

Regulación de
Mercados de Capitales y Financieros
luego de la Crisis Internacional.
Implicancias para la normativa en Argentina

Ferrer, Nicolás

Programa de Formación 2013

Bolsa de Comercio de Rosario

Febrero 2015

Resumen

Partiendo del supuesto de que las crisis financieras y de mercados de capitales resultan en una reforma de la legislación de los mismos, nos proponemos analizar cómo esta última se ha transformado luego de la crisis internacional iniciada en 2007 y en qué aspectos esto se ha traducido a cambios en el marco regulatorio en nuestro país. Se llega entonces a la conclusión de que en nuestro país existe un proceso de convergencia normativa parcial a los estándares internacionales, limitado en última instancia por factores políticos y el desarrollo del sistema financiero y los mercados de capitales.

Índice

1. Introducción	4
1.1. Aspectos históricos.....	4
1.2. Objetivo	10
2. Papel de los mercados de capitales y financieros en la crisis	11
3. Regulación de entidades bancarias y financieras	14
3.1. Los estándares de Basilea.....	14
3.1.1. Basilea I.....	14
3.1.2. Basilea II.....	17
3.1.3. Basilea III.....	21
3.2. Regulación de Entidades Financieras en la Argentina	25
4. Regulación de mercados de capitales.....	27
4.1. La Organización Internacional de Comisiones de Valores.....	28
4.1.1. Las exigencias del G-20	29
4.1.2. Otras iniciativas	31
4.2. Aplicación a nivel internacional	33
4.3. El caso argentino	34
4.3.1. La ley 26.831 de Mercados de Capitales	36
5. Conclusión	44
6. Bibliografía:.....	46
7. Anexo A: El proceso de titulización	50

1. Introducción

1.1. Aspectos históricos

Habiendo transcurrido más de un lustro desde que los mercados de capitales y financieros a nivel global sufriesen su descalabro más grande en casi 80 años, resulta interesante pensar como la crisis internacional (iniciada a fines del 2007 con la crisis *sub-prime*, recibiendo esta última su nombre de la denominación que recibían las hipotecas norteamericanas cuyo default marcó el inicio del proceso de depresión), ha contribuido a transformar el panorama a futuro para el desarrollo de la estructura global de aquellos, y preguntarnos en qué medida este posible cambio de paradigma puede llevar a reformas en los ámbitos de los mercados de capitales y sistemas financieros de nuestro país.

Como anticipamos, la “Gran Recesión” de la década pasada es considerada la más grave en términos de pérdidas económicas desde el “crac” de 1929¹. Sin embargo, su magnitud no es el único paralelo que podemos trazar entre las dos. Ambas se hicieron evidentes en un primer momento con una fuerte caída de los mercados de capitales y financieros; la cual resulta en un rotundo cambio de dirección en las expectativas de los agentes². En retrospectiva, quedó claro que los períodos de auge que les precedieron eran insostenibles, y la ilusión reinante se convirtió en un desengaño que afectó a todo el sistema financiero. No obstante, es generalizada la idea de que las quiebras financieras son una pieza más de un proceso subyacente de economías que se encontraban en un nivel de actividad claramente mayor al que sus recursos propios le permitían alcanzar, y por lo tanto sufren un ajuste a la baja. Ello no significa que las mismas no posean relevancia alguna, derivan en secuelas negativas en el comportamiento de los agentes, quienes se vuelven reacios a participar en los mercados de capitales y financieros, ya que los perciben como riesgosos a partir de sus experiencias recientes. Esto implica que los fondos ociosos que se retiran del sistema ante la crisis no se puedan redirigir a lo largo de la economía de manera de lograr su rápida reactivación.

¹ Ver Marichal (2010) Capítulo 6.

² A los cuales definimos como actores con capacidad autónoma para la toma de decisiones, materializadas ya sea en la forma de personas físicas o jurídicas.

A pesar de las semejanzas, las consecuencias de la crisis de 1929 probablemente hayan sido más onerosas, sin que necesariamente los quebrantos que le dieron origen justifiquen por sí mismos este hecho. La principal razón que se argumenta para ello se encuentra en la falta de cooperación por parte de los diferentes gobiernos para coordinar una solución, que en cambio tomaron posturas proteccionistas y nacionalistas. Estas medidas incluían aranceles y cuotas a la importación (tales como el Ley Smoot-Hawley sobre aranceles aprobada en el Congreso norteamericano en 1930) a fin de proteger las industrias domésticas, mientras que los bancos centrales hacían todo lo posible por mantener sus cuentas equilibradas (alterando las tasas de interés regularmente) sin que hubiese entre ellos un acuerdo explícito acerca de cuál sería el esquema geopolítico y monetario internacional que restauraría la estabilidad³.

La falta de un sendero claro en lo que hace a política económica, decidida de manera casi totalmente independiente por las diferentes administraciones, generó un contexto de incertidumbre y desconfianza generalizada que haría de la segunda mitad del período de entreguerras una década prácticamente perdida. La producción cayó de la mano del comercio internacional (el producto bruto interno de los Estados Unidos en 1938 fue apenas superior al de 1929⁴), resultando en un aumento generalizado del desempleo y generando una inestabilidad en el marco político internacional que se cree fue una de las causas de la explosión de la Segunda Guerra Mundial.

En lo que hace a sus efectos sobre nuestra región, una fuerte tendencia deflacionaria a lo largo de la mayoría de los commodities generó dificultades en las economías emergentes latinoamericanas entre 1929 y 1932, en especial de aquellas exportadoras de minerales como Chile y Perú. La mayor parte de estos países tuvo que suspender sus pagos de deuda y reestructurar sus políticas a fin de satisfacer necesidades domésticas más imperantes. La Argentina fue la excepción en este aspecto, ya que logró una relativamente rápida recuperación

³ Esto se debió parcialmente a la obstinación existente con respecto al mantenimiento del sistema de patrón oro, el cual fue un factor recesivo en la medida que forzó a los bancos centrales a aumentar las tasas de interés para paliar ataques especulativos contra sus monedas y el mecanismo de ajuste que proveía a través del comercio internacional dejó de funcionar en el contexto proteccionista de aquel momento.

⁴ U.S. Department of Commerce – Bureau of Economic Analysis

de sus exportaciones y pudo cubrir sus obligaciones financieras.

Mientras que en el caso de la crisis de 1929 no fue hasta la Conferencia Económica de Londres en 1933 que se concertó una reunión entre representantes de diferentes países para formular iniciativas en conjunto para buscar una solución; tan solo tomo 4 días para que la Reserva Federal, el Banco Central Europeo, y los Bancos Centrales de Japón, Inglaterra, Canadá y Suiza decidan inyectar liquidez en conjunto al sistema luego de que Lehman Brothers declarase su quiebra el 14 de septiembre de 2008; considerado el punto de inflexión de la crisis. Esto no significa que las medidas tomadas hayan sido del todo adecuadas. La prisa en tomar partido sin comprender el problema en profundidad puede resultar en un empeoramiento de las condiciones⁵; pero el reconocimiento de la existencia de la crisis y de que el esfuerzo para salir de la misma tiene que ser internacional representa un progreso con respecto al pasado.

A pesar de ello, las principales autoridades involucradas en la elaboración de las políticas de recuperación no pudieron evitar que un considerable número de países desarrollados se inserten en un proceso de recesión que duraría alrededor de 4 años. De acuerdo a un informe del Fondo Monetario Internacional (FMI) publicado en el 2008, una vez reconocida (de manera algo ingenua) la gravedad de la situación, las pérdidas estimadas hasta ese momento solo para los prestamistas y tenedores de derivados relacionados con el mercado inmobiliario estaban alrededor de 945.000 millones de dólares. Un año después, en una nueva edición de dicho informe⁶ planteó una caída estimada en el valor de activos de origen en EE.UU., Europa y Japón de alrededor de 4 millones de millones de dólares.

Ya hacia fines del 2005 se pueden trazar los primeros síntomas de la crisis en el mercado inmobiliario norteamericano en una desaceleración del crecimiento de los precios de las propiedades. La consecuente caída en la oferta de crédito hipotecario y el aumento en el número de hipotecas ejecutadas profundizó el proceso deflacionario, el cual se contagió a los principales grupos financieros (Lehman Brothers, Bear Sterns, Merrill Lynch, entre otras) que se encontraban expuestos a lo sucedido en el sector inmobiliario, y consecuentemente al resto del sistema

⁵ Dannielson (1999)

⁶ FMI (2009)

financiero global en la medida que el acceso al crédito desaparecía.

El correlato de la caída de los mercados de capitales alrededor del globo fue un menor nivel de actividad, aumento del desempleo, encarecimiento del crédito y dificultades fiscales para gobiernos con fuerte dependencia del crédito externo. Este último aspecto tiene su máxima expresión en la crisis de deuda sufrida por algunos países de la Unión Europea, que derivó en el default de deuda soberana de Grecia en el año 2010, que superó al que Argentina declaró en el año 2001 como consecuencia de la crisis de convertibilidad. Tal fue la gravedad de la situación que la continuidad de la eurozona como unión económica se vio amenazada, así como el respaldo al euro.

Hwang et al. (2010) encuentran que existió un fuerte efecto de contagio entre el mercado de capitales norteamericano y los del resto del mundo, afectando principalmente a los países europeos y algunas economías emergentes (especialmente las asiáticas). El desarrollo de las cotizaciones en el mercado argentino, curiosamente, presentan una correlación mayor en el período previo a la crisis que durante la misma. Sin embargo, Bour (2008) reconoce una reversión en este comportamiento, lo que implicaría un contagio de la crisis a mediano plazo. De acuerdo al mismo autor, las acciones de nuestro país habrían sufrido una desvalorización mayor que aquellas de los Estados Unidos, consistente con una fuerte salida de capitales y un aumento del riesgo país. A pesar de ello, ciertas características de la coyuntura económica argentina previa a la crisis⁷ resultaron en un impacto relativamente menor a corto plazo en términos de empleo y crecimiento del producto con respecto a las economías centrales y otras de la región, agravándose no obstante ciertos problemas estructurales que se empezaban a hacer sentir en esos años, entre las que cabe destacar una aceleración del proceso inflacionario y un deterioro de la balanza comercial, dado el atraso cambiario.

⁷ Abeles (2009) y Tortul (2011) coinciden en que factores como la acumulación de reservas internacionales propia de los continuos superávits de cuenta corriente existente hasta ese momento, el proceso de reducción endeudamiento externo y favorables términos de intercambio sirvieron como un colchón por el cual el desempeño de la economía real se desacoplo con respecto al del resto del mundo; y que si bien la depresión comercial posterior a la crisis tuvo efectos sensibles sobre la balanza comercial argentina, la delicada situación interna durante el conflicto que enfrentó al sector agropecuario con el gobierno y adversas condiciones climáticas fueron tanto o más determinantes sobre la caída de las exportaciones.

La trascendencia de los hechos relatados da cuenta de la importancia de lograr un cuerpo normativo a lo largo de toda la economía tendente a evitar que se generen las condiciones para que se produzcan estas crisis. Dado el papel de los mercados de capitales y el sistema financiero como mecanismo de interconexión de los flujos de efectivo entre agentes, ellos se convierten en herramientas de descubrimiento de precios, transferencia de señales y creación de expectativas. Es por ello que se han vuelto tan determinantes sobre el ciclo económico, en especial en los países desarrollados. De allí nace nuestra hipótesis de que situaciones críticas en los mismos resultan en cambios sensibles en la configuración de su marco legal.

Las principales propuestas de transformación de los sistemas bancarios (hayan sido implementadas o no) a lo largo del mundo han nacido de graves fallas dentro (y fuera) del mismo, ejemplos de ello son la creación del Sistema de Reserva Federal en Estados Unidos, las cláusulas que convertían a los bancos centrales en prestamistas de última instancia, o la controversial ley Glass-Steagall, que pretendía separar las actividades de bancos comerciales de aquellas de bancos de inversión.

En el caso del mercado de capitales, el ejemplo más claro de una reforma tras una crisis es la sanción de la Securities Act de 1933 y de la Securities Exchange Act 1934 por parte del congreso de los EE.UU.⁸, como respuesta a la crisis de 1929, hasta la cual solo existían leyes regulando dichos mercados a nivel estatal. Al igual que entonces, luego de la crisis sub-prime el gobierno norteamericano aprobó una ley que pretende enmendar un gran número de problemas que se perciben en el mercado de capitales de ese país, la ley Dodd-Frank.

No pretendemos hacer un análisis en profundidad de las causas de la crisis financiera, pero estas poseen una relevancia no menor a la hora de entender cuáles son los factores que dan forma a las nuevas tendencias regulatorias que tienen como objetivo lograr una estructura de los mercados más estable y transparente, sacrificando la menor eficiencia posible.

⁸ La primera de estas se propuso regular el comercio de valores negociables a nivel federal en los Estados Unidos, y tenía como objetivos establecer requerimientos de información que debía estar disponible para poder establecer la oferta pública de valores negociables, y prohibir el fraude y engaño en la venta de los mismos. La segunda de ellas creo la *Securities and Exchange Commission* (SEC), organismo que se encarga de supervisar el mercado de valores negociables con la autoridad para aplicar medidas disciplinarias y requerir el registro en la misma de los diferentes mercados de valores, ofertas públicas y otros agentes participantes.

Existen una gran variedad de instrumentos que se proponen a este fin; los cuales se reconoce que dada la extensión (internacional e intersectorial) de los mercados, deben estar coordinados a lo largo de los diferentes sectores y jurisdicciones para lograr el objetivo propuesto. La meta que unifica a las regulaciones que analizaremos es la minimización del riesgo sistémico. Su definición es aún cuestión de debate, si bien el fenómeno es ampliamente reconocido. Esto es así por la diversidad de enfoques con las que puede ser abordado⁹. A fines prácticos, nos quedaremos con la definición de Schwarcz (2008), que lo plantea como el riesgo de que un shock económico tal como una falla en un mercado o una institución desencadene quiebras o pérdidas en una serie de instituciones financieras o mercados; resultando en un mayor costo de acceso a capital y menor disponibilidad del mismo; lo cual se evidencia en una alta volatilidad de precios en los mercados.

Las diferentes normas se instrumentan con la intención de que los actores incorporen adecuadamente el riesgo sistémico, entre otros, a su esquema de incentivos. De esta manera se pretende disuadir a los agentes de comportarse de manera indeseable, pero ha de tenerse cuidado de evitar arbitrariedades, minimizar costos de supervisión, y no provocar inconsistencias dentro del sistema al ser aplicados. Existen dos tratamientos para la cuestión. El primero, el enfoque micro-prudencial, apunta a lograr un reconocimiento adecuado de las contingencias exógenas que pueden afectar a una entidad, mientras que el macro-prudencial actúa como un mecanismo de ajuste que compense los desequilibrios que se pueden generar en la totalidad del sistema, incorporando la cuestión de la interconexión entre las partes que lo componen.¹⁰

Si bien las normativas a analizar generalmente apuntan a regular aspectos propios de mercados de capitales mucho más desarrollados que el de nuestro país, no por ello tendrían que dejar de tener implicancia alguna sobre este último. En la actual estructura globalizada de los mismos, en la cual la convergencia normativa se vuelve cada vez más presente debido a su integración, no podemos dejar de pensar en estas medidas como precedentes no solo a largo plazo, sino un futuro cercano. Ejemplo de ello es la nueva Ley de Mercados de Capitales

⁹ Para una mejor comprensión ver Dwyer (2009).

¹⁰ Osiński et al. (2013)

Argentino 26.831, la cual posee ciertos aspectos que se encuentran en consonancia con los acuerdos a nivel internacional, al margen de generar cierta polémica por otras implicancias de la misma.

1.2. Objetivo

Nuestro interés está entonces en analizar cómo se ubican las recientes tendencias internacionales en materia de regulación de mercado de capitales y financieros con respecto a las medidas que se están tomando en nuestro país.

A este fin esquematizaremos el análisis clasificando los nuevos acuerdos internacionales según el organismo que agrupa a las autoridades que regulan los mercados de capitales y financieros a lo largo del mundo. Primero analizaremos las medidas tomadas sobre el sector bancario y financiero; las cuales son discutidas por el *Comité de Supervisión Bancaria de Basilea* (BCBS¹¹ en inglés). Posteriormente haremos mención de las regulaciones que nacen dentro de la *Organización Internacional de Comisiones de Valores* (OICV, IOSCO en inglés¹²), las cuales buscan lograr una mayor estabilidad en los mercados de capitales (con especial atención a los extrabursátiles y las transacciones de derivados que se llevan a cabo dentro del mismo).

Dentro de cada sección presentaremos brevemente como se relaciona la forma que toman estas iniciativas con respecto a las debilidades que se consideran fueron artífices de la crisis, de manera de comprender como se relacionan con los objetivos en cuestión de las mismas. Una vez hecho esto, intentaremos encontrar aspectos entre las medidas mencionadas anteriormente que se hacen presentes en las políticas propias de nuestra región, además de las implicancias que podrían tener como precedentes para las mismas.

¹¹ Basel Committee on Banking Supervision

¹² International Organization of Securities Commissions

2. Papel de los mercados de capitales y financieros en la crisis

La importancia de las entidades bancarias y financieras como factores del desarrollo de los mercados de capitales es evidente. Proveen liquidez a los mismos, tanto de manera directa como participantes, como indirecta al extender créditos al público en general y servir como intermediario a través de la prestación de servicios financieros.

El crecimiento y desarrollo del mercado de derivados abrió las puertas a un gran número de estrategias a partir de las cuales los bancos pudieron generar retornos en forma adicional al spread de tasas de interés en la toma de posiciones en el mercado de crédito. El espectacular crecimiento de la oferta de crédito durante la década pasada (especialmente en los Estados Unidos y Europa) vino de la mano de una mayor ponderación del mercado de capitales como fuente de fondos de la misma (Adrian, 2009); principalmente gracias al creciente uso de derivados.

Esta expansión general del crédito resultó en la aparición de burbujas en mercados inmobiliarios alrededor del mundo. Decimos que existe una burbuja cuando las expectativas de desarrollo de un sector son excesivamente optimistas, las cuales se reflejan en una inversión desmesurada en el mismo y precios elevados con respecto a valores históricos. Cuando el dinero es abundante y las tasas de interés son relativamente bajas (principalmente debido a políticas monetarias laxas por parte de los bancos centrales), el comportamiento de los especuladores puede lograr que activos alcancen un valor de mercado considerablemente mayor a su verdadero valor intrínseco (aquel que se corresponde a los flujos futuros que se espera el mismo otorgue). Knight (2008) e Iorgova y Pazarbasioglu (2008) plantean que el hecho de que haya existido un crecimiento saludable de los países emergentes durante los primeros años del nuevo milenio resultó en que flujos de capitales se dirijan hacia estos últimos, los cuales por lo tanto podían darse el lujo de obtener fondos del exterior a un menor costo, teniendo como contrapartida un menor rendimiento para los inversores. Fue entonces que, de acuerdo a estos autores, el grado de innovación financiera aumentó en la medida que se buscaban obtener mayores utilidades.

Fue así que a diferencia de burbujas pasadas, en los años previos a la crisis sub-prime el crecimiento de la liquidez tuvo un importante componente relacionado con nuevas formas de

ingeniería financiera, cuyas implicancias y complejidad escapaban a la comprensión de las autoridades monetarias y quienes las utilizaban. Las entidades bancarias y financieras privadas, a partir de ciertas lagunas jurídicas en la regulación existente, hicieron uso extensivo de ingeniería financiera como medio de apalancar operaciones con márgenes pequeños, pero que generaban sustanciosos réditos al manejar altos volúmenes de fondos, a costa de un aumento del riesgo sistémico.

Entre dichas herramientas destaca el proceso de titulización (también conocido como securitización). Adaptando la definición de Camerini (2007), lo definimos como un procedimiento por el cual un determinado conjunto de activos relativamente ilíquidos son cedidos a un vehículo de inversión, contra los cuales este último emite valores negociables a fines de ser colocados entre el público inversor, generalmente en mercados extrabursátiles¹³. De esta manera, el originador puede cubrir parcialmente el riesgo crediticio propio de los activos subyacentes, vendiéndoselo a inversores dispuestos a afrontarlo. A su vez, este tipo de prácticas otorga de liquidez a quién se desprende de los activos en cuestión, y permite financiar tanto el proceso como la originación del activo subyacente (especialmente cuando el mismo es de carácter crediticio)¹⁴. Esta herramienta ha transformado lo que se conoce como finanzas basadas en el mercado¹⁵, término que hace referencia a la obtención de créditos a través del mercado de capitales, en contraste con el tradicional uso de fuentes bancarias.

Debido a la forma en la que este proceso se encontraba estructurado a nivel institucional, surgieron indeseables asimetrías de información a lo largo de la cadena transaccional. Un sector clave en esta configuración es el llamado sistema bancario oculto¹⁶. Pozsar (2010) lo define como entidades que sirven como intermediarias en el mercado de crédito a través del uso de técnicas de titulización y provisión de seguros. No estamos hablando de un mercado informal de crédito, sino de agentes que se relacionan de manera directa con los principales bancos a nivel

¹³ Definimos a los mercados extrabursátiles u *over-the-counter* (OTC) como aquellos donde la bolsa no es el mecanismo de negociación, donde la negociación no tiene por qué ser multilateral y poseer un sistema de garantías, puede encontrarse centralizado o no (aunque veremos más adelante que este último aspecto está en el centro del debate acerca de la regulación de estos mercados).

¹⁴ Para un mejor entendimiento del proceso, ver Anexo A.

¹⁵ Market-based finance.

¹⁶ Shadow banking system.

internacional. Su rol es proveer a la infraestructura financiera de la capacidad de incrementar las transformaciones de madurez, liquidez y calidad de los fondos manejados, principales artífices del arbitraje del que surgen las rentas del mismo. Mientras en el sistema bancario tradicional estos procesos se daban en el ámbito de una única institución, esta serie de organismos accesorios multiplican la capacidad de generar réditos.

Thiemann (2011) plantea que la actividad del sistema bancario oculto no se vinculaba con la provisión de mayores posibilidades de especialización o retornos a escala, sino que su utilidad se relacionaba con la posibilidad de evitar costos fiscales y lograr un mayor apalancamiento. Si bien el autor plantea que el aspecto fiscal excede a la jurisdicción de las instituciones que regulan el mercado financiero; no hay que ignorar que los dos fenómenos van de la mano. Las normas contables imperantes en el momento previo a la crisis permitían lograr una distribución aparente de los riesgos a lo largo de diversas entidades, cuando en verdad el mismo se encontraba recursivamente concentrado en grandes conglomerados financieros (holdings financieros) a los cuales también pertenecían estas empresas.

En resumidas cuentas, encontramos los siguientes fundamentos para responder a la incógnita de qué razones justifican una reforma del sistema financiero y los mercados de capitales:

- En el caso del sistema financiero, se evidenció que la normativa vigente al momento de la crisis no se adecuaba al grado de innovación financiera que se había experimentado en los últimos años, no logrando apreciar el verdadero grado de riesgo existente a lo largo de los bancos.
- Por el lado de los mercados de capitales, los mismos fallaron en ser adecuados transmisores de señales, demostrando luego de la crisis que existe lugar para implementar procesos que logren una mayor transparencia y promuevan una reducción del riesgo sistémico sin suponer mayores costos que los de su implementación.

3. Regulación de entidades bancarias y financieras

3.1. Los estándares de Basilea

Al ser estos fenómenos de carácter global, nos remitiremos a los esfuerzos impulsados por el organismo que pretende lograr coordinación normativa del sector en cuestión a lo largo de los diferentes países, el *Comité de Supervisión Bancaria de Basilea* (al cual nos referiremos como “el Comité”), en el cual el *Banco Central de la República Argentina* (BCRA) tiene participación. El BCBS nace en 1975 como una iniciativa dentro de los países que en su momento conformaban el G-10, generando un espacio para la colaboración de entidades reguladoras del sistema bancario a nivel internacional.

Si bien el Comité trabaja de manera continua en la emisión de recomendaciones para la regulación de entidades financieras, sus políticas se han enmarcado en la búsqueda del establecimiento de estándares de regulación, a los cuales las autoridades regulatorias participantes adhieren voluntariamente. Cada uno de ellos pretende ser superador con respecto al anterior y servir como guía para las diferentes instituciones que regulan cada jurisdicción. Es por ello que estructuraremos el análisis alrededor de cada uno de los tres estándares que se han lanzado hasta el momento a fines de comprender su evolución hasta la actualidad.

3.1.1. Basilea I

El primero de los estándares¹⁷, al cual llamaremos coloquialmente **Basilea I**, fue publicado en Julio de 1988. El mismo nace como respuesta a la crisis de deuda sufrida en América Latina durante inicios de los años 80; ejemplo que se enmarca en nuestra hipótesis de regulación como respuesta a la crisis, y que es evidencia de la relevancia de estas regulaciones para nuestra región. Sus metas en términos generales eran lograr una mayor fortaleza y estabilidad del sistema bancario internacional, aplicando medidas consistentes a lo largo de los diferentes países con miras de no minar la igualdad de condiciones a la hora de competir en el sector.

¹⁷ Su documento se denomina “Convergencia Internacional de la medición del capital y estándares contables”

Dada la naturaleza de la crisis que generó la iniciativa (naturaleza similar a la del resto de las crisis del siglo pasado; una repentina restricción del crédito ya sea debido a cambio de perspectivas o de fallas de mercado), el acuerdo se concentró en la gestión del riesgo crediticio¹⁸. Para ello, se acordó una definición más estricta de lo que sería considerado capital, y luego se planteó una estructura de ponderaciones de acuerdo al riesgo asociado al tipo de activo que lo compone. El Comité consideraba que de esta manera se lograba un sistema que facilitaba las comparaciones entre las estructuras que los sistemas bancarios de diferentes países podían tener, capaz de incorporar posiciones fuera del balance de las entidades, y que no generaba desincentivos al mantenimiento de activos líquidos.

Además de ello, se definió régimen un diferencial con respecto a la transferencia de riesgos entre diferentes países. La aproximación elegida en este sentido fue la de establecer diferentes riesgos de acuerdo al país donde residiese la contraparte. Su implementación, sin embargo, pecó de cierta ingenuidad, exigiendo un tratamiento igualitario para los países que luego formarían la Unión Europea¹⁹, y considerando la pertenencia a la *Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos* (OCDE, entidad que agrupa a países considerados “desarrollados”) como una variable proxy de la solvencia del país como contraparte.

Si bien en su introducción **Basilea I** menciona que existen otros factores que afectan a la fortaleza del sistema (algunos de los cuales serán incorporados a futuro), el foco de la cuestión se centra en atacar el riesgo crediticio. Entre ellos encontramos la estructura del mercado, asimetrías en cuestiones fiscales entre los países, y riesgos asociados a los activos en los balances de los bancos.

Estudios posteriores (Jackson, 1999) indican que luego de ser implementado, muchas entidades que bajo la nueva normativa se consideraban subcapitalizadas lograron cumplimentar

¹⁸ El documento de Basilea I lo define como el riesgo de que la contraparte no cumpla sus obligaciones.

¹⁹ Debemos tener en cuenta que en diciembre del año 1992, en cuando entraron en efecto estos estándares la integración económica y política de estos países ya era una realidad dada la firma del Tratado de Maastricht, por el cual la Unión Europea era creada. Sin embargo, las recientes experiencias demostraron que la existencia de esta unión se justifica más a un nivel cultural y geopolítico que en cuestiones económicas, por lo que pedir un tratamiento igualitario para todos sus miembros resulta algo ingenuo, ya que si bien comparten su política monetaria bajo la autoridad del Banco Central Europeo, han tenido trayectorias divergentes en términos de política fiscal.

con los estándares, aunque no está claro si debido a presiones del mercado o a la regulación en cuestión. Este es un fenómeno propio del diagnóstico posterior al proceso regulatorio, en el cual los analistas permanentemente se encuentran ante situaciones en las que son incapaces de reconocer los efectos de las medidas tomadas. Dannielson (1999) plantea que esta es una de las razones por las cuales la respuesta ante una crisis suele ser más y no necesariamente mejor regulación, debido a la percepción de que es preferible sufrir de inflación normativa que dejar comportamientos librados al juicio de los agentes. Los esquemas no deben ser restrictivos, sino dinámicos, y evolucionar junto a la estructura del sistema, sin condicionarlo a un patrón de cambio perjudicial para su estabilidad.

A pesar de que se pretendió lograr homogeneidad en la aplicación del sistema de ponderaciones de capital, su complejidad solo resultó en una variedad de respuestas insatisfactorias por parte de las entidades en términos del riesgo sostenido. Las mismas compusieron su cartera de la manera más rentable posible dado su contexto y características (relativamente idiosincráticas a nivel internacional), pero adecuándose a los estándares. Para ello utilizaron técnicas como la titulización a fines de poder transferir posiciones que les hubieran implicado un mayor nivel de capital requerido fuera de su balance, hacia entidades que por su carácter jurídico (como los vehículos de inversión antes mencionados) no se encontraban bajo la jurisdicción del marco regulatorio²⁰.

En esa línea, es factible pensar en la existencia de una relación entre el tamaño de una entidad financiera y el riesgo asociado a sus prácticas. Cuando esta es relativamente pequeña, no tiene fondos como para generar una diversificación adecuada sin incurrir en altos costos administrativos; pero luego de cierto punto, la concentración de los riesgos propia del gran volumen de fondos manejados por la institución es capaz de hacer que la correlación entre las posibles pérdidas aumente. Poniéndolo en otros términos, la entidad se vuelve tan grande y con tantas obligaciones a lo largo de la economía que su riesgo asociado y el sistémico se vuelven

²⁰ Otro incentivo para ello que está fuera del alcance del trabajo tiene que ver con las ventajas en términos tributarios que podían lograrse al transferir activos a instituciones bancarias con menores requerimientos en este sentido, en ciertos casos por ubicarse en ciertas jurisdicciones reconocidas como "paraísos fiscales" dada su laxitud en materia impositiva del sector financiero.

más sensibles el uno con el otro. Los grupos financieros tienen claros incentivos a crecer y agruparse para minimizar el primer set de costos planteado anteriormente, pero por el otro lado, no es evidente que exista algún mecanismo que sirva de límite superior al tamaño de una firma en el sector financiero en la medida que su mercado se lo permita. La postura de los principales bancos centrales con respecto a la liquidación de ciertas entidades que confrontaban la quiebra estimuló un comportamiento irresponsable de las mismas. Si la institución se vuelve “too big to fail”, pagará relativamente un bajo costo por su negligencia. Han existido diferentes propuestas acerca de cómo tratar con estas instituciones, ya sea vía una mayor supervisión (como plantea el BCBS), o a través de un cambio en la legislación que apunte a eliminar con los problemas de riesgo moral que se genera en estas, (enfoque impulsado por los legisladores estadounidenses bajo la ley Dodd-Frank).

Aparentemente, en ese momento las consecuencias de no proponer una gestión del riesgo sistémico no estaban claras. Jackson (1999) reconoce que para ese entonces, la titulización se había vuelto una herramienta a través de la cual los bancos disfrazaron sus balances adaptándose a la regulación sin prescindir de utilidades, solo aumentando su ratio de capital a activo aparentemente y manteniendo su apalancamiento fuera de sus balances.

3.1.2. Basilea II

En 2004, el BCBS presenta una amplia revisión del marco legislativo existente con miras a promover la gestión de riesgos no incorporados hasta el momento; pero principalmente haciendo ajustes al enfoque sobre el control de riesgo crediticio impulsado previamente. Además, el documento hace énfasis en la consolidación de compañías que actúen en los mercados de capitales y se encuentren agrupadas con entidades financieras²¹, reconociendo la interconexión que existen entre las mismas y la importancia de considerar el capital de las mismas en conjunto.

Basilea II trabaja partiendo de tres pilares: i) el cálculo de requerimientos de capital, ii) la definición del proceso de supervisión y, iii) lo referente a la disciplina de mercado.

²¹ No se consideran a las aseguradoras como entidades financieras si a actividades de aseguramiento actividades financieras.

En lo que hace al primer pilar, relacionado con los requerimientos de capital, la principal innovación tiene que ver con otorgar la posibilidad de que se utilicen modelos de medición de riesgo internos²² a aquellos bancos que posean los recursos como para hacerlo previa aprobación de la entidad reguladora. De esta manera, las exigencias de capital se establecerán de acuerdo al riesgo que resulte de dichas mediciones. La normativa prevé el cálculo del mismo a nivel crediticio, operacional y de mercado.

Para ello establece criterios técnicos complejos pero relativamente flexibles en su aplicación. Para su supervisión se requerían gran cantidad de recursos humanos y técnicos si se pretendía lograr una apreciación del riesgo de las actividades llevadas a cabo por las entidades financieras al menos tan buena como la realizada por las mismas, y dada la importancia del sector financiero a nivel internacional, debería haber existido un mayor énfasis en lo que hace a transparencia y distribución de la información a nivel interjurisdiccional.

Una de las incorporaciones más interesantes es un tratamiento detallado del riesgo asociado al proceso de titulización. El Comité estableció en ese momento que dada la variedad de estructuras que el mismo podía adquirir, el interés principal era normarlo a partir de su faceta económica, dejando en un segundo plano los aspectos contables. Al llevar a cabo un análisis en retrospectiva, este enfoque que suponía la independencia de estas dos facetas permitió a las entidades evadir las exigencias regulatorias. El marco regulatorio hace hincapié en el hecho de que el originador de los activos no debe mantener control de los activos a ceder y transferir efectivamente los riesgos asociados a ellos al vehículo utilizado para la emisión de los valores negociables, pero ignora el fenómeno de selección adversa en la originación que puede surgir en consecuencia si los intereses de los actores que originan los activos y quienes otorgan garantía a los mismos se encuentran alineados.

El segundo pilar está compuesto de directivas para la supervisión de las entidades reguladas. Su importancia yace en su necesidad para la correcta aplicación del primero, además de incorporar riesgos que no son tenidos en cuentas por el mismo. La idea que subyace tras el mismo es que, dado que es la administración de un banco la que determina el monto adecuado de

²² Internal Ratings Based o IRB Approach

capital que debe poseer con respecto al riesgo de su operatoria, es crucial asegurar que el proceso de toma de decisiones dentro del mismo resulte en su solvencia. Se adopta entonces un tratamiento que reconoce que el aumento del capital de la firma no puede compensar deficientes procesos de control y manejo del riesgo dentro de la misma.

Para ello, el Comité exige que las entidades financieras demuestren poseer un proceso para la cuantificación del capital a mantener y la estrategia para lograrlo, mencionando la necesidad de establecer un esquema de monitoreo, reporte y auditoría. Es tarea del supervisor asegurar que esto sea así, y tomar las medidas correspondientes en caso de no serlo. A corto plazo esto puede implementarse exigiendo capital por sobre el mínimo en caso de percibir riesgos que consideren no incorporados adecuadamente en el primer pilar²³. Esto último debe hacerse considerando que puede no ser fácil que una entidad se adapte a dichas exigencias rápidamente, y que el organismo supervisor debe acompañar este proceso a fin de minimizar las consecuencias. Sin embargo, el objetivo a mediano plazo debe ser que los bancos incorporen sendos procesos de control del riesgo dentro del día a día de sus operaciones.

Finalmente, a través del tercer pilar se pretendió asegurar condiciones que resulten en una efectiva disciplina de mercado. En el óptimo, la implementación de este pilar implicaría que la principal presión para comportarse de manera adecuada no vendría de los supervisores, sino de los mismos participantes del mercado. La herramienta elegida a ese fin es la exigencia de poner a disposición información relevante de la entidad en términos de composición del capital y manejo de riesgo, con miras a eliminar sesgos en la percepción de los agentes acerca de la misma. El Comité no establece restricciones en cuanto a la manera en la cual implementar dicha exigencia, la cual dependerá de la potestad legal del organismo regulador y su postura con respecto al proceso normativo.

Una visión interesante que puede aplicarse a todos los pilares, es aquella que plantea la iniciativa como tendente a acercar las ideas de “capital regulatorio” con la de “capital económico”. De acuerdo a Tiesset et al. (2005); esta revisión apunta a generar convergencia entre estos dos

²³ Como pueden ser propios del grado de exposición que posee la compañía a un sector de la economía, área geográfica, o volatilidad del contexto.

conceptos; el primero haciendo referencia al capital que exige el ente regulador que la firma posea para hacer frente a los riesgos de sus operaciones, mientras que el segundo comprende al que la firma efectivamente considera necesario mantener. Es un ejemplo de una medida que de cierta manera pretende incorporar las exigencias legales al proceso interno de toma de decisiones de las instituciones reguladas. Un esquema ideal de este tipo reduce costos de supervisión; es transparente y debería evitar la existencia de arbitraje regulatorio, pero presenta muchas complejidades en su aplicación.

De todas maneras el autor resalta que no es deseable una convergencia perfecta, en la medida que los conceptos difieren en su significado y puede generar procesos desestabilizadores. Al ser aplicados los preceptos de Basilea I, las entidades tomaron el modelo impuesto por la reguladora como guía para el comportamiento interno. La revisión apunta a invertir la relación al permitir el uso de modelos propios, pero si no existe un adecuado proceso de supervisión, el sistema se podría volverse aún más frágil.

Este replanteo del marco legal del sistema bancario incorporaba un gran número de aspectos que estaban incluso más allá de las perspectivas a futuro planteadas en el documento original de los estándares; su extensión y grado de detalle son evidencia de ello. Si bien varios autores han encontrado fallas en la misma a la hora de incorporar factores de riesgo relevantes a lo que sería la posterior crisis, la misma fue publicada cuando probablemente algunos de los procesos subyacentes a la misma ya estaban en marcha, por lo que sería inadecuado adjudicar toda la responsabilidad a estos estándares.

Ya en 2009, el Comité lanzó una serie de reformas de Basilea II profundizando sobre cuestiones propias del proceso de titulización. En lo que hace a los requerimientos de capital (Pilar 1), establece mayores ponderaciones por riesgo a las posiciones de titulización. Con respecto al proceso de supervisión (Pilar 2), otorga mayor especificidad a las exigencias acerca de los procesos internos de análisis de riesgo. Finalmente, en lo que hace a disciplina de mercado (Pilar 3), demanda un tratamiento diferenciado de sus exposiciones fuera de balance y por operaciones de titulización, a fines de lograr una mayor transparencia con respecto a las mismas.

Entre las críticas que Blundell-Wignall et al (2010) hacen a la revisión de los requerimientos de capital, encontramos que no tienen en cuenta dentro del primer pilar la concentración dentro de un portfolio de activos, dejando dicho aspecto en manos de la apreciación de los supervisores de la estrategia definida por los bancos. A ello hay que agregar la persistente prociclicidad de los modelos que definen capital requerido, al depender de mediciones de probabilidad de incumplimiento de acreedores que por naturaleza se comportan de manera favorable con respecto al ciclo económico²⁴. Un aspecto interesante que este autor resalta, es la importancia de que los esquemas de remuneraciones dentro de las empresas del sector, al igual que el análisis de solvencia de la misma, sean establecidos sobre el comportamiento a largo plazo. Un factor que generó inestabilidad fue la manera en que estas empresas premiaban a sus agentes por su performance a corto plazo, lo que incentivó a los mismos a llevar a cabo una excesiva toma de riesgos con un patrimonio del que no eran los principales responsables. A futuro, los estándares de Basilea deberían incorporar este aspecto, promoviendo una mayor responsabilidad corporativa que se refleje tanto en el accionar de la institución financiera como hacia dentro de la misma en la conducta de quienes forman parte de ella.

3.1.3. Basilea III

Basilea III²⁵, presentado en Diciembre del 2010, es principalmente una respuesta a las causas de la crisis sub-prime que subyacían en el sistema bancario. En su introducción, el Comité hace referencia a la importancia que la liquidez posee para el adecuado funcionamiento de los mercados financieros, destacando como muchos bancos tuvieron problemas a pesar de poseer adecuados niveles de capital, debido a una imprudente administración de la liquidez. En nuestra opinión esto tiene que ver con la ilusión de que el capital es capaz de ser utilizado para realizar las pérdidas que se puedan suceder en un contexto desfavorable para el conjunto de la economía.

²⁴ Esto es así ya que se solicita al banco que estime variables como la probabilidad de incumplimiento, la pérdida dado el incumplimiento y la exposición dado el incumplimiento, los cuales al depender de valores de mercado de los activos son sobrestimados durante la fase expansiva del ciclo.

²⁵ Cuyo documento se denomina "Marco internacional para la medición, normalización y seguimiento del riesgo de liquidez".

A continuación enumeraremos brevemente las correcciones que se propusieron con respecto a los requerimientos de capital (lo que pasaría a ser el “Pilar I” de **Basilea III**):

Ratio de Cobertura de Liquidez: apunta a asegurar que las entidades posean un stock de activos líquidos que al menos sea capaz de cubrir el neto de los flujos de efectivo negativos²⁶ que se podrían dar en los siguientes 30 días. Dichos activos no deben encontrarse comprometidos a alguna obligación de la entidad, y deben ser capaces de ser convertidos en efectivo sin sufrir cuantiosas pérdidas de valor bajo situaciones de estrés económico. El marco regulatorio establece una excepción para casos en los que este tipo de activos no se encuentran con suficiencia en una jurisdicción, estableciendo la posibilidad de que los bancos mantengan moneda extranjera, con los cuidados que ello implica, o que constituyan acuerdos por los cuales el banco central pueda proveer los mismos.

Ratio de Financiamiento Neto Estable: el mismo complementa al anterior proponiéndose como objetivo en conjunto lograr una mayor correspondencia entre los activos y su fuente de financiamiento. Para ello, exige a las entidades que posean suficiente capital y derechos que se espera sean fuentes fiables de fondos en un horizonte de un año de acuerdo a la característica de los activos en el balance (y obligaciones fuera del mismo) de la empresa. En este sentido, ocuparía el lugar de los requerimientos de capital, pero adoptando un enfoque más relacionado con el aspecto operativo de las instituciones que con su composición patrimonial.

Colchones de capital: El Comité estableció exigencias adicionales de capital para disminuir el shock que pueden tener períodos de tensión económica sobre la entidad. Para ello estableció un colchón permanente del 2,5% de los activos (ponderados por riesgo) a ser mantenido en capital ordinario. Por otro lado, en situaciones coyunturales que se consideren de crecimiento excepcional, los bancos deberán agregar un 2,5% adicional de capital ordinario, en lo que se denomina un colchón de capital anticíclico.

Coefficiente de apalancamiento: El mismo apunta a ser un límite a la cantidad de apalancamiento que las entidades pueden lograr. Para ello, el cociente entre el capital básico²⁷ y

²⁶ Este valor en ningún caso podrá ser menor al 25% de los flujos de efectivo negativos totales previstos para los próximos 30 días.

²⁷ Para una definición del mismo, ver BCBS (2011) PP. 12-17

los activos totales tanto dentro, como fuera del balance, adicionando los derivados (provisoriamente) no debe superar el 3%

Además de estas medidas que sirven como requerimiento general de capital para las entidades bancarias, el Comité propone otras herramientas de monitoreo a fin de medir la concentración del financiamiento (en términos de contraparte, instrumentos y moneda extranjera), el porcentaje de activos no comprometidos a terceros y la liquidez en cierta moneda extranjera con respecto a las obligaciones que se poseen en la misma. Adicionalmente, se ha exigido la incorporación de un sistema de identificación de entidades sistemáticamente importantes (aquellas cuya quiebra podría desatar graves efectos de contagio hacia el resto del sistema financiero) tanto a nivel global como doméstico, a fin de establecer un tratamiento diferencial para los mismos, para lo cual deben desarrollar indicadores que incorporen factores como el tamaño de la empresa, su grado de interconexión con el resto del sistema, y la complejidad de sus operaciones, entre otros²⁸.

Blundell-Wignall et al (2010) considera que algunos de los problemas existentes en Basilea II encontraron solución en el nuevo marco regulatorio. Los criterios de capital se han vuelto aún más restrictivos, admitiendo solo aquellos activos considerados como pasibles de ser utilizados para compensar pérdidas. Además de incorporar factores de penalización por correlación de posible incumplimiento de contrapartes y la exigencia que las mediciones de riesgo provengan de pruebas bajo condiciones de estrés hechas con datos a largo plazo y no solo a partir de valores recientes de mercado. Esto último también responde en parte al problema de la prociclicidad de las estimaciones de capital requerido.

De todas maneras, algunas debilidades no son tratadas. La estructura de mercado reinante, condición necesaria para la expansión irresponsable del crédito que resultó en la crisis, es considerablemente ignorada en el primer pilar. Una dificultad clave que se debe superar en este sentido es la de lograr una adecuada incorporación de las posiciones que toman las entidades financieras en el mercado de capitales dentro de su balance. Blundell-Wignall (2010) demuestra con simples ejemplos como gracias a derivados financieros como las permutas de incumplimiento

²⁸ BCBS (2012a), BCBS (2013)

crediticio²⁹, un banco puede reducir su perfil de riesgo de acuerdo al marco regulatorio, y por lo tanto el capital que debe mantener. En este sentido, resalta la importancia de que en caso de transferirse las obligaciones a lo largo del sistema financiero, el capital que en conjunto debe exigirse que el mismo posea debe mantenerse constante.

Micossi (2013) critica duramente el abordaje, común a las tres versiones de los estándares de Basilea por el cual los criterios para establecer los requerimientos de capital se relacionan los activos son ponderados por su riesgo asociado, considerando que el mismo no es indicativo de la solvencia de un banco al ser estas ponderaciones arbitrarias y poco representativas. El autor adjudica al mismo la responsabilidad de la existencia de un fuerte arbitraje regulatorio, dado que de acuerdo a su postura, el supuesto de no aversión al riesgo por parte de los bancos que subyace a los estándares de Basilea es irreal, por lo que la importancia yace en la cantidad de capital, y que adecuada disciplina de mercado aseguraría una adecuada composición del mismo.

Luego de dos revisiones al marco legal del sistema financiero global, está claro que si lo que se busca es no solo un mayor desarrollo del mismo sino generar estabilidad al conjunto de los mercados, un enfoque más integrador debe ser aplicado. Una iniciativa en este sentido es el Joint Forum formado por la OICV, BCBS y la *International Association of Insurance Supervisors* (IAIS), establecido en 1996 a fines de tratar aspectos comunes a todos estos mercados; cuyos esfuerzos se han redoblado luego de la última crisis internacional. Más adelante veremos ejemplos de cómo ciertas regulaciones en un sector pueden tener externalidades positivas en la legislación de otros; como por ejemplo, cuando tratemos reformas de los mercados OTC, veremos que varios autores³⁰ plantean que las propuestas de utilización de cámaras de compensación centralizadas en esos mercados puede proporcionar información útil a la hora de llevar a cabo análisis de riesgo de

²⁹ Una permuta de incumplimiento crediticio (credit default swap, o CDS en inglés) es un contrato por el cual una entidad financiera puede cubrirse contra el riesgo de que un prestatario incumpla. Para ello promete a un tercero una serie de pagos periódicos contra la promesa de que el mismo cubrirá el valor nominal del préstamo en caso de que el prestatario incumpla. El creciente uso de las mismas se relacionó principalmente con la actividad especulativa, de la cual podemos suponer resultan los altos valores de los contratos que aseguran contra el default de la deuda soberana de nuestro país en el marco del conflicto con los bonistas que quedaron fuera de los canjes de 2005 y 2010, conocidos como fondos buitres. De cierta manera, dado que su valor se presenta en puntos básicos sobre el valor nominal de la deuda, podríamos suponer que estos sirven como herramientas para conocer la apreciación que hace el mercado sobre la posibilidad de que un emisor incumpla con las obligaciones que posee con sus acreedores. Ver Molfino (2014)

³⁰ Blundell-Wignall (2010), Prato (2006), Wellink (2010), Jouyet (2010)

entidades financieras que participan en esos mercados.

3.2. Regulación de Entidades Financieras en la Argentina

El desarrollo del sistema financiero en nuestro país se ha relacionado históricamente con la visión política del gobierno nacional, en especial a lo largo del siglo XX. Generalmente, era durante procesos aperturistas como durante el gobierno militar de la segunda mitad de la década de 1970 o el programa de convertibilidad de los '90 que se llevaban a cabo las principales reformas del sistema financiero, tendiendo a su liberalización y por lo tanto a una asimilación del mismo a las formas internacionales.

A pesar de que en la última década la economía argentina ha experimentado un proceso de progresivo desprendimiento del sector externo en lo que hace a entradas de capitales de inversión e importaciones, ha sido el sector de intermediación financiera uno de los que más ha crecido en términos de producto, principalmente dado el crecimiento del crédito personal y de su utilización como sistema de pagos, además de un nada despreciable aumento del crédito a empresas³¹. Sin embargo, sería apresurado hablar de una transformación del sistema financiero nacional, principalmente dado su relativo aislamiento con el exterior y su relativamente baja integración el mercado de capitales. No obstante, en los últimos años se han tomado medidas tendentes a lograr una mayor correspondencia con los estándares de regulación de entidades financieras a nivel internacional, independientemente de cierta independencia ideológica en lo que hace a la política monetaria con respecto a los países centrales.

De acuerdo al último informe³² acerca del progreso en la implementación del Marco Regulatorio de Basilea, nuestro país cumple satisfactoriamente con los estándares de **Basilea II**³³

³¹ El crecimiento del préstamo a las empresas se ha dado considerablemente bajo ciertas políticas crediticias impulsadas por el Banco Central de la República Argentina como la "Línea de Créditos para la Inversión Productiva" o el "Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario".

³² BCBS (2014)

³³ Con respecto a las revisiones de "Basilea 2,5", nuestro país ha implementado efectivamente aquellas pertinentes a los primeros 2 pilares (Requerimientos de capital y Proceso de Supervisión), alegando una menor prioridad al tercer pilar (Disciplina de Mercado) debido a la limitada actividad del sector en nuestro país, aunque de mantenerse el crecimiento que el sector ha evidenciado en la última década su implementación no debería hacerse esperar.

y las revisiones del mismo llevadas a cabo en **Basilea III**. Los primeros 2 pilares se hicieron efectivos desde Enero del 2013 y el pilar 3 de disciplina de mercado lo hace desde Diciembre de 2013. Con respecto a las novedades incorporadas en **Basilea III**, las mismas se encuentran parcialmente implementadas³⁴. La metodología correspondiente al reconocimiento y seguimiento de “Bancos Sistemáticamente Importantes” ya ha sido publicada, al igual que la relativa a la medición y seguimiento del riesgo de liquidez³⁵

En este sentido, nuestro país se encuentra ligeramente atrasado con respecto a las mayores potencias económicas, pero no por detrás de otras economías emergentes como la de México, Brasil, India y Rusia. La evaluación de la normativa argentina por parte del Comité está programada para Marzo del 2016, fecha para la cual se espera que los documentos estén publicados y la implementación de las reglas se encuentre en progreso.

En un documento³⁶ publicado por el BCRA con respecto al avance en la incorporación de **Basilea III**, se declara que se sostiene la decisión de utilizar un enfoque simplificado para la medición del riesgo crediticio y los requerimientos de capital relacionados al mismo. A su vez, manifiesta que de acuerdo a cálculos del 2011, el sistema bancario argentino opera con un ratio de capital a activos y de mantenimiento de activos líquidos más que suficientes para satisfacer los estándares internacionales, si bien se reconoce que los cálculos irán refinándose a medida que se implementen las medidas relacionadas con el pilar 3. Esta operatoria con un exceso de fondos de prevención se relaciona en parte con una legislación más estricta por parte del BCRA que aquella que los modelos internacionales proponen³⁷, y por otro lado con características propias de la economía argentina (como es la dependencia coyuntural de la balanza comercial y sus efectos sobre el tipo de cambio) que ameritan un mayor grado de precaución por parte de las entidades financieras.

³⁴ El Coeficiente de Apalancamiento se encuentra funcional desde Noviembre del 2014. El Coeficiente de Cobertura de liquidez se incorporó desde Abril del 2014.

³⁵ Esto como un primer paso a la implementación del Ratio de Cobertura de Liquidez, la cual se espera sea completada en el transcurso del 2015.

³⁶ <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/marco/Hoja%20de%20Ruta%20Basilea%20III.pdf>

³⁷ Como es el caso de las exigencias de efectivo mínimo y distribución de resultados. Para mayor detalle, ver textos ordenados en www.bcra.gov.ar

La acción del BCRA va más allá del establecimiento de disposiciones que deben ser cumplidas imperativamente dentro del sistema financiero. Ha impulsado a través de algunos comunicados³⁸ el seguimiento de ciertos lineamientos para la gestión de los diferentes riesgos que afrontan las entidades, a partir de la instauración de estrategias internas diseñadas para ello. Siguiendo el espíritu de lo planteado en el pilar 2 de los principios de Basilea, la existencia e idoneidad de dichos procesos debe ser comprobada por el organismo contralor a fin de lograr una mayor transparencia con respecto a lo que ocurre dentro de estas empresas.

Concluimos que el sistema financiero argentino en conjunto satisface los estándares de Basilea en términos de requerimientos de capital y liquidez dada la volatilidad propia de la economía en la que opera, pero que a pesar de ello, el marco legal se está adecuando progresivamente en el resto de los aspectos a las exigencias internacionales. Es por eso que es de esperarse que los beneficios que se obtengan de ello sean marginales, y se relacionen más con una mayor transparencia de la actividad bancaria para con el público en general que con una mayor solidez del sector.

4. Regulación de mercados de capitales

Siendo generalmente aceptada la idea de que la crisis tuvo su origen en el sector bancario³⁹, ¿por qué habrían de alterarse las normas que rigen a los mercados de capitales? Aunque las causas subyacentes no se encontraban en los mismos, estos fallaron a la hora de cumplir una de sus principales funciones, la de proveer a la economía de señales adecuadas a través del descubrimiento de precios. En un interesante discurso dado en la Conferencia Anual de OICV N°34 en Tel Aviv, Adair Turner⁴⁰, destaca como los precios de los CDS, a pesar de haber alcanzado records históricos en su volumen negociado, fueron poco representativos de la frágil

³⁸ Comunicados A4793, A4854 y A5203

³⁹ Camerini (2012), Knight (2008)

⁴⁰ Entonces presidente de la Financial Services Authority, entidad que en su momento regulaba el sector de intermediación financiera en el Reino Unido.

condición del mercado crediticio. En la misma disertación plantea cómo las crisis tienden a desafiar el paradigma reinante acerca del funcionamiento de los mercados, siendo esta última evidencia de que por más de que los mecanismos de mercado sean eficientes no implica que eviten un comportamiento irracional por parte de los agentes.

He allí la importancia de transformar los mercados de capitales (puntualmente los extrabursátiles) para que, dada la aceleración en la innovación financiera sucedida en los últimos años, los mismos puedan cumplir con sus funciones primordiales, el descubrimiento de precios y la consecuente asignación eficiente de recursos (y riesgos) a lo largo de la economía. Es así que el objetivo esencial de las reformas impulsadas se vuelve principalmente lograr una mayor transparencia, en especial en los mercados extrabursátiles donde se negociaban los derivados sobre los cuales se cimentó la crisis.

4.1. La Organización Internacional de Comisiones de Valores

La *Organización Internacional de Comisiones de Valores* es el organismo que agrupa a las diferentes entidades reguladoras de los mercados de valores alrededor del mundo, y de manera similar al BCBS, apunta a establecer estándares globales para los mismos. Creada en abril de 1983 tras la decisión de otorgar un carácter global a la asociación regional ínter-americana que la precedía, hoy en día sus miembros regulan mercados de valores cuya capitalización conjunta representa más del 95% del total mundial.

Este organismo, en conjunto con el BCBS, ha sido abanderado en la búsqueda de mercados financieros y de capitales más transparentes, integrados y estables. Ya tratamos con anterioridad las iniciativas propias del Comité de Basilea en términos de reformar las reglas que rigen a las entidades financieras. Si bien el organismo emite recomendaciones para la regulación de mercados de capitales, las mismas poseen una evolución más orgánica en comparación al enfoque de paradigmas superadores abogado por el Comité de Basilea, siendo más flexibles en su adaptación a las características de las diferentes jurisdicciones. A su vez, la elección de las herramientas normativas a utilizar no solo se relaciona con la actividad sobre la cual cada una

posee competencia, sino sobre los objetivos de cada organismo. El Comité de Basilea aplica con una perspectiva que prima la búsqueda de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, mientras que la OICV se concentra en proteger a los usuarios de los mercados de capitales.

4.1.1. Las exigencias del G-20

El punto de partida de este proceso de reforma de los mercados de capitales tuvo lugar en la cumbre de los países del G-20 en el año 2009 en Pittsburgh, en la cual se acordó que:

“Todos los contratos extrabursátiles estandarizados de derivados deberían ser negociados en bolsas o plataformas electrónicas de intercambio, donde sea apropiado, y ser compensados a través de contrapartes centrales para fines de 2012 a más tardar. Los contratos extrabursátiles de derivados deben ser reportados a registros de operaciones⁴¹. Los contratos que no sean centralizadamente compensados deben ser sujetos a mayores requerimientos de capital.”

En miras de esta postura, la *Financial Stability Board* (FSB), en conjunto con la OICV y el *Committee on Payment and Settlement Systems* (CPSS), publicaron un informe⁴² en el cual se resumen en cuatro las cuestiones prácticas a ser tratadas por las autoridades reguladoras:

Estandarización: Existen dos niveles en los cuales este aspecto debe ser incorporado⁴³. Por un lado han de tomarse medidas tendentes a aumentar la oferta y el uso corriente de contratos extrabursátiles con cláusulas estandarizadas con respecto a sus términos. Asimismo, lograr consistencia en los procesos técnicos por los cuales los contratos son ejecutados es un objetivo de importancia. El logro de estas metas facilitan la concreción de una mayor transparencia en los mercados, además de otorgarles mayor liquidez, volumen y claridad en el descubrimiento de precios. Esto será posible en la medida de que los agentes estén dispuestos a sacrificar especificidad en los contratos que pactan, por lo cual no todos ellos podrán ser sujetos a este tratamiento.

⁴¹ La Financial Stability Board los define como: “un registro centralizado que mantiene una base de datos electrónica de registros de transacciones de derivados extrabursátiles.

⁴² FSB (2010)

⁴³ OICV (2010a)

Uso de cámaras compensatorias centralizadas: Las autoridades deben promover la compensación central de aquellos contratos suficientemente estandarizados y que posean suficiente liquidez como para no resultar en dificultades en la administración de los mismos por parte de las cámaras compensadoras. Ello no solo tiene la función tradicional de estas entidades de disminuir el riesgo de contraparte y facilitar el proceso de negociación mediante la exigencia de garantías estandarizadas, sino de favorecer al proceso de recopilación de información. Sin embargo, no se debe subestimar la importancia de una adecuada definición de la estructura legal de estas entidades y la supervisión de su comportamiento, dado que son última instancia quienes cargan con el riesgo asociado a todo el sistema⁴⁴ El *Joint Forum* atiende a esta cuestión en sus “Principios para las infraestructuras de mercados financieros”⁴⁵, en los que establece claras definiciones y lineamientos para la constitución de sistemas de pagos, depósito de valores, compensación y registro que se encuentren armonizados a lo largo de diferentes territorios, y que sirvan como herramientas para una mayor estabilidad financiera. Entre estos principios encontramos un adecuado gobierno corporativo, sistemas de gestión de riesgos y transparencia; cuya supervisión recae en alguna autoridad supervisora como puede ser un Banco Central u organismos contralores similares. Se vuelve evidente en este punto la importancia de la coordinación de la regulación del sistema financiero y los mercados de capitales, dado que ciertas entidades que se relacionan con este último (principalmente las cámaras compensadoras que actúan como sistema de pagos) otorgan servicios de naturaleza financiera, y de importancia no solo para otorgar solidez a los mercados de valores, sino para la estabilidad financiera en general.

Promoción de transacciones en plataformas de intercambio electrónicas: De ser posible, el uso de plataformas de intercambio electrónicas libres y públicas, el mismo debe ser promocionado por las autoridades, ya sea mediante incentivos o exigencias. Ello apunta a aumentar la transparencia y facilidad de acceso al mercado, con miras a lograr un mejor proceso de descubrimiento de precios. Por otro lado, posibilita un mejor proceso de control y supervisión por partes de las autoridades, y mayor claridad para implementar procesos de armonización

⁴⁴ Russo (2013), Wellink (2013)

⁴⁵ CPSS (2012)

interjurisdiccional. Al igual que el uso de cámaras compensadoras, también es proclive a simplificar la recopilación de información.

Reporte a registros de operaciones: Finalmente, puede ser mencionada la exigencia de reportar información acerca de transacciones extrabursátiles (de compensación centralizada o no) a entidades encargadas de su recolección y distribución entre autoridades, agentes del mercado y el público en general. Estos datos serían de utilidad para lograr mercados más eficientes y transparentes, y una mejor gestión sobre el riesgo sistémico, con sus beneficios para una mayor estabilidad financiera. Las autoridades bancarias pueden utilizarla para incorporar a su apreciación de las entidades bancarias las posiciones de estas últimas en contratos de derivados, con las implicancias que ello tiene, las cuales fueron discutidas anteriormente. La OICV recomienda que un registro de operaciones debe mínimamente exigir información acerca de los términos de la transacción, información de las partes involucradas y del activo que subyace al contrato. La información debería estar disponible en forma de reportes periódicos a autoridades y el público en general además de permitir el acceso por parte de las autoridades a datos más detallados si son necesarios para abordar problemas específicos⁴⁶. Nos remitimos también en este punto a la importancia que poseen los principios de Basilea en términos de la divulgación de datos por parte de entidades financieras; para lograr una adecuada apreciación del riesgo sistémico al que se expone la estructura financiera de un país, han de considerarse quienes poseen las principales posiciones abiertas en el mercado, el tamaño y composición de su cartera, información difícil de agregar a partir de datos transaccionales.

4.1.2. Otras iniciativas

Considerando la importancia que la titulización tuvo en el génesis de la crisis internacional, no sorprende que, al igual que con los principios de Basilea, la misma haya obtenido un tratamiento particular por parte de la OICV⁴⁷. Las principales recomendaciones por parte del organismo se complementan con las iniciativas del Comité de Basilea para la prevención del

⁴⁶ BCBS (2012b)

⁴⁷ OICV (2012)

riesgo sistémico, las cuales se relacionan con la adecuada divulgación de posiciones por parte de las entidades bancarias que participan del proceso. Las sugerencias para los entes contralores de los mercados de capitales se concentran en la retención de riesgo por parte de quienes originan y administran los activos a ser titulizados, a fin de alinear sus intereses con aquellos de quienes invierten en los valores negociables resultantes del proceso. Adicionalmente acentúan la importancia de que la información difundida acerca de la emisión sea suficiente como para que los inversores puedan establecer a consciencia un perfil de riesgo de los activos subyacentes y su flujo de efectivos asociado. Para ello es crucial que se presenten al potencial comprador de la emisión todos los escenarios posibles, incluso aquellos que presentan condiciones adversas y de baja probabilidad. Una herramienta importante es la estandarización de esta información, principalmente a nivel de las características de los activos. El organismo reconoce que existen avances que se están haciendo en todos estos sentidos en diferentes naciones, y declara que prudencialmente favorecerá la armonización de los mismos al establecimiento de estándares internacionales, a cuenta de las grandes diferencias existentes en las estructuras de estos mercados.

Otro planteo interesante y de relevancia para nuestra región es el que la OICV hace sobre el diseño de la regulación de los mercados de derivados de commodities⁴⁸, al cual otorga un similar tratamiento pero con ciertas excepciones. Dado que el subyacente es un activo cuyas características no son perfectamente homogéneas a lo largo del mercado, y que es sujeto a prácticas comerciales que pueden no ser comunes en todos los casos, estos contratos de derivados deben reflejar adecuadamente estos aspectos a fines de cumplir con su propósito de servir como cobertura a las fluctuaciones de precios del activo. Son estas mismas características las que dificultan la recolección de información detallada acerca de las transacciones de estos contratos, en especial en los que prevén la liquidación física del activo. En el caso en el que se usan plataformas electrónicas de negociación la única dificultad presente es la agregación de los datos, pero cuando los contratos prevén entrega de acuerdo a ciertas características pactadas y se llevan a cabo mediante vías menos formales, aparecen mayores dificultades en la recolección

⁴⁸ OICV (2011)

de la información.

4.2. Aplicación a nivel internacional

Estas propuestas tuvieron amplia aceptación a nivel internacional, con una acelerada implementación en los países centrales. La reforma del sistema financiero estadounidense bajo la ley Dodd-Frank se desarrolló prácticamente a la par que estos principios, siendo sancionada en Julio del 2010. Esta incluye en su título séptimo disposiciones acordes a los objetivos planteados por el G-20, en especial en lo que hace a la compensación central y disponibilidad de información sobre las transacciones de swaps entendidos en términos generales como cualquier contrato que genere una transferencia de riesgo⁴⁹. Asimismo también incorpora nuevas exigencias al proceso de titulización como son requerimientos de que parte del riesgo se mantenga en manos del originador y el fiduciario, a fines de incentivar una adecuada apreciación del riesgo de los créditos subyacentes, los cuales deberán ser adecuadamente comunicados bajo la nueva legislación. Otra incorporación apunta a solucionar el problema de riesgo moral que implican las instituciones sistémicamente importantes, o “too big to fail”, implementando una sección que trata la liquidación de estas entidades en casos de quiebra en los que se pretende mantener estabilidad en el sistema financiero asegurando que sean los responsables los que carguen con las pérdidas.

Por su parte, la Unión Europea hace lo propio mediante la sanción en el 2012 la norma conocida como Regulación de Infraestructura de Mercados Europeos⁵⁰, la cual se enfoca en los mercados de derivados extrabursátiles, teniendo como característica diferencial su énfasis en las relaciones interjurisdiccionales. Ejemplo de ello son los artículos 75, 76 y 77; los cuales tratan relaciones con terceros países buscando establecer acuerdos de cooperación y reconocimiento mutuo de las legislaciones propias de cada país. Este tipo de convenios son cruciales dada la globalidad de las consecuencias de una supervisión poco adecuada, pero deben ser desarrollados con cuidado de no extralimitarse con las potestades pretendidas, o que los procesos normativos

⁴⁹ En sus inicios, la propuesta no preveía la exclusión del registro de los contratos de commodities con liquidación física, los cuales por su naturaleza presentan un número mucho mayor de complicaciones que aquellos con liquidación en efectivo. Ver Perotti (2014)

⁵⁰ Reglamento (UE) No 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de julio de 2012 relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.

domésticos pasen a estar determinados en sobremanera por las exigencias de entidades reguladoras del exterior⁵¹.

Podríamos afirmar que una primera etapa de esta nueva reforma global está en camino a ser completada, aquella en la que se busca reforzar los mecanismos de supervisión en vista de la transformación que han evidenciado los mercados de capitales y financieros. Sin embargo, queda por definir cómo se complementarán estos nuevos controles con un sistema de cooperación internacional para la resolución de conflictos y la difusión de la información relevante.

4.3. El caso argentino

Un estudio⁵² de los mercados extrabursátiles en un grupo de países emergentes desarrollado por la OICV en Julio del 2010 desarrolla un diagnóstico de los mismos hasta ese momento (el cual incluye a la Argentina). De acuerdo al mismo, si bien al igual que en los países desarrollados los contratos derivados componen la mayor parte de los mercados extrabursátiles; en los países emergentes estos se caracterizan por tener una fuerte participación de contratos sobre moneda extranjera y una importancia no menor de contratos sobre commodities, en contraste con el caso de los países desarrollados donde los contratos sobre tasas de interés son los más pactados. Se concluye que la negociación en estos mercados es de baja frecuencia y volúmenes relativamente altos, señal de que la misma posee un componente de compromiso por parte de los agentes que los acuerdan. Se reconoce que la principal cuestión a tratar, al igual que a nivel global, es la falta de transparencia, no porque no exista disponibilidad de la información relevante sino porque no existen mecanismos adecuados para la organización y distribución de la misma.

Una evaluación del proceso de titulización en algunos países latinoamericanos llevado a cabo en el 2010⁵³, muestra que el mercado de dichos productos en nuestro país era extremadamente reducido en comparación con los más desarrollados, y posee una estructura muy

⁵¹ Para un análisis más completo del fenómeno de extraterritorialidad en la legislación del sistema financiero ver Dallara (2013)

⁵² OICV (2010a)

⁵³ OICV (2010b)

diferente en diversos niveles. Las compañías comerciales poseen una preponderancia mayor como generadores de activos, el sector público es un fuerte demandante con respecto a otros países, y la gran mayoría de los títulos son ofrecidos bajo oferta pública. En términos generales, el proceso de titulización en nuestro país posee varias características deseables. La retención de riesgo por parte de los originadores es de práctica común y la oferta pública establece requerimientos de información, aunque no necesariamente al nivel necesario. El hecho de que el vehículo de inversión preferido en nuestro país sea el fideicomiso financiero (o los fondos comunes de inversión en menor escala) tiene la ventaja de que no se requiera desarrollar una normativa alternativa a la que regula este tipo de entidades. No obstante, se establecen observaciones a ser atendidas a futuro, principalmente en este último aspecto, siempre considerando el grado de desarrollo de este mercado.

De acuerdo al último reporte de la FSB en lo que hace al progreso de las reformas de mercados extrabursátiles, publicado en abril de este año, nuestro país cumple con los requisitos en términos del uso de cámaras de compensación y plataformas de intercambio⁵⁴. Para lograrlo, no fue necesaria la toma de iniciativas normativas, ya que los derivados extrabursátiles en nuestro país se negocian en el *Mercado Abierto Electrónico S.A* (MAE), el cual posee una plataforma de intercambio electrónica y desde el año 2000 goza de la disposición de los servicios de *Argenclear S.A.*, una cámara compensadora multilateral con soporte tecnológico provisto por *Mercado de Valores de Buenos Aires S.A.* Es interesante notar que esta estructura del mercado extrabursátil, actualmente impulsada por organismos como la OICV y la FSB, se configuró sin que se haya requerido legalmente que ello sea así, si bien difícilmente haya sido un avance considerado como visionario en su momento, y se encuentre relacionado con las características de los activos negociados y la dimensión reducida de la plaza.

En la actualidad, la nueva ley de mercados de capitales 26.831 (cuyas características generales analizaremos en la siguiente sección), da a la *Comisión Nacional de Valores* (CNV) la autoridad suficiente como para exigir que la operación se realice a través de cámaras

⁵⁴ Esto es así ya que en nuestro país la existencia del MAE y Argenclear precedía a la crisis internacional.

compensadoras y plataformas electrónicas⁵⁵ (exigencia que en la actualidad no se encuentra impuesta). Además, de asociarse con una cámara compensadora aprobada por la CNV, un mercado es posible de ser autorizado con un menor capital exigido para su conformación, lo cual promueve la práctica⁵⁶.

Demostrando una postura favorable a las reformas propuestas, el BCRA emitió un comunicado⁵⁷ en 2007 por el cual penalizaba a aquellas entidades financieras que tomaran posiciones en derivados cuya liquidación no se encontrase centralmente compensada en términos de requerimientos mínimos de capital, estableciendo de esa manera incentivos adicionales para su uso.

Finalmente en lo que hace a las exigencias de reporte ante registros de operaciones, al momento no se han implementado nuevas resoluciones legales al respecto, si bien se considera que los requisitos se cumplimentan, dado que la mayor parte de las transacciones en el mercado extrabursátil es llevada a cabo con contrapartes extranjeras, por lo que las mismas deben ser reportadas al BCRA.

En líneas generales, el modelo de mercado extrabursátil argentino previo a la crisis se adaptaba a las exigencias planteadas por los organismos internacionales en vista de lo acordado por el G-20, a pesar de no encontrarse legislados aún para esa fecha varios aspectos propios de dichos requisitos. La ley de mercados de capitales 26.831, como veremos a continuación, avanza en algunos de estos aspectos en el marco de una profunda reforma de los mercados de capitales de nuestro país.

4.3.1. La ley 26.831 de Mercados de Capitales

La sanción de la ley 26.831 de mercados de capitales el 29 de noviembre del 2012 ha traído consigo amplia controversia debido a algunas de las reformas que promueve. La misma

⁵⁵ Ley 26.831 Artículo 19 Inciso a

⁵⁶ Resolución General 622/2013 Tít. VI Cap. I, Art 12

⁵⁷ Comunicado 4725

derogó las normas⁵⁸ que hasta ese momento reglamentaban el régimen de oferta pública y los mercados de capitales, apuntando a establecer un enfoque que en ciertos aspectos se aproxima más a las prácticas de los principales mercados de capitales del mundo, pero generando polémica con respecto al grado de atribuciones que se otorgan a la Comisión Nacional de Valores (y a través de ella, al Poder Ejecutivo Nacional) para la intervención en el mercado.

Entre los cambios que presenta esta ley que nos acercan a las prácticas internacionales encontramos:

Desmutualización de los mercados:

La estructura legal tradicional⁵⁹ de los mercados de valores era tal que la operatoria se encontraba limitada a agentes que fuesen accionistas de la sociedad, la cual no se encontraba bajo de un régimen de oferta pública⁶⁰. En nuestro país, los mercados de valores debían encontrarse adheridos a Bolsas de Comercio⁶¹, las cuales hasta el momento poseían la facultad para autorizar, suspender y cancelar el listado y negociación de los valores negociables. La ley 26.831 elimina esta restricción, abriendo la posibilidad de actuación en los mercados a cualquier agente que cumpla con los requisitos establecidos por la CNV en el marco de la nueva norma⁶². A nivel internacional, esta es la forma legal más difundida que toman los mercados de valores, por lo que podríamos considerarlo un avance en términos de convergencia operativa. A su vez, el artículo 31 de la nueva ley exige que entren en régimen de oferta pública, por lo cual deben cumplir con el régimen de transparencia establecido en el capítulo V del Título III de la ley 26.831, por lo que deberán someterse a requisitos informativos, de auditoría externa y de publicidad de su accionar.

⁵⁸ Entre las que menciona el Artículo 154 de la ley 26.831, se deroga la ley 17.811 de Oferta Pública, sancionada en 1968, la cual creó la Comisión Nacional de Valores y servía como principal guía para el funcionamiento de los mercados de capitales.

⁵⁹ World Federation of Exchanges (2010)

⁶⁰ Artículo 41 inciso b de la ley 17.811

⁶¹ De acuerdo al Cap. XII de la Resolución General 622/2013 de la CNV (presentada el 5 de Noviembre del 2013), las Bolsas con Mercados de Valores adheridos no pueden iniciar nuevos trámites para la cotización de valores negociables, aunque seguirán autorizadas para desarrollar otras actividades propias de las mismas como ser la constitución de Tribunales Arbitrales, actuación como Cámaras Compensadoras y Calificadoras de Riesgos, colocación y distribución de valores negociables, entre otras.

⁶² Artículo 47

Eliminación del principio de autorregulación de los mercados:

La nueva legislación resulta en la apertura de los mercados a nuevos agentes, los cuales necesitan ser regulados por un organismo externo a fin de promover la competencia y responsabilidad empresarial. La ley 17.811⁶³ establecía que eran los Mercados de Valores quienes poseían facultades disciplinarias sobre los agentes de bolsa, solo pudiendo ser apelada ante el poder judicial. Bajo la nueva ley, la CNV no solo pasa a hacerse cargo de la autorización, registro, supervisión de los agentes del mercado, sino de su sanción, de considerarse que los mismos infringen la ley 26.831⁶⁴; escindiendo a los mercados de su potestad para autorregularse. Una vez más, esto sigue el ejemplo de los mercados de capitales más desarrollados.

Divulgación de información

Los artículos 26 y 27 establecen excepciones al carácter secreto que posee la información que la CNV obtenga mediante la aplicación de sus funciones. La primera de ellas hace referencia a convenios de cooperación pasibles de ser firmados con autoridades similares del extranjero. Ejemplo de ello es el recientemente firmado Memorando Multilateral de Entendimiento⁶⁵ de la OICV, por el cual la CNV acuerda con una serie de definiciones y prácticas comunes para la cooperación y la definición de potestades jurisdiccionales de cada entidad en lo que hace al intercambio de información. Dicho acuerdo, firmado en el mes de Junio del 2014, es una señal positiva en términos de la disposición de la Comisión a cooperar en materia regulatoria, lo cual podría otorgar cierta seguridad a agentes del exterior quienes desconocen de primera mano las características del marco legal de nuestros mercados.

Por otra parte, el artículo 27 concede al BCRA y a la *Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN)* la posibilidad de obtener información de la CNV vía levantamiento del secreto. Esta disposición ha recibido numerosas críticas por parte de quienes creen que favorecerá un mayor control por parte del Estado, pero la misma es necesaria si se pretende ejercer un adecuado monitoreo del sistema financiero como un todo, con especial atención al desarrollo de situaciones

⁶³ Artículo 59

⁶⁴ Artículo 19 inciso b

⁶⁵ MmoU por las siglas en inglés de Memorandum of Multilateral Understanding. Última versión disponible en: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD386.pdf>

de riesgo sistémico.

De todas maneras, esta sección posee el carácter vago y declaratorio que caracteriza a muchos artículos de la ley, y por lo tanto es difícil no ser crítico cuando se deja el aspecto operativo de cuestiones de semejante importancia a merced de la reglamentación que la CNV haga de las mismas. En contraste, la ley Dodd-Frank es más explícita en su tratamiento de este aspecto, siendo más transparente con respecto a la participación de diferentes organismos estatales⁶⁶ mediante el establecimiento de un comité dedicado a la conservación de la estabilidad del sistema financiero, con facultades y mecanismos para la toma de decisión claramente definidos por la norma. El camino tomado por la legislación norteamericana delimita la autoridad que poseen los organismos estatales sobre esta información, Más allá de que exista aceptación o no de la autoridad que la legislación norteamericana otorga a los organismos estatales sobre esta información, el hecho de que la misma se encuentre delimitada por la norma otorga más seguridad que la alternativa adoptada en nuestro país.

Régimen informativo:

Analizando el actual Texto Ordenado de la CNV⁶⁷ encontramos que los requisitos informativos se han vuelto más estrictos a lo largo de todo el espectro de participantes del mercado de capitales. La aplicación de Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) se vuelve obligatoria para toda entidad que deba presentar sus estados contables⁶⁸ (desde empresas bajo oferta pública, pasando por cámaras compensadoras e incluyendo colectivos de inversión), estableciendo una excepción para PyMEs⁶⁹.

A su vez, la nueva normativa de la CNV pretende hacer uso extensivo de la Autopista de la Información Financiera (AIF), interfaz informática utilizada para remitir la información requerida por el ente contralor, establecida a partir de la Resolución General 345/99. La misma puede convertirse en una potente herramienta para la recolección de datos, que de ser complementada

⁶⁶ Su artículo 111 determina la creación de un "Consejo de Supervisión de Estabilidad Financiera" con miembros de diferentes autoridades del sistema financiero, con claras directivas acerca de su proceder y sus facultades.

⁶⁷ Aprobado por la Resolución General N° 622/2013

⁶⁸ Título IV, Capítulo III, Art. N° 1 del Texto Ordenado de la Comisión Nacional de Valores.

⁶⁹ Aquellas emisoras consideradas Pequeñas y Medianas Empresas según lo dispuesto por la Subsecretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional.

con un sistema de agregación y análisis de los mismos sirve a los fines de una mejor supervisión de los mercados.

Especial atención ha sido prestada a la cuestión de los productos de inversión colectiva⁷⁰, entre los cuales encontramos a los fideicomisos financieros. En línea con las exigencias internacionales, los prospectos se han vuelto muchos más detallados; ahora se requiere presentar información detallada acerca de los activos fideicomitados, el riesgo asociado a la inversión e identificación de los participantes del fideicomiso y la relación económica existente entre ellos. Otro requerimiento innovador de esta ley es la designación de un Agente de Control y Revisión que se hará cargo de supervisar los activos subyacentes y su administración. Adicionalmente, se establecen en el texto criterios de valuación del patrimonio neto de los fondos comunes de inversión basados principalmente en valores de mercado, acorde a una mejor percepción del riesgo⁷¹.

Interconexión de mercados:

El artículo 39 de la ley 26.831 prevé que la CNV pueda requerir a los mercados que “[...] establezcan un sistema de interconexión entre ellos para permitir la existencia de un libro de órdenes común [...]”. Esto se hace efectivo en las disposiciones del Texto Ordenado de la CNV⁷², el cual establece que los mercados deberán contar con Sistemas Informáticos de Negociación que se encuentren interconectados entre sí, a fin de lograr “[...] concentrar liquidez en cada instrumento logrando la mejor ejecución de órdenes.”

Acuerdos entre mercados con respecto a esta resolución⁷³ ya han sido firmados, y más allá de las implicancias que ello posee en términos de eficiencia, es otro ejemplo (como la AIF), de tecnología capaz de ponerse a disposición de los supervisores y facilitar la comprensión del funcionamiento del mercado.

No obstante, existen ciertas cuestiones cuyo tratamiento deja que desear. Entre ellas podemos nombrar:

⁷⁰ Título V del Texto Ordenado de la Comisión Nacional de Valores.

⁷¹ Título V, Capítulo I, Sección II, Art. N°20 del Texto Ordenado de la Comisión Nacional de Valores.

⁷² Título V, Capítulo I, Sección XX

⁷³ http://www.cronista.com/contenidos/2014/04/29/~noticia_0102.html

Riesgo sistémico:

Este punto, central en el contexto de este trabajo, es uno sobre los cuales la ley 26.831 es notoriamente poco específica. El artículo 141 de dicha ley determina que: *“Cuando fundadamente se advierta la existencia de situaciones de riesgo sistémico, u otras de muy grave peligro, la Comisión Nacional de Valores podrá suspender preventivamente la oferta pública o la negociación de valores negociables, otros instrumentos financieros y la ejecución de cualquier acto sometido a su fiscalización hasta que hechos sobrevinientes hagan aconsejable la revisión de la medida [...]”*.

Llama la atención la falta de definición de lo que representa una situación de riesgo sistémico o de grave peligro, al no haberse establecido ningún método para su identificación⁷⁴ ni tampoco un manifiesto interés en instaurar medidas dispuestas a su minimización. Tal circunstancia genera incertidumbre acerca de bajo qué condiciones la CNV puede decidir actuar o no, y qué factores podrían introducirse en este asunto.

En los Estados Unidos el Congreso incluyó varios títulos que atienden al manejo de este riesgo⁷⁵ en la ley Dodd-Frank, y el Parlamento Europeo sancionó la anteriormente mencionada ley de Regulación de Infraestructura de Mercados Europeos exclusivamente a los fines de atender las reformas de mercados de derivados que el G-20 propuso para disminuir el riesgo sistémico. En nuestro país, en cambio, se decidió primar en la discrecionalidad de la autoridad de contralor por sobre el establecimiento de reglas claras, lo cual deteriora la confianza de quienes participan del mercado de capitales argentino.

Facultades fiscalizadoras de la CNV:

Existe polémica con respecto a lo que dispone la ley en término de la potestad para establecer sanciones de la CNV. Una de las principales críticas a la nueva ley de mercados de capitales se relaciona con la atribución que la CNV posee para poder “[...] *declarar irregulares e ineficaces los efectos administrativos los actos sometidos a su fiscalización, **sin sumario previo**, cuando sean contrarios a esta ley, las demás leyes, a las reglamentaciones dictadas por la*

⁷⁴ En un trabajo publicado por el departamento de investigación de la OICV se propone un sistema de identificación de riesgo sistémico basado en el análisis de factores a nivel micro y macro, el cual puede ser adaptado a la estructura de mercado de diferentes jurisdicciones. Ver Bijkerk, et al. (2012)

⁷⁵ Títulos I, II, VI, VII y VIII.

Comisión Nacional de Valores [...]”⁷⁶ Este dictamen estipula que la CNV posee facultades para anular las decisiones administrativas de las instituciones de manera inconstitucional, no respetando el debido proceso determinado en el artículo 18 de la Constitución de la Nación Argentina. De acuerdo al Decreto Reglamentario 1023/13, dicho artículo se encuentra aún sin reglamentar, por lo que queda por ver cuáles serán las consecuencias de su aplicación.

Por otra parte, la ley establece en su artículo 14 inciso b incluir dentro de los recursos de la CNV a los fondos que resulten de la aplicación de multas por parte de la misma, generando un conflicto de intereses perverso a la hora de definir sanciones pecuniarias.

Designación de veedores en sociedades en régimen de oferta pública:

Uno de los artículos mas controversiales, el N°20, otorga a la CNV la autoridad para: *“[...]Designar veedores con facultad de veto de las resoluciones adoptadas por los órganos de administración de la entidad, cuyas disposiciones serán recurribles en única instancia ante el presidente de la comisión [...]”* y *“[...] Separar a los órganos de administración de la entidad por un plazo máximo de ciento ochenta (180) días hasta regularizar las deficiencias encontradas. Esta última medida será recurrible en única instancia ante el Ministro de Economía y Finanzas Públicas [...]”*.

La CNV entonces cual podría participar directamente del proceso de toma de decisiones de las empresas que se encuentren bajo régimen de oferta pública si sus investigaciones concluyen su necesidad. No analizaremos aquí las consecuencias que ello puede tener⁷⁷, pero que un ente contralor posea semejante capacidad de intervención en las firmas que listadas atenta contra la seguridad jurídica provista a estas últimas.

Universidades como calificadoras de riesgos:

Otra llamativa innovación de esta nueva ley es la posibilidad de incluir dentro de los registros de agentes de calificación de riesgo a universidades públicas, en la medida de que

⁷⁶ Ley 26.831 Artículo 19 inciso i.

⁷⁷ Este artículo presumiblemente daría al poder ejecutivo nacional, siendo quien posee exclusividad para la designación de directores de la CNV, sin necesidad de aprobación por parte del poder legislativo, la oportunidad de intervenir directamente en empresas cuyo accionar considerase contrario a sus intereses. Ver <http://www.infobae.com/2013/08/02/722939-mercados-capitales-el-gobierno-tendra-poder-intervenir-37-empresas>

cumplan los requerimientos reglamentados por la CNV. Carlino (2012) es de la opinión de que el procedimiento de toma de decisiones en las universidades públicas es incompatible con la práctica, y que estas instituciones educativas se expondrían a riesgos que no valdrían la pena.

En términos generales, nos encontramos ante una ley cuya sanción se encuentra justificada desde la necesidad de una reforma de los mercados de capitales que se adapte (e integre) más a las prácticas internacionales, a pesar de que en varios aspectos esté lejos de lograr este objetivo. Si bien muchas de las propuestas que trajo consigo son tendentes al mismo no quedan dudas de que ciertas innovaciones son impredecibles en términos de los resultados que traerán (en especial con respecto a las Universidades Públicas como agencias calificadoras), y ciertos artículos atentan a la seguridad jurídica de los inversores y empresas que listen en el mercado.

La principal carencia en el marco de esta ley es, siguiendo a Elespe (2012), la falta de contrapesos a la autoridad que se otorga al ente contralor en materia de sanciones y mantenimiento del secreto, dejando amplio espacio para la discreción por parte de la administración del organismo. Es por lo tanto de esperar que el mayor desarrollo del mercado de capitales que pueda traer esta nueva ley se vea limitado por la introducción de resoluciones que socaven la confianza que los agentes poseen en la operatoria en nuestros mercados, además de aspectos socioeconómicos y políticos que van más allá del alcance de este trabajo.

5. Conclusión

Queda claro que una vez más un episodio traumático en la economía global ha transformado el paradigma en lo que hace a la regulación del sistema financiero y los mercados de capitales. Si bien se sigue buscando la transparencia y la eficiencia, el foco ya no se coloca sobre el usuario en términos individuales, sino sobre la estabilidad del sistema en su conjunto. El objetivo pasa a ser la minimización del riesgo sistémico resultante de una estructura financiera internacional cada vez más interconectada, compleja, e incierta en cuanto a su futuro.

Podemos afirmar que las herramientas para lograr una adecuada gestión del riesgo sistémico han de reflejar tanto su origen, en las transacciones que le dan lugar, como en la contingencia que representa para el sistema financiero en su conjunto. Es por ello que el sistema bancario, que sirvió como catalizador y medio de contagio a la crisis, ha debido ver su normativa rectificadas; mientras que por su parte, los mercados extrabursátiles han debido ser reformados para que la información provista en ellos sea más representativa de lo que se negocia en aquellos.

En la mayoría de las cuestiones propuestas, encontramos que nuestro país se encuentra en un proceso de convergencia a los estándares internacionales. No han existido mayores dificultades para la implementación de reformas a la normativa del sistema bancario dado que este último opera con un cierto grado de cautela, el cual podemos adjudicar al contexto macroeconómico inestable en el que se encuentra, lo cual hace a la actividad financiera intrínsecamente riesgosa, dada la imprevisibilidad de los flujos de crédito.

En lo que hace al mercado de capitales, la principal transformación llega de la mano de la Ley 26.831 de mercados de capitales, la cual responde a la necesidad de actualizar una legislación fundada en una ley con más de 40 años de antigüedad al momento de ser derogada, período en el cual surgieron un sinnúmero de innovaciones en el ámbito de la actividad que la misma regulaba. Si bien ha habido diversos grados de polémica al respecto de varios aspectos de esta nueva ley, la misma ha incorporado en términos generales el espíritu de muchas prácticas que son costumbre tanto en nuestro país como en el exterior.

El proceso de transformación del marco legal de los mercados de capitales y financieros es un proceso permanente y discontinuo, que claramente depende del contexto social y político que los rodea. Las reformas implementadas en nuestro país conjugan el tratamiento de necesidades domésticas con la respuesta a buena parte de los requerimientos internacionales, incluso en una medida que parece desproporcionada para el desarrollo de los mercados domésticos. El atraso que existía en algunas cuestiones es innegable, por lo que el nuevo marco regulatorio aparecía como una necesidad. El tiempo dirá, a medida que surjan los conflictos, si estos cambios han dejado un saldo positivo en un mediano plazo, o si es menester llevar a cabo una nueva reforma.

6. Bibliografía:

ABELES, Martín (2009) *El impacto de la crisis internacional en la economía argentina*. Revista de Trabajo – Nueva Época, Año 5, N°7. PP. 185-212.

ADRIAN, T. y SHIN, H.S. (2009) *The shadow banking system: implications for financial regulation*. Banque de France. Financial Stability Review, N° 13. PP. 1-10

BCBS – Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (1988) *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*. Julio.

BCBS – Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2004) *Convergencia internacional de medidas y normas de capital - Marco revisado*. Junio. BCBS – Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2009) *Enhancements to the Basel II framework*. Julio.

BCBS – Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2010) *Basilea III: Marco internacional para la medición, normalización y seguimiento del riesgo de liquidez*. Diciembre.

BCBS – Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2011) *Basel III: A global regulatory framework for a more resilient banking system*. Junio

BCBS – Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2012a) *A framework for dealing with domestic systemically important banks*. Junio

BCBS – Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2012b) *Report on OTC derivatives data reporting and aggregation requirements*. Enero 2010

BCBS – Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2013) *Global systemically important banks: updated assessment methodology and the higher loss absorbency requirement*. Julio.

BCBS – Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2014) *Seventh progress report on adoption of the Basel regulatory framework*. Octubre

BIJKERK, W., et al. (2012) *Systemic Risk Identification in Securities Markets*. IOSCO Research Department. Julio.

BLUNDELL-WIGNALL, A. y ATKINSON, P. (2010) *Thinking Beyond Basel III: Necessary Solutions for Capital and Liquidity*. OECD Journal: Financial Market Trends, Vol. 2010, Issue 1. Pre-publication version.

CAMERINI, Marcelo A. (2007) *La transparencia en el mercado de capitales*. Buenos Aires: Ad-hoc

CAMERINI, Marcelo A. (2012) *Fundamentos filosóficos de refutación a la nueva ley de oferta pública*. Revista La Ley: Suplemento especial Regulación del Mercado de Capitales.

CARLINO, Bernardo (2012) *Ley 26.381 sobre mercado de capitales*. Revista La Ley: Suplemento especial Regulación del Mercado de Capitales.

CPSS – Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (2012) *Principles for financial market infrastructures*. Abril.

DANNIELSON, Jon (2009) *On the efficacy of financial regulations*. Banque de France. Financial Stability Review, N° 13. PP. 53-63

DWYER, Gerald P. (2009) *What is systemic risk, anyway?* 6 de Noviembre 2009 <http://macroblog.typepad.com/macroblog/2009/11/what-is-systemic-risk-anyway.html>

ELESPE, Douglas (2012) *Justificación de un Sistema regulador del Mercado de capitales. Observaciones y características de la nueva ley*. Revista La Ley: Suplemento especial Regulación del Mercado de Capitales

FSB (2010) *Implementing OTC Derivatives Market Reforms*. Octubre 2010

FMI. (2008) *Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*. Global Financial Stability Report, Abril 2008, Fondo Monetario Internacional. Cap. 1.

FMI. (2009) *Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks*. Global Financial Stability Report, Abril 2009, Fondo Monetario Internacional. Resumen ejecutivo.

FREHEN, R., GOETZMANN W. N., ROUWENHORST K. G. (2013) *Dutch Securities for American Land Speculation in the Late-Eighteenth Century*. Borrador. National Bureau of Economic Research.

HWANG, I., In, F. H. y Kim, T.S. (2010) *Contagion Effects of the U.S. Subprime Crisis on International Stock Markets*. Finance and Corporate Governance Conference 2010 Paper. Social Science Research Network.

IORGOVA, S. y PAZARBASIOGLU C. (2008) *The Subprime Crisis: Potential Implications on Emerging Market Countries*. Conferencia Anual N°33 de la Organización Internacional de Comisiones de Valores. Paris. 26-29 de Mayo 2008.

JACKSON, Patricia (1999) *Capital Requirement and Bank Behaviour: The impact of the Basle Accord*. Basel Committee on Banking Supervision. Working papers N° 1 April 1999.

JOUYET, Jean-Pierre (2010) *21st century finance cannot do without a sound regulation of the OTC derivatives markets*. Banque de France. Financial Stability Review, N° 14. PP 81-92

KINDLEBERGER, Charles P. (1973) *La Crisis Económica 1929-1939*. (Ed. Rev.) Barcelona, España: Folio.

KNIGHT, Malcolm D. (2008) *Out of the Crisis: Shaping the Future of the Global Financial System*. Conferencia Anual N°33 de la Organización Internacional de Comisiones de Valores. Paris. 26-29 de Mayo 2008.

MARICHAL, Carlos (2010) *Nueva historia de las grandes crisis financieras*. Buenos Aires: Debate.

MENENDEZ, Rodrigo (2002) *La titulización de activos en la Argentina*. Tesina de Grado de la Facultad de Derecho y Abogacía de la Universidad de Belgrano N°67.

MICOSSI, Stefan (2013) *A Viable Alternative to Basel III Prudential Capital Rules*. Center for European Policy Studies

MOLFINO, Nicolás (2014) *Los CDS y el caso Argentina*. 30 de Junio 2014. www.rosariofinanzas.com.ar/Articulos.aspx?titulo=Los%20CDS%20y%20el%20caso%20Argentina&id=241

OSINSKI, J., SEAL, K. y HOOGDUIJN, L. (2013) *Macroprudential and Microprudential Policies: Toward Cohabitation*. SDN 13/05. IMF Discussion Note. Fondo Monetario Internacional.

OICV (2010a) *OTC Markets and Derivatives Trading in Emerging Markets*. Reporte Final. Julio.

OICV (2010b) *Securitization and Securitized Debt Instruments in Emerging Markets*. Reporte Final. Octubre,

OICV (2011) *Principles for the Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Markets*. Reporte Final. Septiembre

OICV (2012) *Global Developments in Securitisation Regulation*. Reporte Final. Noviembre

PEROTTI, Estrella (2014) *La Ley Dodd-Frank y algunas lecciones para Argentina*. Informativo Semanal N° 1665. Bolsa de Comercio de Rosario

PRATO, Olivier (2006) *Better capturing risks in the trading book*. Banque de France. Financial Stability Review, N° 8. PP. 51-61

RESERVE BANK OF INDIA (1999) *Report of the In-House Working Group on Asset Securitization*. Reserve Bank of India

RUSSO, Daniela (2013) *CPSS-IOSCO Principles for financial market infrastructures: vectors of international convergence*. Banque de France. Financial Stability Review, N° 17. PP. 69-78

SCHWARCZ, Steven L. (2008) *Systemic Risk*. Duke Law School Legal Studies Paper No. 163. Georgetown Law Journal, Vol. 97, No. 1. March 2008.

THIEMANN, Matthias (2011) *Regulating the off-balance sheet exposure of banks. A comparison pre- and post-crisis*. Foundation for European Progressive Studies.

TIESSET, M. y TROUSSARD, P. (2005) *Regulatory capital and economic capital*. Banque de France. Financial Stability Review, N° 7. PP. 59-74

TORTUL, Marina (2011) *Impacto de la crisis internacional sobre la economía argentina*. Revista de Ciencias Económicas: Vol. 29, N° 1. Universidad de Costa Rica

WELLINK, Nout (2010) *Mitigating systemic risk in OTC derivative markets*. Banque de France. Financial Stability Review, N° 14. PP. 131-135

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES (2010) *Regulated Exchanges: Dynamic Agents of Economic Growth*. Nueva York: Oxford

WILSE-SAMSON, Laurence (2010) *The Subprime Mortgage Crisis: Underwriting Standards, Loan Modifications and Securitization*. Trabajo en progreso. Universidad de Columbia.

7. Anexo A: El proceso de titulización

Como definimos en el cuerpo del trabajo, el procedimiento de titulización es aquel por el cual un determinado conjunto de activos ilíquidos son cedidos a un vehículo de inversión, contra los cuales este último emite valores negociables, los cuales son colocados entre el público inversor. De esta manera, el originador puede cubrir parcialmente el riesgo crediticio propio de los activos subyacentes, vendiéndoselo a inversores dispuestos a afrontarlo. A su vez, este tipo de prácticas otorga de liquidez a quién se desprende de los activos en cuestión, y permite financiar tanto el proceso como la originación del activo subyacente (especialmente cuando el mismo es de carácter crediticio).

El proceso tiene claras ventajas a la hora de lograr un mercado de crédito más líquido ya que otorga a los participantes en el mercado de capitales la oportunidad de adquirir indirectamente posiciones en el mismo, y a quienes necesitan fondearse a corto plazo una fuente de dinero alternativa. Sin embargo, el mismo, de no estar adecuadamente estructurado y regulado, es propenso a que se den asimetrías de información con respecto a los riesgos de los activos a titular, y consecuentemente de los valores negociables en cuestión.

La legislación de diferentes bancos centrales suele reconocer tres estructuras posibles para un proceso de titulización:

- **Pass-through**: En este caso los pagos que reciben los inversores tienen una relación directa con los flujos generados por los activos, por lo que tienen derecho sobre los ellos en el mismo tiempo y forma en que van surgiendo.
- **Pay-through**: Esta estructura permite al vehículo de inversión pagar a los inversores una serie de flujos que no mantienen la misma forma de aquellos que el activo subyacente genera, permitiéndole al vehículo obtener beneficios extra de la administración de los mismos, además de ofrecer mayor variedad de esquemas de pago a partir de un mismo grupo de activos.
- **Asset Backed**: Finalmente, este esquema implica que la entidad emisora no es la poseedora de las obligaciones de pago hacia los inversores no dependen de la

administración de los fondos por parte del vehículo de inversión, sino que los flujos dependen directamente del rendimiento del activo subyacente al valor negociable emitido. De esta manera, el derecho de los inversores no depende ni del vehículo de inversión ni del originador de los activos.

En lo que hace a los vehículos de inversión propiamente dichos, Camerini (2007) plantea que la legislación argentina avala:

- Sociedades de objeto específico: sociedades creadas especialmente para desarrollar un determinado negocio, con objeto social específico, viéndose restringida la posibilidad de asumir riesgos extraños al mismo.
- Fondos comunes cerrados de inversión: definidos legalmente en nuestro país con la ley 24.083 de fondos comunes de inversión, la cual fue ligeramente alterada parcialmente por la ley 24.441 de fideicomisos. Previo a la aprobación de esta última, los fondos de inversión se veían limitados a ser de carácter abierto e invertir en activos prefijados por ley. A partir de la modificación de esta última, se abrió la posibilidad de establecer fondos de inversión con cuotapartes limitadas, además de flexibilizar el objeto de inversión, el cual sigue siendo exclusivo, pero no necesariamente prefijado por ley.
- Fideicomisos: Sobre este último nos extenderemos relativamente más dada la difusión que ha logrado en nuestro país, no solo como herramienta legal para la titulización de activos sino para una gran variedad de negocios. Si bien este contrato tiene sus antecedentes en el derecho romano, no fue hasta el año 1994 con la sanción de la ley 24.441 que esta forma legal fue reconocida en nuestro país. Dicha ley determina que habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario. Es este vehículo el más utilizado en nuestro país, en su forma de fideicomiso financiero. De acuerdo a la misma ley, en este formato, el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero, y beneficiario son los titulares

de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así transmitidos.

De acuerdo a Menéndez (2002), en un momento inicial, eran los fondos comunes cerrados de crédito (una variante de los fondos de inversión avalados por la ley 24.038) la forma legal preferida para este tipo de negocios, hasta que la ley 24.441 introdujo la forma del fideicomiso financiero, a la cual el autor adjudica menores costos de estructuración y una mayor flexibilidad en materia normativa. Camerini (2007) propone que la utilización de un vehículo de inversión es indispensable al proceso de titulización dentro del marco legal argentino.

Existen antecedentes de la práctica de titulización desde el siglo XVII⁷⁸, pero no fue hasta mediados del siglo pasado que su uso se extendió, principalmente por iniciativa del gobierno norteamericano, con la creación de la *Asociación Federal Nacional Hipotecaria* (FNMA por sus siglas en inglés, mejor conocida como *Fannie Mae*) en el año 1938, buscando inyectar liquidez al mercado de viviendas en el marco de la difícil situación económica existente durante dicha década. Dado el éxito del sistema, la titulización empezaría a ser utilizada en mayor medida en otros países durante la segunda mitad del siglo XX. Dada su flexibilidad, es utilizada para desprenderse de activos ilíquidos como créditos comerciales, de tarjetas de crédito, préstamos personales, y en mayor escala, créditos hipotecarios.

Fue la gran difusión de títulos de deuda que poseían como colateral a hipotecas la que generó un alto nivel de riesgo sistémico que resultó en la crisis de fines de la década pasada. Esto fue así principalmente por dos razones:

- Los fondos obtenidos con la titulización eran reutilizados para financiar nuevos créditos hipotecarios
- Se pensaba que el riesgo de que las hipotecas entren en mora no se encontraba correlacionado, sino que era una cuestión de solvencia individual de la contraparte.

El primer punto en primera instancia no debería presentar ningún inconveniente, pero

⁷⁸

Frehen et al. (2013)

dadas las limitaciones del mercado, estos créditos eran ofrecidos a individuos cada vez menos solventes en condiciones más laxas, a fin de poder continuar obteniendo un diferencial entre las tasas implícitas que se pagaban a quienes invertían en los títulos de deuda y aquella que se cobraba a los tenedores de hipotecas.

Lo segundo era básicamente un supuesto que era correcto durante el período en que el precio de las propiedades estaba en aumento, pero como luego se evidenció, cuando las condiciones en el mercado inmobiliario y la economía en general se volvieron adversas, parte considerable de los créditos (en especial aquellos otorgados a los tenedores menos solventes) entraron en mora, iniciando así el contagio hacia todo el mercado de crédito. Esta es la posición de Wilse-Samson (2010), quien considera que el proceso de titulización resultó en menores exigencias para quienes querían obtener un crédito hipotecario.

Si quisiéramos establecer una breve apreciación del proceso de titulización, concluiríamos que el mismo es una muy útil herramienta de ingeniería financiera que, de estar correctamente estructurado, ofrece una interesante alternativa de inversión y un instrumento de financiación que por su flexibilidad puede ser utilizado por una gran variedad de agentes. Para que ello sea así el mismo debe estar regulado de manera de lograr el mayor grado de transparencia posible, ya que entonces cada participante podría adecuadamente captar los riesgos de la operación y decidir si está dispuesto a aceptarlos.