba que representaba una pérdida de su potestad legislativa. En los procedimientos de comitología no se reconocía que el órgano delegante pudiera detraer en cualquier momento los poderes conferidos si consideraba que se había excedido del ámbito de delegación o esta se había utilizado mal, es decir, no se reconocía una cláusula de *call-back*, sino solo que el Parlamento Europeo podía dar su opinión si pensaba que la Comisión estaba extralimitándose en el uso de las facultades delegadas. Además, era un esquema que, en la práctica, podía resultar difícil de aplicar, ya que no siempre es obvio cómo los principios fundamentales de la norma pueden diferenciarse del desarrollo reglamentario.

Para vencer la resistencia del Parlamento, se acordó el establecimiento de una cláusula, denominada *sunset clause,* que establecía un límite temporal a la delegación que se hace a la Comisión (y al Comité de nivel 2), de forma que esta se prolongara, como máximo, por un período de cuatro años, a contar desde el momento en que se aprobara cada directiva. Este período podría ampliarse si la Comisión hiciera una propuesta y la aprobaran el Parlamento Europeo y el Consejo.

Sobre la base de esta cláusula, en febrero de 2002 el Parlamento Europeo dio finalmente su aprobación a la reconfiguración del proceso legislativo en lo relacionado con la reforma de los mercados de valores europeos, por lo que ya el año pasado los Comités de nivel 2 y 3 (denominados *Comité Europeo de Valores* y *Comité de Reguladores Europeos de Valores*, respectivamente) comenzaron a funcionar. Las recientes propuestas de directivas sobre abuso del mercado (17) y sobre folletos (18) de emisión, junto con la propuesta de revisión de la Directiva de Servicios de Inversión que se publicó en noviembre del año pasado, han sido puestas en marcha bajo este nuevo marco institucional.

En el caso de la regulación bancaria comunitaria, como se comentó en el epígrafe 2, se encuentran problemas similares a los que se detectaban en el ámbito de los mercados de valores para la ágil puesta en marcha de legislación en el ámbito europeo, junto con una problemática específica relacionada con la importancia de las consideraciones de estabilidad financiera de este sector. Todo ello aconsejó que, por un lado, se propusiera transponer el esquema de cuatro niveles del Informe Lamfalussy al ámbito de la banca y, por otro lado, que se tuvieran muy en cuenta dichas consideraciones en la aplicación práctica de ese esquema.

Así, a lo largo de 2002 se discutieron diversas propuestas en el seno del Comité Económico y Financiero y del ECOFIN para el diseño de la estructura y composición de los nuevos comités bancarios, siguiendo el esquema de cuatro niveles establecido para los mercados de valores. Finalmente, el ECOFIN de diciembre de 2002 propuso la configuración de dos nuevos comités —el de reguladores de nivel 2 y el de supervisores de nivel 3—, invitando a la Comisión Europea a que los pusiera en marcha lo más rápido posible. El diagrama 1 trata de resumir la nueva estructura propuesta.

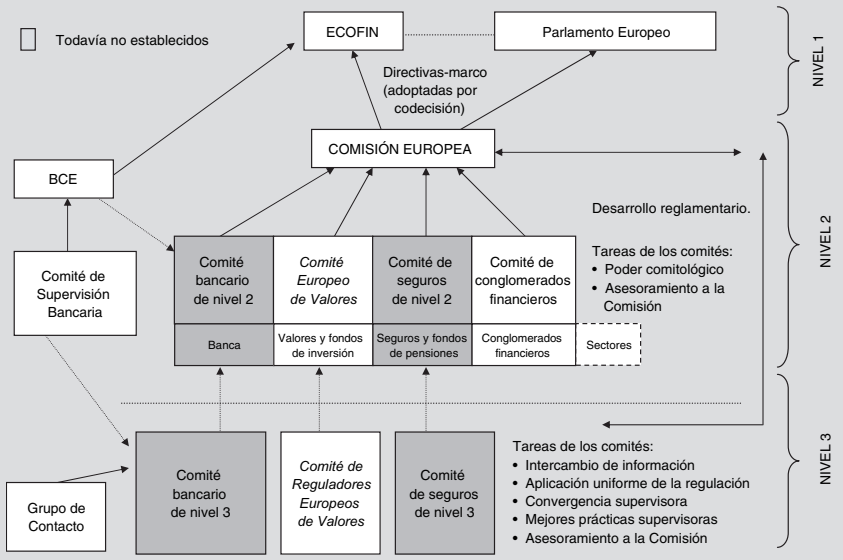
La relevancia de las cuestiones relativas a la estabilidad financiera se manifiesta, entre otros aspectos, en que se decidió que, con independencia de que el banco central nacional sea o no el responsable de la supervisión bancaria en su país, todos los bancos centrales nacionales participaran en el comité de supervisores (nivel 3). De esta forma, se reconoce que los bancos centrales, incluso sin funciones supervisoras, desempeñan un papel esencial en lo relacionado con la estabilidad del sistema bancario y, especialmente, con la gestión de crisis, puesto que a ellos corresponde la función de prestamista de última instancia y son los responsables de garantizar un correcto funcionamiento del sistema de pagos, con el fin de evitar la propagación del riesgo sistémico.

(17) Posición común (EC) No. 50/2002, de 19 de julio de 2002, adoptada por el Consejo, de acuerdo con el procedimiento referido en el art. 251 del Tratado Constitutivo de las Comunidades Europeas, con el fin de adoptar una directiva del Parlamento Europeo y del Consejo sobre información privilegiada y abuso de mercado COM(2001) 281 final.

(18) Directiva 2001/34/EC del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores.

DIAGRAMA 1

NUEVA ARQUITECTURA FINANCIERA EUROPEA: ELABORACIÓN DE NORMAS Y SEGUIMIENTO DE SU APLICACIÓN (Tras la transposición de la estructura de cuatro niveles a valores, banca y seguros)



Además, en esta nueva arquitectura institucional se reconoce la creciente importancia de la regulación intersectorial y se establece el comité de conglomerados financieros de nivel 2, que deberá coordinarse estrechamente con los otros tres comités sectoriales de ese nivel. Este comité se creó por la Directiva 2002/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero.

Asimismo, la creación del comité de nivel 3, con la presencia de supervisores y bancos centrales nacionales, enmarcado dentro de un esquema de elaboración de normativa comunitaria, constituye también un paso significativo para impulsar la convergencia en las prácticas supervisoras y la adopción de las mejores prácticas que se identifiquen, lo cual irá en beneficio de las entidades de crédito transnacionales que deben enfrentarse a diversos supervisores.

Por otra parte, también es posible que los bancos centrales nacionales con responsabilidades de supervisión estén presentes en el comité de reguladores de nivel 2, pues, aunque los miembros de este comité serán representantes de los Ministerios de Economía y Finanzas, se permite que vayan acompañados de un experto técnico, que, en el caso de los países en que el banco central sea el supervisor bancario, podría ser un representante del banco.

Esta nueva estructura institucional es neutral respecto a la organización nacional de las tareas de supervisión bancaria, sin que exista sesgo alguno a favor de que esas funciones las desarrollen bancos centrales o agencias independientes con responsabilidad en todos los ámbitos financieros, incluyendo seguros y valores. Sin embargo, algunos autores ponen en duda esta neutralidad, al señalar la aparente contradicción que supone el hecho de que esta nueva arquitectura financiera en la Unión Europea tenga fundamentalmente carácter sectorial y se desarrolle mediante una multiplicidad de comités, mientras que en los Estados miembros se observa cierta tendencia a la consolidación de las actividades de regulación y supervisión de los distintos intermediarios financieros [véase Lastra (2003)].

La nueva estructura permitiría, además, contactos horizontales entre los reguladores de distintos ámbitos financieros. De hecho, se contempla la posibilidad de que todos los comités de nivel 2 se reúnan conjuntamente con el fin de tratar cuestiones técnicas especialmente difíciles y aspectos que afectan a varios sectores, así como de mejorar la coherencia de la regulación financiera. Asimismo, se establece que los presidentes de los comités de nivel 3 pueden participar como observadores en las reuniones de los comités de nivel 2 respectivos.

Junto con la transposición al sector de la banca —y también de los seguros— de esta estructura de cuatro niveles, el ECOFIN redefinió el papel del antiguo Grupo de Política de Servicios Financieros —que se ha renombrado como *Comité de Servicios Financieros* (19)— como comité de apoyo al ECOFIN en temas financieros. Este Comité, que se ha puesto en funcionamiento en marzo de 2003, supone un reconocimiento de la importancia creciente de las cuestiones de estabilidad financiera en el debate de las autoridades económicas, en el que el Comité Económico y Financiero seguirá siendo el principal encargado de examinar la situación europea con vistas a informar al ECOFIN. El único banco central que está representado en el Comité de Servicios Financieros es el Banco Central Europeo, si bien en calidad de observador.

Además, el Comité de Servicios Financieros es también responsable del seguimiento de la evolución del Plan de Acción de Servicios Financieros y de las recomendaciones del «Informe Brouwer» sobre estabilidad financiera (20) [véase Comité Económico y Financiero (2000)]. Asimismo, este Comité tiene la responsabilidad de constituirse en un foro para reflexionar sobre cuestiones que afecten a varios sectores de forma simultánea, con independencia del proceso legislativo.

Para que el nuevo comité bancario de nivel 2 tenga poderes comitológicos es necesario llegar a un acuerdo con el Parlamento Europeo, pues

(19) Council Decision concerning the establishment of the Financial Services Committee 6264/1/03, 18 de febrero de 2003.

(20) El Comité Económico y Financiero (CEF) creó en 1999 un grupo de trabajo *ad hoc*, presidido por el holandés Henk Brouwer, cuyo objetivo era estudiar «si las estructuras regulatorias y supervisoras en la UE podían salvaguardar la estabilidad financiera». Este grupo de trabajo preparó el Informe sobre estabilidad financiera (Informe Brouwer) en 2000. A este Informe siguió un segundo (CEF, 2001) sobre gestión de crisis en la UE.

la aprobación de esta institución se limitó a lo relativo a los mercados de valores. Ahora, el Parlamento Europeo ha recordado que, para que las conclusiones del Informe Lamfalussy puedan transponerse al ámbito de la banca y los seguros, se debería reconocer la *sunset clause* referida a la delegación a la Comisión y al Comité de nivel 2 antes mencionada.

Además, el Parlamento Europeo plantea que, para dar su aprobación a esa extensión del esquema de cuatro niveles, los Jefes de Estado deben comprometerse a modificar —en el ámbito de la próxima Conferencia Intergubernamental, que se celebrará en 2004— el artículo 202 del Tratado Constitutivo de las Comunidades Europeas. En este artículo se establecen las posibilidades de delegación de poderes de ejecución normativa del Consejo a la Comisión Europea, y el Parlamento quiere que se reconozca explícitamente que —desde el momento en que comparte la potestad legislativa con el Consejo— tiene derecho a revocar la legislación secundaria que se ha propuesto por los procedimientos de *comitología* (es decir, que se le reconozca una cláusula de *call-back).*

El Parlamento exige el establecimiento de ese mecanismo como el único medio de asegurar un cierto control democrático del desarrollo normativo que puede realizarse en el nivel 2. Hasta que se alcance el acuerdo con el Parlamento, el ECOFIN ha invitado a la Comisión Europea a que ponga en marcha el comité bancario de nivel 2 solo en su capacidad de órgano asesor, y el comité de nivel 3, en todas sus capacidades.

Finalmente, es preciso subrayar que esta nueva arquitectura financiera no supone una centralización de las funciones regulatorias y supervisoras en la Unión Europea. Los comités de niveles 2 y 3 son solo formas de cooperación supervisora entre países y entre sectores que, a su vez, consagran el principio de segmentación sectorial del proceso regulador en la Unión Europea [véase Lastra (2003)].

5. CONCLUSIONES: LOS DESAFÍOS PARA LOS SUPERVISORES Y REGULADORES BANCARIOS EUROPEOS EN ESTE NUEVO CONTEXTO

Como se ha descrito en las páginas anteriores, en los últimos años ha habido cambios muy relevantes en las estructuras de regulación y supervisión bancarias europeas, introducidos con el fin de alcanzar el ambicioso objetivo de una plena integración de los servicios financieros en la Unión Europea. Sin embargo, aunque las iniciativas planteadas son muy relevantes, está por probar si los mecanismos planteados son suficientes para hacer frente a los problemas de lentitud y falta de flexibilidad del procedimiento legislativo existente en la Unión Europea, así como a los desafíos que puedan plantearse en el futuro, tales como la ampliación de la Unión a los países del centro y este de Europa, prevista para mayo de 2004.

Los retos a corto plazo a los que se enfrenta la regulación financiera tienen que ver, en primer lugar, con la necesidad de definir un procedimiento eficiente y ágil para la elaboración de legislación secundaria y, en segundo lugar, con la adaptación de los comités de reguladores y supervisores ya existentes al nuevo marco de cuatro niveles acordado.

Sobre el primer punto, ya se ha comentado anteriormente que, para que —en el ámbito bancario— el comité de reguladores pueda comenzar a funcionar como tal, es necesario lograr el acuerdo del Parlamento Europeo, como sucedió en el ámbito del mercado de valores en 2002. Con independencia de que ese acuerdo se logre, es necesario considerar un procedimiento de elaboración de legislación europea más eficiente. El propio ECOFIN de 3 de diciembre de 2002 planteó la propuesta de que este asunto se discuta en la Convención Europea y en la Conferencia Intergubernamental que se celebrará el próximo año. En este sentido, habría que reflexionar acerca de las posibilidades de conceder más potestades legislativas a la Comisión Europea, sin necesidad de recurrir a los procedimientos más complicados de la *comitología*, lo que, probablemente, exigiría redefinir el papel del Parlamento Europeo y el Consejo en otros ámbitos del proceso legislativo.

El otro desafío inmediato es adaptar los comités de reguladores y supervisores bancarios existentes al marco propuesto en el Informe Lamfalussy. El ECOFIN de diciembre de 2002 invitó a la Comisión Europea a que hiciera propuestas para transformar el actual Comité Asesor Bancario en el comité bancario de nivel 2 y para transferir sus funciones más relacionadas con la coordinación de la actividad supervisora al comité que se establezca en el nivel 3. Esta adaptación se hace especialmente apremiante si se tiene en cuenta que una de las tareas más urgentes del nuevo comité bancario (nivel 2) en su función comitológica y del comité de nivel 3 en su función de convergencia de prácticas supervisoras es la directiva sobre adecuación del capital (Basilea II), que se espera sea adoptada en septiembre de 2005. El nuevo comité bancario (nivel 2) asumirá las responsabilidades del Comité Asesor Bancario, tanto en su función comitológica —de producción de normas— como de asesoramiento a la Comisión. Ahora bien, el establecimiento de dicho comité bancario exige la modificación de la Directiva 2000/12/CE (artículos 57 y 60), para lo cual es necesario el acuerdo del Parlamento Europeo y del Consejo. Las funciones de asesoramiento del Comité Asesor Bancario se desdoblarán en dos: las funciones de política bancaria serán asumidas por el nivel 2, y las de asesoramiento de carácter técnico, por el nivel 3, cuya puesta en marcha solo exige el acuerdo de la Comisión.

Los desafíos a medio plazo de los reguladores y supervisores europeos son, particularmente, dos: el establecimiento de un marco formal de gestión de crisis y la integración del mercado financiero en Europa, en especial del mercado bancario al por menor. En cuanto al primero, en el marco institucional existente, la responsabilidad de la gestión de las crisis sigue siendo, fundamentalmente, de las autoridades nacionales: el banco central nacional actuaría de prestamista en última instancia en el caso

de una crisis de liquidez de una entidad (21); en caso de insolvencia, el fondo de garantía de depósitos o los presupuestos públicos nacionales, o ambos, asumirían la cobertura de los depositantes. Existiría la posibilidad de que estos últimos cubrieran, además, parte del coste del rescate.

Obviamente, lo más relevante es determinar en qué medida este esquema de funcionamiento es el adecuado si se producen perturbaciones sistémicas que afecten a más de un país. Los mecanismos de cooperación entre las autoridades que se han utilizado hasta ahora en estas ocasiones han funcionado, en la práctica, correctamente. Además, el Comité de Supervisión Bancaria acaba de hacer público un Memorando de Entendimiento —al que ya nos hemos referido en el epígrafe 3—, cuyo objeto es reforzar esos mecanismos, identificando las autoridades responsables en situaciones de crisis y mejorando los flujos de información entre bancos centrales y supervisores en esos episodios, sin que el Memorando prejuzgue cómo deben coordinarse los procesos de toma de decisiones ante una crisis. El Banco Central Europeo se vería involucrado en este proceso, en la medida en que la crisis de liquidez o solvencia amenazara el sistema de grandes pagos en el área del euro, y también estaría puntualmente informado por parte de los bancos centrales nacionales del efecto sobre la liquidez de las operaciones que se realizaran en el ámbito nacional.

Este procedimiento para la gestión de crisis bancarias ha sido considerado suficientemente «coherente y flexible para salvaguardar la estabilidad financiera en Europa» por parte de los gobiernos europeos [véase Comité Económico y Financiero (2000)]. El hecho de que las fusiones y adquisiciones bancarias en Europa se hayan realizado casi exclusivamente a nivel nacional es, lógicamente, un factor que da confianza en el funcionamiento del actual diseño. Así, al analizar la presencia de los grupos bancarios más internacionales de cada miembro de la Unión Europea en terceros países, se observa que apenas existen grupos que puedan considerarse genuinamente multinacionales, en el sentido de que las actividades fuera de su país de origen sean comparables con las desarrolladas dentro del país.

Sin embargo, algunos autores critican el procedimiento para la gestión de crisis bancarias existente y defienden una interpretación flexible del Tratado Constitutivo de las Comunidades Europeas [artículo 105(2 y 5)] sobre el papel del Sistema Europeo de Bancos Centrales en los casos en que se produzcan crisis bancarias de carácter transnacional [véanse Folkerts-Landau *et al.* (1994), Pratti *et al.* (1999), Di Giorgo *et al.* (2000), European Advisory Economic Group (2003) y Lastra (2003)]. En su opinión, debería establecerse un mecanismo formal para la resolución de esas crisis que garantizara una respuesta rápida ante estas situaciones, lo que exigiría que las responsabilidades de todas las instituciones involucradas estu-

(21) En este sentido, es preciso distinguir entre la crisis de una filial, en cuyo caso la responsabilidad recae sobre el banco central del país de acogida, y la crisis de una sucursal bancaria, en cuyo caso las responsabilidades estarían compartidas entre el banco central del país de acogida y del país de origen.

vieran claramente definidas. En este contexto, el Banco Central Europeo actuaría como prestamista de última instancia, papel que los autores ven compatible con el mantenimiento de un determinado grado de «ambigüedad constructiva» en relación con las circunstancias de dicha intervención. Al mismo tiempo, cuando la crisis fuera de solvencia, se establecería un procedimiento de cooperación formal entre el Banco Central Europeo, los bancos centrales y los supervisores nacionales, así como los Ministerios de Finanzas, para decidir, en su caso, quién o quiénes financiarían el seguro de depósitos o, en su caso, el rescate. En cualquier caso, esta propuesta tampoco está exenta de dificultades, derivadas, por ejemplo, de la inexistencia de foros donde estén representadas todas las partes implicadas o de la presencia de múltiples autoridades fiscales en Europa.

El segundo desafío a medio plazo de los reguladores y supervisores europeos es la integración del mercado bancario (especialmente, al por menor, como el hipotecario y de crédito al consumo). La segmentación que persiste en el mercado de servicios bancarios minoristas tiene, en parte, sus raíces en barreras regulatorias que dificultan la realización de transacciones entre países. Una de ellas es la legislación sobre protección del consumidor, que se mantiene en el ámbito de competencia de las autoridades nacionales del país de acogida. Además, los distintos requerimientos informativos (formato y contenido de los estados financieros) y prácticas supervisoras imponen elevados costes a las entidades paneuropeas. Ahora bien, dicha segmentación no tiene su origen solo en esas barreras, sino también —y, quizá fundamentalmente— en diferencias culturales, por lo que es posible que la armonización normativa, en sí misma, no conduzca necesariamente a un aumento de la actividad bancaria transfronteriza al por menor, pero sí a un aumento del precio de los productos bancarios, como consecuencia del mayor coste regulatorio derivado de la armonización. Un argumento en favor de esta tesis es la directiva sobre comercio electrónico, que se rige por las normas de defensa del consumidor del país de origen. A pesar de las ventajas que ello supone para el oferente de los productos bancarios, la actividad transfronteriza de banca electrónica en Europa es prácticamente inexistente.

Finalmente, para promover una mayor integración del mercado bancario en Europa parece necesario garantizar un alto nivel de competencia entre las entidades, eliminando los obstáculos existentes a las fusiones transfronterizas.

BIBLIOGRAFÍA

ABRAMS, R. K. y TAYLOR M. (2000). *Issues in the Unification of Financial Sector Supervision,* IMF Working Paper WP/00/213, Washington D. C.

BALTENSPERGER, E. y DERMINE, J. P. (1987). «Banking Deregulation», *Economic Policy,* 4.

BCE (2000). «La UEM y la supervisión bancaria», *Boletín Mensual,* abril.

COMITÉ ECONÓMICO Y FINANCIERO (2000). *Report on Financial Stability* (Informe «Brouwer I»), Economic Papers, n.º 143.

— (2002a). *Report on EU Financial Integration,* Economic Papers, n.º 171.

— (2002b). *Final report on financial regulation, supervision and stability.*

COMMITTEE OF WISE MEN (2001). *Final report on the regulation of European securities markets.*

DANTHINE, J. P., GIAVAZZI, F., VIVES, X. y von THADDEN, E. L. (2000). *The future of European banking,* Monitoring European Integration, 9, CEPR.

DE NEDERLANDSCHE BANK (2001). «Cross-sector institutional structure of financial supervision», mimeo, noviembre.

DI GIORGO, G. DI NOIA, C. y PIATTI, L. (2000). *Financial Market Regulation: The case of Italy and a proposal for the euro area,* The Wharton School, University of Pennsylvania.

DUISENBERG, W. (2000). «The future of banking supervision and the integration of financial markets», Conference organized by the Euro Group on improving integration of financial markets in Europe, 22 de mayo de 2000.

EUROPEAN COMMISSION (2000). «Institutional Arrangements for the Regulation and Supervision of the Financial Sector», Internal Market Directorate General, enero.

EUROPEAN ECONOMIC ADVISORY GROUP (EEAG) at CES IFO (German Institute for Economic Research) (2003). *Financial Architecture (Chapter 4),* Report on the European Economy, febrero, Múnich.

FOLKERTS-LANDAU, D. y GARBER, P. (1994). «The ECB: a Bank or a Monetary Policy Rule», en *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US,* editado por Canzoneri, Grilli y Mason, Cambridge University Press.

GOODHART, CH. A. E. (2000). *The Organizational Structure of Banking Supervision*, FSI Institute, BIS.

GREEN, D. W. (2003). «Philosophical debate or practical wisdom? Competing visions of the EU´s financial services sector», conferencia organizada por *Frankfurter Allgemeine,* Madrid.

GUAL, J. y NEVEN, D. (1993). «Deregulation of the European banking industry (1980-1991)», *European Economy / Social Europe,* 3.

LANNOO, K. (2002). *Supervising the European Financial System,* CEPS Policy Brief No. 23.

LASTRA, R. (2003). «The Governance Structure for Financial Regulation and Supervision in Europe», mimeo, University of London.

— (2001). *The Governance Structure for Financial Regulation in Europe,* Special Paper No. 133, Financial Markets Group, London School of Economics.

— (2000). «The Division of Responsibilities Between the European Central Bank and the National Central Bank within the European System of Central Banks», *Columbia Journal of European Law,* vol. 6, n.º 2.

PADOA-SCHIOPPA, T. (2002). «Central banks and financial stability», Second ECB Central Banking Conference —The transformation of the European financial system—, 24-25 octubre.

PEEK, J., ROSENGREN E. S. y TOOTELL, G. M. B. (1999). *Is Bank supervision Central to Central Banking?*, Federal Reserve Bank of Boston.

PRATTI, A. y SCHINASI, G. (1999). *Financial Stability in European Economic and Monetary Union,* no. 86, IFS, Department of Economics, Princeton University.

TAYLOR M. (1995). *Twin Peaks: A regulatory Structure for the New Century,* Center for the Study of Financial Innovation (CSFI), Londres.

ARTÍCULOS PUBLICADOS EN *ESTABILIDAD FINANCIERA*

Número 1 – septiembre 2001

Labor reciente del Comité de Basilea no relacionada con el capital
Danièle Nouy

Las recomendaciones del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea
Raimundo Poveda Anadón

Introducción al Pilar 1 de Basilea II
Fernando Vargas

El Proceso de Revisión Supervisora en las propuestas del Comité de Basilea
Joaquín Gutiérrez García

Entidades de crédito: transparencia y disciplina de mercado
Anselmo Díaz

El proceso de revisión de capital en la Unión Europea
Cristina Iglesias-Sarria

Basilea II: efectos sobre la práctica supervisora
José María Lamamié de Clairac y Francisco Gil Almansa

El coeficiente de solvencia de las entidades de crédito españolas
Pilar Álvarez Canal

Capital regulatorio y capital económico: el efecto de la calidad crediticia y del ajuste por vencimiento
Gregorio Moral, Carlos Corcóstegui y Raúl García

Modelos factoriales de riesgo de crédito: el modelo de Basilea II y sus implicaciones
Carlos Trucharte Artigas y Antonio Marcelo Antuña

Número 2 – marzo 2002

Basilea 2: Desarrollos desde la publicación del papel consultivo de enero de 2001
Cristina Iglesias-Sarria y Fernando Vargas

Capital regulatorio y capital económico: prociclicidad del Nuevo Acuerdo de Capital y análisis de escenarios de crisis
Luis González Mosquera

Los determinantes del excedente de recursos propios de las entidades españolas
Juan Ayuso, Daniel Pérez y Jesús Saurina

Dinámica temporal de diferentes definiciones de impago
José Ramón Martínez Resano

Un sistema de clasificación *(rating)* de acreditados
Carlos Trucharte Artigas y Antonio Marcelo Antuña

Tratamiento contable de los instrumentos financieros
Anselmo Díaz

Supervisión del riesgo de liquidez
Bernardo Orsikowsky

Riesgos en la compensación y liquidación transfronteriza de valores
M.ª Nieves García-Santos

Número 3 – noviembre 2002

Indicadores adelantados de crisis y su papel en el análisis económico
Santiago Fernández de Lis y Alicia García Herrero

Los derivados de crédito
Jorge Pérez Ramírez

Incorporación de la tecnología de la información a la actividad bancaria en España: la banca por Internet
Javier Delgado y María Jesús Nieto

Las pequeñas y medianas empresas en el sistema crediticio español y su tratamiento según Basilea II
Jesús Saurina Salas y Carlos Trucharte Artigas

Estimación de la severidad de una cartera de préstamos hipotecarios
Gregorio Moral Turiel y Raúl García Baena

Los sistemas de garantía de depósitos como promotores de la estabilidad financiera
Luis Javier García Macarrón

Número 4 – mayo 2003

El marco general de la validación de procedimientos internos en Basilea II: el enfoque IRB
Fernando Vargas

Ciclo económico y capital regulatorio: evidencia en un sistema de clasificación de acreditados
Carlos Corcóstegui, Luis González Mosquera, Antonio Marcelo y Carlos Trucharte

Basilea II y la gestión de las entidades financieras: consideraciones estratégicas
Manuel A. Méndez

La nueva regulación de los conglomerados financieros: cuestiones fundamentales
José Manuel Gómez de Miguel

El gobierno de las empresas desde la perspectiva del análisis económico
María Gutiérrez

Notas sobre la arquitectura de la regulación, supervisión y estabilidad financiera en Europa
María Jesús Nieto y Juan M.ª Peñalosa

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

PUBLICACIONES PERIÓDICAS

INFORME ANUAL (ediciones en español e inglés) (⅄)

CUENTAS FINANCIERAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (edición bilingüe: español e inglés) (anual) (⅄)

BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA (ediciones en español e inglés) (anual) (⅄)

CENTRAL DE ANOTACIONES EN CUENTA (anual) (⅄)

BOLETÍN ECONÓMICO (mensual) (⅄)

ECONOMIC BULLETIN (trimestral) (⅄)

BOLETÍN ESTADÍSTICO (mensual) (⅄)

BOLETÍN DE ANOTACIONES EN CUENTA (diario)

CENTRAL DE BALANCES. RESULTADOS ANUALES DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS (monografía anual) (⅄)

CIRCULARES A ENTIDADES DE CRÉDITO (⅄)

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA. RECOPILACIÓN (cuatrimestral) (⅄)

REGISTROS DE ENTIDADES (anual) (⅄)

ESTABILIDAD FINANCIERA (ediciones en español e inglés) (semestral) (⅄)

MEMORIA DEL SERVICIO DE RECLAMACIONES (anual) (⅄)

MEMORIA DE LA SUPERVISIÓN BANCARIA EN ESPAÑA (ediciones en español e inglés) (anual) (⅄)

ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

63. GABRIEL QUIRÓS (coordinador): Mercado español de deuda pública. Tomos I y II (1998). (⅄)
64. FERNANDO C. BALLABRIGA, LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: Un modelo macroeconométrico BVAR para la economía española: metodología y resultados (1998). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (⅄)
65. ÁNGEL ESTRADA Y ANA BUISÁN: El gasto de las familias en España (1999). (⅄)
66. ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999). (⅄)
67. JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999). (⅄)
68. ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999). (⅄)
69. JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000). (⅄)
70. OLYMPIA BOVER Y MARIO IZQUIERDO: Ajustes de calidad en los precios: métodos hedónicos y consecuencias para la Contabilidad Nacional (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (⅄)
71. MARIO IZQUIERDO Y Mª DE LOS LLANOS MATEA: Una aproximación a los sesgos de medición de las variables macroeconómicas españolas derivados de los cambios en la calidad de los productos (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (⅄)

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.
Las señaladas con (⅄) están disponibles en versión electrónica.

72. MARIO IZQUIERDO, OMAR LICANDRO Y ALBERTO MAYDEU: Mejoras de calidad e índices de precios del automóvil en España (2001). (Publicada una versión inglesa con el mismo número.) (⅄)
73. OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.) (⅄)
74. MARIO IZQUIERDO Y Mª DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.) (⅄)

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

32. SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. I: Recursos y sectores productivos (1995). (⅄)
33. FERNANDO SERRANO MANGAS: Vellón y metales preciosos en la Corte del Rey de España (1618-1668) (1996).
34. ALBERTO SABIO ALCUTÉN: Los mercados informales de crédito y tierra en una comunidad rural aragonesa (1850-1930) (1996). (⅄)
35. Mª GUADALUPE CARRASCO GONZÁLEZ: Los instrumentos del comercio colonial en el Cádiz del siglo XVII (1650-1700) (1996). (⅄)
36. CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997). (⅄)
37. EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998). (⅄)
38. ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999). (⅄)
39. MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000). (⅄)
40. ANA CRESPO SOLANA: El comercio marítimo entre Amsterdam y Cádiz (1713-1778) (2000). (⅄)
41. LLUIS CASTAÑEDA: El Banco de España (1874-1900). La red de sucursales y los nuevos servicios financieros (2001). (⅄)
42. SEBASTIÁN COLL Y JOSÉ IGNACIO FORTEA: Guía de fuentes cuantitativas para la historia económica de España. Vol. II: Finanzas y renta nacional (2002). (⅄)
43. ELENA MARTÍNEZ RUIZ: El sector exterior durante la autarquía. Una reconstrucción de las balanzas de pagos de España, 1940-1958 (2002). (⅄)

DOCUMENTOS DE TRABAJO

0212 ALPO WILLMAN AND ÁNGEL ESTRADA: The Spanish block of the ESCB-Multi-Country model. (⅄)

0213 ENRIQUE ALBEROLA, ANA BUISÁN AND SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS: The quest for nominal and real convergence through integration in Europe and Latin America. (⅄)

0214 IGNACIO HERNANDO AND ANDRÉ TIOMO: Financial constraints and investment in France and Spain: a comparison using firm level data. (⅄)

0215 PIERPAOLO BENIGNO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Inflation Persistence and Optimal Monetary Policy in the Euro Area. (⅄)

0216 ALICIA GARCÍA HERRERO, JAVIER SANTILLÁN, SONSOLES GALLEGO, LUCÍA CUADRO AND CARLOS EGEA: Latin American financial development in perspective. (⅄)

0217 SONSOLES GALLEGO, ALICIA GARCÍA HERRERO AND JESÚS SAURINA: The Asian and European Banking Systems: The case of Spain in the quest for development and stability. (⅄)

0218 JOSÉ RAMÓN MARTÍNEZ RESANO AND LILIANA TOLEDO FALCÓN: Futuros sobre acciones: Demanda e implicaciones sobre los mercados de renta variable. (⅄)

0219 JOSÉ MANUEL CAMPA AND JOSÉ M. GONZÁLEZ MÍNGUEZ: Differences in exchange rate passthrough in the euro area.

0220 LUIS JULIÁN ÁLVAREZ GONZÁLEZ Y JAVIER JAREÑO MORAGO: ISIS: Un indicador sintético integral de los Servicios de Mercado. (⅄)

0221 MARCO HOEBERICHTS: The Credibility of Central Bank Announcements. (⅄)

0222 KLAUS DESMET: Asymmetric Shocks, Risk Sharing, and the Latter Mundell. (⅄)

0223 JOSÉ MANUEL CAMPA AND IGNACIO HERNANDO: Value creation in European M&As. (⅄)

0224 JUAN AYUSO HUERTAS, DANIEL PÉREZ CID AND JESÚS SAURINA SALAS: Are capital buffers pro-cyclical? Evidence from Spanish panel data. (⅄)

0225 ANDREW BENITO: Does job insecurity affect household consumption? (⅄)

0226 ANDREW BENITO: Financial pressure, monetary policy effects and inventory adjustment by UK and Spanish firms. (⅄)

0227 ANDREW BENITO AND IGNACIO HERNANDO: Extricate: Financial Pressure and Firm Behaviour in Spain. (⅄)

0228 ANA DEL RÍO: El endeudamiento de los hogares españoles. (⅄)

0229 GABRIEL PÉREZ QUIRÓS AND JORGE SICILIA: Is the European Central Bank (and the United States Federal Reserve) predictable? (⅄)

0301 JAVIER ANDRÉS, EVA ORTEGA AND JAVIER VALLÉS: Market structure and inflation differentials in the European Monetary Union. (⅄)

0302 JORDI GALÍ, MARK GERTLER AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: The euro area inefficiency gap. (⅄)

DOCUMENTOS OCASIONALES

0301 GIANLUCA CAPORELLO AND AGUSTÍN MARAVALL: A tool for quality control of time series data. Program TERROR. (⅄)

0302 MARIO IZQUIERDO, ESTHER MORAL Y ALBERTO URTASUN: El sistema de negociación colectiva en España: un análisis con datos individuales de convenios. (⅄)

EDICIONES VARIAS (1)

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (*).

BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.

TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS AND FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (***).

VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.

PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999) (*).

BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.

PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.

TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.

VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.

BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.

BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito. (⅄)

(1) Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (*), (**) o (***), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos y Macmillan (Londres). Los precios indicados incluyen el 4 % de IVA.

DISTRIBUCIÓN, TARIFAS Y MODALIDADES DE SUSCRIPCIÓN (2003)

BANCO DE ESPAÑA

I. ESTUDIOS E INFORMES

PERIÓDICOS

Informe anual (ediciones en español e inglés)
Balanza de Pagos de España (anual) (ediciones en español e inglés)
Boletín económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)
Central de Anotaciones. Memoria (anual)
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)
Estabilidad financiera (semestral) (ediciones en español e inglés)
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (anual) (ediciones en español e inglés)

NO PERIÓDICOS

Estudios Económicos (Serie azul)
Estudios de Historia Económica (Serie roja)
Documentos de Trabajo
Documentos Ocasionales
Central de Balances: estudios de encargo
Notas de estabilidad financiera
Ediciones varias
Manual de la Central de Anotaciones

II. DIFUSIÓN ESTADÍSTICA

Boletín estadístico (mensual) (actualización diaria en Internet)
Cuentas financieras de la economía española (series trimestrales, publicación anual) (edición bilingüe: español e inglés) (actualización trimestral en Internet)
Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual) (hay una edición en CD Rom)
Central de Balances Trimestral (se incluye en los boletines económicos de marzo, junio, septiembre y noviembre)
Boletín de anotaciones en cuenta (diario) (solo disponible en versión electrónica en la página *web)*

III. LEGISLACIÓN FINANCIERA Y REGISTROS OFICIALES

Circulares a entidades de crédito
Circulares del Banco de España (recopilación) (cuatrimestral)
Registros de entidades (anual)

IV. FORMACIÓN

Textos del Área de Desarrollo de Recursos Humanos

BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe anual, Boletín mensual y Otras publicaciones.

INFORMACIÓN, SUSCRIPCIÓN Y VENTA

Todas las publicaciones que el Banco de España edite a partir de este momento, a excepción del *Boletín de la Central de Anotaciones,* Textos del Área de Desarrollo de Recursos Humanos y Ediciones varias, se harán simultáneamente en impresión y en formato electrónico, que estará disponible en la página *web* del Banco de España *(www.bde.es),* donde podrán ser descargadas GRATUITAMENTE, así como un elevado número de publicaciones anteriores. La relación de las publicaciones descargables puede ser consultada en el Catálogo, que está publicado en la página anteriormente mencionada.

PUBLICACIONES IMPRESAS

Todas las publicaciones, a excepción del *Boletín estadístico,* Central de Balances: estudios de encargo, Circulares (recopilación), Textos del Área de Desarrollo de Recursos Humanos y Ediciones varias, se pueden obtener gratuitamente, solicitándolas a la Sección de Publicaciones mediante escrito a la dirección postal que figura al final de esta página. El Banco de España reserva un número limitado de ejemplares a este fin, agotados los cuales no se compromete a su reedición, pudiendo reducir el número de ejemplares demandados por un mismo solicitante.

El Banco de España admite la incorporación a la lista de distribución de las siguientes publicaciones: *Boletín económico, Boletín Mensual del Banco Central Europeo,* Documentos de Trabajo, *Estabilidad financiera* y *Notas de estabilidad financiera,* reservándose el derecho de suspender el envío sin preaviso de ningún tipo, así como de reducir el número de ejemplares demandados por un mismo solicitante. Las personas interesadas en ser incluidas en estas listas deberán solicitarlo a la Sección de Publicaciones, mediante escrito a la dirección postal que figura al final de esta página.

PUBLICACIONES	TARIFAS (1)			
	VENTA		SUSCRIPCIÓN	
	ESPAÑA (IVA incluido)	EXTRANJERO (sin IVA)	ESPAÑA (IVA incluido)	EXTRANJERO (sin IVA)
Boletín estadístico	12,50 €	18,03 €	125,01 €	186,31 €
Circulares del Banco de España: recopilación completa	43,75 €	84,14 €	43,75 €	84,14 €
Circulares del Banco de España (recopilación): actualización anual			18,75 €	36,06 €
Central de Balances: estudios de encargo	Consultar al Servicio de Difusión de la Central de Balances (tels. 913 386 931, 913 386 929 y 913 386 930, fax 913 386 880; envíos postales a calle Alcalá, 50, 28014 Madrid).			
Textos del Área de Desarrollo de Recursos Humanos	Consultar precios en el Catálogo			
Ediciones varias				

(1) Los precios para España llevan incluido el 4 % de IVA. Canarias, Ceuta, Melilla y extranjero están exentos del IVA, así como los residentes en el resto de la Unión Europea que comuniquen el NIF.

Los interesados en suscribirse (indicar la suscripción deseada) o en adquirir alguna de las publicaciones anteriores podrán hacerlo mediante: transferencia a la cuenta corriente 9000.0001.20.0250974114, abierta en el Banco de España en Madrid, a favor de Publicaciones del Banco de España; cheque nominativo a favor de Publicaciones del Banco de España; o en la ventanilla de Publicaciones, Alcalá, 50, 28014 Madrid. En el caso de optar por el pago por transferencia, tendrán que remitir copia de la orden de dicha transferencia, por correo o por fax (913 386 488); si elige el pago mediante cheque, podrá hacerlo, bien por correo, o bien en ventanilla.

Información: Banco de España, Sección de Publicaciones, Alcalá, 50, 28014 Madrid. Teléfono 913 386 364.
e-mail: publicaciones@bde.es

Información más detallada en: www.bde.es