

Aspectos regulatorios esenciales para las instituciones financieras en México

Luis Leyva Martínez*

A un año del estallido de una de las crisis económicas financieras más extensas del capitalismo moderno, caracterizada por un gran nivel de interdependencia entre los agentes económicos, el presente trabajo tiene por objetivo analizar las regulaciones que requiere el sistema financiero mexicano a partir de las nuevas formas de movimiento del capital.

En este trabajo se argumenta que a pesar de que en el sistema financiero mexicano no se observan los mismos fenómenos que en los países desarrollados (Estados Unidos e Inglaterra), tienen algunos rasgos similares, que de no atenderse podrían generar en el futuro situaciones complejas. Debido a la globalización del sistema financiero mexicano, éste no puede desligarse de las tendencias normativas internacionales en materia financiera, por consiguiente se deben mejorar las prácticas para fomentar el crecimiento económico y la estabilidad de los mercados.

Este trabajo se divide en tres partes. Se inicia con una breve discusión sobre la génesis de la crisis financiera internacional de 2008, resaltando los eventos que motivaron el derrumbe de los mercados financieros en los países desarrollados, con base en lo cual, en la segunda sección, se plantean una serie de recomendaciones en materia regulatoria para la economía mexicana, que permitan ordenar el mercado financiero y limitar la inestabilidad financiera; finalmente, en la tercera sección, se presentan las conclusiones.

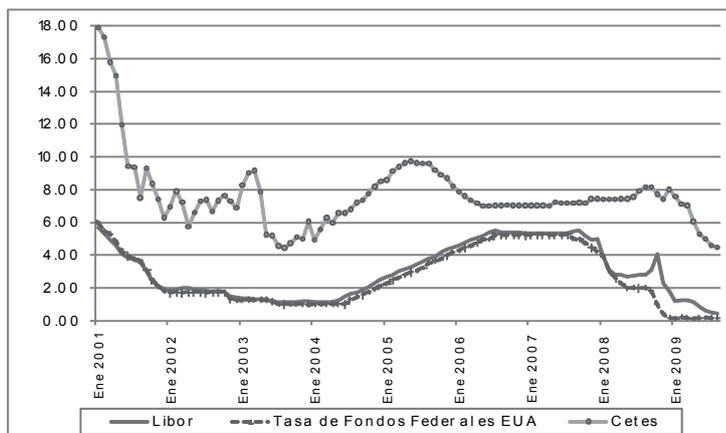
Una breve mirada atrás

Los años anteriores a la crisis de 2008 se caracterizaron por un elevado nivel de liquidez en los mercados financieros. En un entorno de libre movilidad de capitales, los países con superávit en la cuenta comercial, como China, buscaron vehículos de inversión especiales, fuera de sus fronteras, para valorizar sus recursos excedentarios, cuyo contrapeso fue un incrementar la liquidez en los países que recibieron los grandes flujos de recursos (Estados Unidos e Inglaterra). Ello, indujo a un desequilibrio en el precio de las monedas, subvaluando a ciertas divisas y sobrevaluando las de los países occidentales, señaladamente el dólar.

* Director General Adjunto de Regulación Bursátil en la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Las ideas expresadas en este artículo reflejan únicamente el punto de vista del autor, y no constituyen la posición oficial de la citada Comisión.

Otro elemento fundamental para explicar la actual crisis financiera internacional fue la reducción de la tasa de interés en los países desarrollados. En los primeros años de la presente década, las economías de los países industrializados entraron en una etapa de desaceleración. En Estados Unidos, la Reserva Federal (FED), al igual que otros bancos centrales de países industrializados, redujeron de manera sostenida las tasas de interés. Entre 2000 y 2002, la FED redujo las tasas de interés de 6 a menos de 2%, manteniendo ese nivel hasta 2004. Lo anterior motivó a los grandes corporativos y a países con excedentes líquidos a buscar fuentes alternativas para valorizar su capital (véase gráfica 1).

Gráfica 1
Evolución de las principales tasas de interés 2001-2009



Fuente: Banco de México

Nota: Cifras en porcentajes. Libor a 3 meses; Cetes a 28 días.

Los bajos niveles de las tasas de interés favorecieron el consumo de bienes, mayoritariamente inmuebles, con base en créditos de largo plazo y tasas de interés relativamente reducidas. En este contexto, gran parte de los rendimientos financieros provinieron de inversiones en metales preciosos y del sector inmobiliario. Este nuevo comportamiento de los sistemas financieros, redujo el ahorro doméstico y, aumentó el consumo y el nivel de endeudamiento. Tanto los créditos al consumo, como aquellos destinados a adquirir bienes duraderos y vivienda, impulsaron a las economías industriales a salir de la desaceleración económica observada a inicios de la presente década, la cual, sin embargo, desató una fuerte fragilidad financiera que, en 2008, indujo la crisis financiera internacional.

En los años previos al aumento de tasas de interés, la mayoría de las instituciones bancarias relajaron sus estándares en el otorgamiento de créditos. Bajo la lógica de incrementar las ganancias, buscaron mantener su participación en el mercado, ampliando los créditos a sectores y agentes no solventes.

En este entorno se generaron una serie de prácticas financieras no deseables, otorgándose créditos con tasa de interés relativamente bajas, sujetas a variación. Por ejemplo, abundaron combinaciones de factores como:

- El otorgamiento de créditos a tasa variable.
- El otorgamiento de crédito a personas cuyos ingresos, actividad económica y patrimonio activos no eran comprobables (hipotecas NINJA—*no income, no job, no assets*).
- Se sobrevaloraron los precios de los inmuebles objeto de préstamo (avalúos inflados).

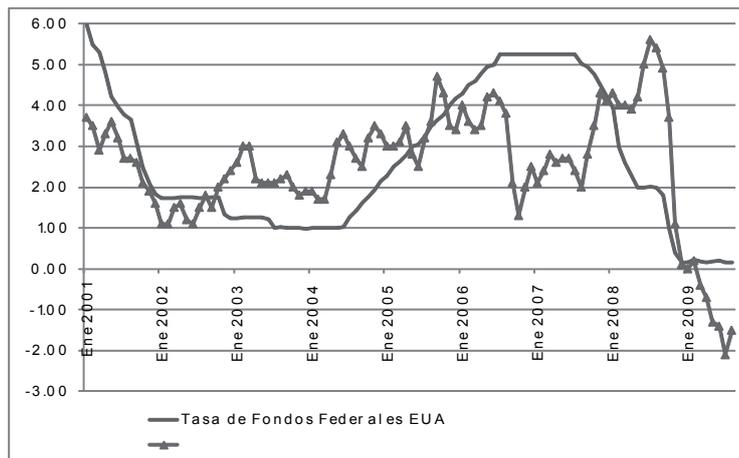
El incremento de créditos al sector inmobiliario generó una fuerte presión sobre los precios de las viviendas generándose nuevos mecanismos a fin de que los bancos pudieran acomodar los créditos solicitados. En este contexto, tuvo lugar un proceso de titularización de los activos subyacentes de los créditos que, a la postre, fue un importante factor en la transmisión de riesgos a diversos sectores de la economía, al establecerse intrincadas relaciones entre acreedores y deudores, debido a que cada titularización de activos añadió eslabones y nuevas interconexiones entre agentes financieros y no financieros. Es decir, las personas físicas, los fondos de inversión, las instituciones bancarias e intermediarios financieros adquirieron valores de deuda respaldados por el pago de créditos hipotecarios y similares emitidos, a su vez, por otros intermediarios e instituciones bancarias.

Más allá de diversificar los riesgos bancarios y sanear el balance de las instituciones, las operaciones crediticias sumadas a los procesos de titularización de cartera generaron crecientes y profundas relaciones de interdependencia, cuyo origen fue la compra de emisiones en el mercado primario, el uso de garantías otorgadas por otras instituciones, o bien, vía la compra/venta de valores en el mercado secundario.

La estructura de los balances bancarios se modificó, tanto por la enajenación de la cartera de crédito como por la adquisición de nuevos instrumentos. Esta situación se observó principalmente en los mercados financieros de los países desarrollados, no así en México donde las entidades financieras no adquirieron el mismo tipo de valores e instrumentos financieros derivados sobre el mostrador que, más tarde, registraron incumplimientos o importantes minusvalías.

Las grandes corporaciones en su afán por valorizar sus inversiones, adquirieron nuevos tipos de instrumentos financieros, sobre los cuales no tenían suficiente conocimiento, ni información para la toma de decisiones de inversión razonadas, ni tampoco contaban con recursos para darle un seguimiento a los riesgos provenientes de dichos instrumentos. La mayor utilización de títulos sintéticos a través de derivados de crédito, instrumentos híbridos y productos estructurados como swaps de crédito (*credit default swaps*), y las obligaciones colateralizadas (*collateralized debt obligations*) se originaron en la búsqueda de ganancias, en donde la tasa de interés durante un periodo de casi nueve años se situó recurrentemente por debajo de la inflación. Estos instrumentos explican en gran parte el estallido de la crisis financiera internacional (véase gráfica 2).

Gráfica 2
Evolución de la tasa de interés e inflación en Estados Unidos (2001-2009)



Fuente: Banxico y Bureau of Labor Statistics, E. U.

En los últimos años, la innovación financiera, se volvió cada más compleja, creándose en muchas ocasiones instrumentos financieros “a la medida” que, generalmente, carecían de un mercado regulado, lo cual vino a exacerbar el desorden financiero. En los meses de octubre y noviembre de 2008, en medio de la crisis de liquidez y confianza, resultó sumamente complejo encontrar contrapartes para muchos de estos instrumentos financieros. De hecho, la valuación de los precios de muchos de estos títulos no pudo determinarse por la falta de mercado.

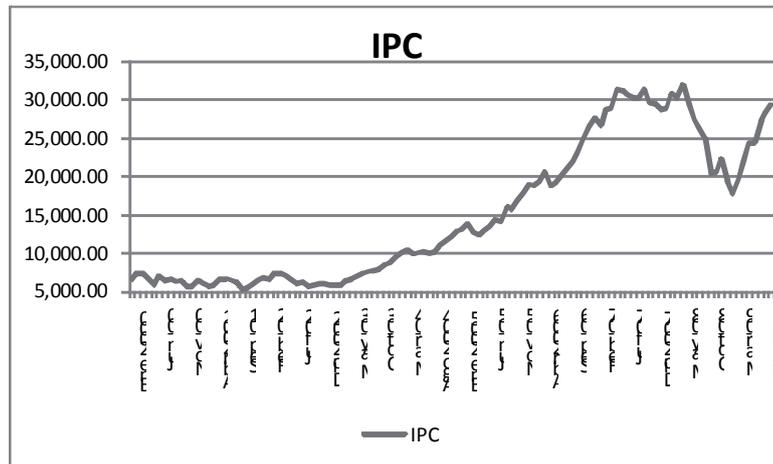
Adicionalmente, dada la complejidad de las posiciones de negociación de los inversionistas, diversas entidades financieras internacionales tardaron en detectar su vulnerabilidad y para sorpresa de muchos se vieron involucradas en la cadena de riesgos. En Estados Unidos, por ejemplo, las mediciones del valor en riesgo de esas posiciones no mostraron mayores problemas, y por consiguiente el nivel de capital de las entidades no era adecuada a los riesgos reales que enfrentaban. En retrospectiva ello obliga a replantear la forma de cómo las instituciones de crédito miden y capitalizan sus riesgos, poniendo mayor énfasis en la calidad del capital y la liquidez de los balances.

En paralelo, en México, con un entorno internacional complicado, con expectativas hacia la baja, y noticias económicas apuntando hacia una recesión profunda y con fuertes rumores acerca de incumplimientos potenciales en los títulos negociados en las bolsas de valores, provocó que los inversionistas que poseían títulos de corto plazo, comenzaran a repatriar sus capitales hacia los mercados financieros de países desarrollados. En otras palabras, como medida precautoria, los inversionistas institucionales buscaron seguridad (*fly to quality*) invirtiendo en deuda gubernamental, denominada en dólares y euros. A su vez, las subsidiarias y filiales de entidades del exterior desinvertieron en la bolsa de valores nacional y enviaron recursos a sus matrices para compensar las pérdidas registradas en los mercados externos. En este contexto, salieron del sistema financiero mexicano alrededor de 8 mil millones de dólares en los meses de septiembre a octubre de 2008 lo cual generó una devaluación del tipo de cambio que lo incrementó por encima de 13 pesos por dólar. De hecho, en junio de 2008, la inversión extranjera en cartera como porcentaje del PIB era de 1.5%, reduciéndose -0.5% para junio de 2009.¹

Esta salida de capitales se reflejó en la caída en el mercado de valores y Índice de Precios y Cotizaciones (IPC), el cual perdió en 5 meses lo ganado en casi 5 años. En este contexto, abundaron los inversionistas que ante las expectativas negativas generalizadas, vendieron sus posiciones y buscaron liquidez. Este fenómeno también afectó al sector de sociedades de inversión ocasionando fuertes minusvalías en el precio de los fondos. Cabe precisar que, a excepción de algunos fondos que tenían valores extranjeros entre sus activos (como aquéllos emitidos por Lehman Brothers), la mayoría de las sociedades de inversión, no presentaron problemas originados por sus estrategias de inversión, sino que fueron presa del mercado bajista observado en mayo de 2008 a marzo de este año (véase gráfica 3).

1 Con base en datos de Banco de México, disponibles en www.banxico.gob.mx

Gráfica 3
Evolución del Índice de Precios y Cotizaciones (IPC)
de la Bolsa Mexicana de Valores
(enero 2000- agosto 2009)



Fuente: Banxico.

Nota: datos mensuales. Base 1978=100.

Por su parte, las instituciones de crédito nacionales resistieron adecuadamente la oleada especulativa, en gran medida, por haber contado con niveles de capitalización apropiados y por no haber adquirido valores del exterior. Mientras los bancos en el exterior acumulaban aceleradamente fuertes pérdidas provenientes de sus mesas de negociación con valores, varias de las instituciones nacionales mantenían mejores resultados de operación. Incluso estuvieron en posibilidades de fondear sus matrices durante varios meses para compensar las pérdidas que éstas registraron.

A manera de reflexión, puede señalarse, que el manejo de la política monetaria de los principales bancos centrales del mundo, que aunado a una serie de deficiencias en la regulación y supervisión financiera, fueron gestando poco a poco la actual crisis mundial. Entre 2002 y 2005, la tasa de fondos federales de la FED se ubicó consistentemente por debajo de la inflación, situación que se volvió a repetir desde 2008 a inicios de 2009.

Nótese cómo la autoridad monetaria, a través del precio del dinero, particularmente cuando éste se encuentra por debajo del nivel general de precios puede inducir el desarrollo de la innovación financiera y, la generación de movimientos especulativos en todo tipo de mercados, particularmente los financieros, inmobiliarios e inclusive de bienes y servicios primarios.

Aspectos regulatorios esenciales

Si bien el sistema financiero mexicano no fue severamente golpeado por la crisis financiera internacional, existen ciertos elementos que pueden inducirla, tal y como sucede en el exterior. De esta forma, con base en las recomendaciones de diversos organismos financieros, como la Organización Internacional de Comisiones de Valores,² el Financial Stability Board (FSB),³ y algunas autoridades financieras como el Financial Services Authority del Reino Unido,⁴ se plantean una serie de directrices que a continuación se discuten.

A) *En materia bancaria*

Establecimiento de provisiones anticíclicas: La cadena de transmisión de riesgos observada en los años previos a 2009, mostró cómo la interdependencia entre el sector real y financiero de la economía puede ahondar la magnitud de una crisis. En la medida en que el sector bancario construya suficientes provisiones en la etapa ascendente del ciclo, podrá contar con recursos para afrontar la parte descendente.

El Financial Stability Board, señala que los países deben mejorar el nivel y calidad de capital bancario. Esto implica que es insuficiente contar con grandes montos de capital, volviéndose imprescindible que la conformación de dicho capital responda adecuadamente ante situaciones de inestabilidad. En este punto, resulta trascendental la liquidez del capital de cada institución. La mayoría de los países del G20 están llevando a cabo procesos de revisión de este aspecto, buscando establecer un monto considerable de capital bancario que esté integrado por activos altamente líquidos.

La conformación de dicho capital depende en parte de las mediciones de Valor en Riesgo (VaR), las cuales mostraron ser pro-cíclicas e incapaces de revelar los verdaderos niveles de riesgo en los portafolios de las entidades. De hecho, el FSB señala que la mayoría de las pérdidas que experimentaron las

² Véase *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*, "Impact On and Responses of Emerging Markets to the Financial Crisis, Report of the Emerging Markets Committee of IOSCO", septiembre de 2009 y IOSCO, "Good Practices in Relation to Investment Managers' Due Diligence When Investing in Structured Finance Instruments, Report of the Technical Committee of IOSCO", julio de 2009.

³ Véase *Financial Stability Board*, "Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System", abril de 2009.

⁴ Véase *Financial Services Authority*, "The Turner Review A regulatory response to the global banking crisis", marzo de 2009.

instituciones bancarias provino de sus posiciones de negociación con instrumentos financieros, tanto regulados como desregulados. Por ello, el utilizar estas medidas estadísticas como base para el establecimiento de requerimientos de capital por riesgo de mercado, merece una importante revisión, particularmente con miras a incorporar mediciones en escenarios de inestabilidad.

Adicionalmente, la conformación de “colchones de capital” (denominación de la FSB), en la inclusión de mediciones de riesgo, especialmente en aquellas posiciones de negociación en instrumentos financieros, se deberán considerar tiempos más largos que los utilizados previos a la crisis, a fin que los modelos de riesgo de las entidades capturen escenarios de riesgo a lo largo de todo el ciclo ocurrido en los últimos años.

Provisiones: Bajo la regulación actual, en muchos países, incluido México, las instituciones bancarias deben hacer provisiones de sus carteras de crédito que, para tal efecto, utilizan modelos con escenarios donde se establecen probabilidades de incumplimiento, tomando en consideración variables tales como los pagos realizados a un crédito, la tasa de interés, entre otros.

En la medida en que dichas variables se vuelvan más restrictivas, o bien se incorporen nuevos elementos, como los porcentajes de uso de las líneas de crédito, severidad de la pérdida, o, el monto del crédito otorgado respecto del valor del inmueble para el caso de la cartera hipotecaria (loan to value), las instituciones estarán en posibilidad de predecir con mayor efectividad los incumplimientos, y podrán realizar provisiones de capital más adecuadas y oportunas. Adicionalmente, el fortalecimiento de la capacidad de los bancos para medir sus riesgos de crédito, les permitirá contar con mejores herramientas para direccionar sus prácticas de otorgamiento crediticio y actuar de manera más prudente cuando su nivel de cartera vencida así lo indique.

Regulación de operaciones con las matrices del exterior: Si se considera que en México la mayoría de las instituciones bancarias más importantes en términos de su participación de mercado, son subsidiarias de bancos del exterior, salen a la luz una serie de situaciones que merecen atención:

- a) Las políticas de otorgamiento crediticio pudieran estar subordinadas a las directrices provenientes del exterior. Si bien los bancos que operan en México deben ceñirse a las reglas prudenciales emitidas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores en cuanto al proceso crediticio se refiere, las directrices generales de política de crédito son determinadas por las matrices, para lo cual no existe una manera viable, desde la óptica regulatoria para reducir la influencia que éstas ejercen sobre las subsidiarias mexicanas respecto de la características de los créditos, los sectores eco-

nómicos sujetos de créditos e inclusive el monto de créditos que pueden otorgar. Este aspecto requiere una profunda revisión desde la óptica de la política económica, con la finalidad de integrar con mayor efectividad la actividad bancaria a las necesidades de financiamiento de la economía mexicana.

- b) Las utilidades bancarias de las subsidiarias fueron utilizadas para fondar las matrices del exterior para compensar las pérdidas en que éstas incurrieron. Lo anterior ocurrió en detrimento de la solvencia y liquidez de la banca nacional, y significó un debilitamiento de las entidades nacionales. Al efecto, es factible realizar cambios regulatorios para limitar este fenómeno, encareciendo estas operaciones a través de un requerimiento adicional de capital sobre las operaciones que las instituciones de crédito celebren con entidades relacionadas. De esta forma, con independencia de la manera en que exista una transferencia de recursos, siempre que la operación se realice con la matriz, habrá un cargo extra que desincentive la realización de estas transacciones por parte de los bancos.

B) En materia bursátil

Instituciones calificadoras de valores: Gran parte de las decisiones de inversión de los agentes, desde las personas físicas hasta los inversionistas institucionales, está guiada por dictámenes de calidad crediticia, emitidos por dichas instituciones. Si bien los referidos dictámenes ayudan a resolver el problema de información incompleta del mercado, al integrar una multiplicidad de variables, que en muchos de los casos son inaccesibles para el grueso de los inversionistas, también presentan diversos problemas relacionados con conflictos de interés, discrecionalidad y sobreutilización.

El pago de los servicios de una institución calificadora proviene de los propios evaluados. Esto constituye en sí mismo un escenario idóneo para la aparición de conflictos de interés, por lo cual deben fortalecerse los mecanismos de control interno en el proceso de calificación, de manera que el producto final del análisis y evaluación de crédito esté apegado a criterios eminentemente técnicos, con base en sus metodologías de calificación; esto es, libres de presiones por parte de las entidades que califican y de posibles injerencias de ciertos participantes del mercado.

En la actualidad, en línea con las directrices de la Unión Europea, en la mayoría de los países europeos, en la región de Asia, América Latina y, sobre todo en Estados Unidos de América, se registra un proceso muy profundo de revisión de la figura de las instituciones calificadoras. En el entorno de la crisis financiera, resultaron notorias las deficiencias de la actuación de dichas

instituciones en mercados del exterior, registrándose retrasos en la actualización de las calificaciones, conflictos de interés e inexperiencia para calificar ciertos productos financieros estructurados, entre otros.

No obstante que en México la actuación de estas instituciones ha sido mejor que lo observado en otros países, conviene promover el fortalecimiento del proceso de calificación con miras a asegurar su objetividad y transparencia. Particularmente, deben establecerse mejores controles en la calificación de productos financieros estructurados, incluidas la actividad de titularización de los activos, a la luz de la creación de estructuras financieras, cada vez más complejas, para emitir valores respaldados por activos. Al efecto, la regulación debe obligar a las calificadoras a considerar aspectos como:

- a) La calidad de los activos subyacentes de una emisión
- b) La calidad de los originadores y administradores
- c) Las responsabilidades de todos los participantes en el cumplimiento de las obligaciones de los vehículos emisores (mayoritariamente fideicomisos)
- d) Los riesgos específicos de cada estructura financiera, entre otros

Por otra parte, es innegable que todos los agentes económicos dependen en alguna medida de las opiniones de crédito de las instituciones calificadoras. Por ello, debe realizarse una revisión de la vulnerabilidad de dichos agentes al utilizar las calificaciones de crédito en las Siefos, bancos, sociedades de inversión, etc., y realizar reformas que reduzcan la dependencia de la propia regulación financiera en las calificaciones de crédito. Por ejemplo, el régimen de inversión de las Siefos está delimitado a la compra de papeles con cierta calificación de crédito. Asimismo, las instituciones de crédito utilizan las calificaciones para efectos de constituir provisiones. Por su parte, el público adquiere de las sociedades de inversión instrumentos de deuda, y la calificación de crédito es un determinante importante en la decisión de compra.

De manera paralela al fortalecimiento del proceso de calificación, debe existir un esfuerzo por parte de la CONDUSEF y las propias calificadoras para concientizar a los inversionistas respecto del verdadero significado de una calificación, sus alcances y, supuestos, de manera que no sea el único factor que se tome en cuenta al realizar una inversión.

Regulación de operaciones de titularización: La emisión de valores respaldados por activos generó en Estados Unidos graves problemas para los inversionistas e instituciones en general. La estructuración de estas operaciones, particularmente las respaldadas por créditos hipotecarios, ocultó gran parte de los verdaderos riesgos a que se enfrentaban los tenedores de dichos

valores. En este punto se conjugaron al menos tres problemas, los cuales, se presentan a continuación.

El primero, relacionado con las prácticas no deseables ya descritas en torno al otorgamiento de crédito, que dieron lugar a la titularización de activos de dudosa calidad crediticia. Para el caso nacional, la regulación bancaria actualmente establece elementos mínimos que debe considerar el proceso de otorgamiento de un crédito, desde su origen (promoción, evaluación, aprobación e instrumentación), hasta su administración (seguimiento, control, recuperación administrativa y recuperación judicial de créditos con problemas). Inclusive, se establecen comités de crédito, a los que se asigna la función de aprobar créditos con base en un manual. Los funcionarios y empleados que participan en la promoción del crédito, o que puedan tener conflicto de interés, están impedidos para participar en la aprobación del mismo. En este sentido, la regulación nacional presenta un mejor estándar que el observado en otros países, por lo que las hipotecas en México, presentan mejores condiciones que las observadas en Estados Unidos.

El segundo problema, se refiere al análisis superficial de los créditos efectuado por las calificadoras de valores en otros países que, no analizaron adecuadamente los riesgos de los activos de respaldo, ni las estructuras legales de las operaciones de titularización. A este respecto, como se detalló anteriormente, existe la necesidad de mejorar, en México, el régimen aplicable a dichas calificadoras.

El tercer problema está relacionado con la inadecuada información de que se allegaron los inversionistas respecto a este tipo de operaciones. En este punto, en México, recientemente se realizaron cambios normativos. Se estableció un régimen de revelación de información específico para la titularización. Sin embargo, existen aspectos que todavía pueden mejorarse para robustecer el régimen, particularmente si estas operaciones continúan en auge, considerando aspectos tales como:

- a) Clarificar las funciones y responsabilidades de todas las partes involucradas en una operación de titularización.
- b) Revelar con precisión el mecanismo de transferencia de los activos de respaldo a la entidad emisora (que suele ser un fideicomiso).
- c) Transparentar a los responsables del servicio de la deuda emitida, por vehículo emisor, así como el administrador de los activos de respaldo, señalando el riesgo en que incurren los inversionistas en caso de que dicho administrador entre en quiebra o no existan sustitutos.
- d) La obligación de los que ceden activos de respaldo de adquirir o retener una parte de los valores emitidos a fin de mitigar cualquier vicio oculto o conflicto de interés que pudiera existir.

Prácticas de venta y administración de inversiones: Como se comentaba con antelación, la mayoría de los administradores de carteras en Estados Unidos adquirieron instrumentos financieros sin tener una idea clara respecto de los riesgos inherentes de los mismos. El problema se agudizó cuando los administradores vendieron estos títulos a otros inversionistas, cuyo perfil de riesgo no era compatible con estas operaciones, o fueron adquiridos por fondos de inversión, transmitiéndose el riesgo a un gran número de pequeños inversionistas.

En el fondo de dicha problemática subyacen prácticas inadecuadas por parte de los intermediarios al vender productos financieros a su clientela. Esta situación, con las debidas proporciones guardadas, se ha observado en México cada vez con mayor frecuencia, y adquiere relevancia si se considera que puede afectar tanto a grandes instituciones financieras, como a trabajadores que ahorran en sociedades de inversión.

Lo anterior tiene su origen en diversos factores, entre los cuales, destacan la existencia de conflictos de interés por parte de las entidades financieras, donde los administradores adquieren valores sesgados por relaciones de negocio o patrimoniales (comprar valores emitidos por otras entidades del mismo grupo financiero); la existencia de conflictos de interés por parte de los gestores, que buscan retornos rápidos a través de la inversión en activos de mayor riesgo para compensar otras pérdidas, o bien para obtener bonos por desempeño.

Por esta razón, la regulación nacional debe fortalecerse, a fin de lograr un adecuado proceso de “perfilamiento”⁵ de clientes de las entidades financieras (proceso conocido como “conoce tu cliente”, *know your client*), tomando en consideración aspectos como la tolerancia al riesgo, horizonte de inversión, patrimonio, etcétera, con la finalidad de ofrecer sólo aquellas opciones de inversión que resulten acordes con el perfil (proceso conocido como *suitability*). Asimismo, el conocimiento de los productos que son ofrecidos a la clientela merece particular revisión a la luz del vertiginoso ritmo que ha seguido la innovación financiera tanto en los mercados del exterior como en México.

Por otra parte, las casas de bolsa, las instituciones de crédito y las operadoras de sociedades de inversión deben fortalecer sus procesos de administración de riesgos y ceñirse a criterios normativos más estrictos para la adquisición de valores e instrumentos financieros, ya sea por cuenta propia o de terceros.

5 Implica determinar el perfil de un inversionista como cliente (agresivo, patrimonial, conservador, etcétera).

En este sentido, deben establecerse en la regulación aspectos como:

- a) La obligación de realizar perfiles más detallados de los clientes de los intermediarios financieros, tomando en cuenta aspectos mínimos como la aversión al riesgo, el horizonte de inversión, etcétera para ofrecerles inversiones acordes con sus perfiles.
- b) La obligación de llevar a cabo un adecuado proceso de análisis de las inversiones, que comprenda los activos subyacentes (en el caso de productos estructurados), la calidad de los administradores y originadores de dichos activos, la medición y comprensión de los riesgos inherentes, así como la capacidad de dar seguimiento a la evolución de las posiciones de negociación, entre otros.
- c) Los deberes fiduciarios que los administradores de cartera tendrán hacia los inversionistas, estableciendo así la evaluación de su gestión y mecanismos para la rendición de cuentas.

Segregación de activos con problemas: La volatilidad experimentada en el último trimestre de 2008, particularmente en octubre de ese año, tuvo efectos importantes para el mercado de las sociedades de inversión. Los administradores de los fondos tuvieron diversos problemas para valorar los activos que integraban la cartera de las sociedades de inversión porque el mercado dejó de funcionar adecuadamente para ciertos títulos. La mayoría de las posturas en el piso de remates de la bolsa eran de venta, lo cual, volvió complejo dar salida a los inversionistas que deseaban liquidez. Las operadoras de sociedades de inversión se vieron obligadas a castigar el precio de salida de los inversionistas ante el gran monto de instrucciones de venta.

Ante este escenario, algunos países permitieron suspender las salidas de los fondos, en tanto no se restablecieran condiciones ordenadas en el mercado. Sin embargo, esto perjudicó a todos los agentes involucrados, porque los inversionistas no obtuvieron la liquidez en el momento deseado y sobrevinieron problemas de impago y pérdida de confianza en este tipo de inversiones. Ante esta situación, si bien en México se mantuvieron mecanismos de subvaluación que no impidieron definitivamente la salida de los inversionistas, resulta importante contar con mecanismos que faciliten la continuidad del mercado ante situaciones de inestabilidad.

Al efecto, resulta importante diseñar un esquema que permita a las sociedades de inversión segregarse los activos que conforman su cartera, cuando éstos dejen de tener un mercado activo. Por ejemplo, un instrumento que entra en incumplimiento de pago o presenta problemas de valuación, debe ser aislado para no contaminar a la cartera, a través de su asignación a una serie accionaria, plenamente identificada que se cotece por separado, y así se

pueda mantener un mercado ordenado en beneficio de los inversionistas que participan en estos fondos.

C) Otros aspectos

Alineación de incentivos: Los administradores de inversión de los intermediarios de valores y de los otorgantes de crédito en el caso de instituciones bancarias, suelen enfrentarse a conflictos de interés, derivados de sus esquemas de remuneración. Usualmente reciben mayores ingresos en la medida en que aumenten las utilidades de las entidades, ya sea por negociación con instrumentos financieros, o bien por la colocación de créditos. Aparentemente, los incentivos entre la entidad financiera, el administrador/otorgante de crédito y el inversionista/cliente estarían alineados. Sin embargo, este esquema propició en diversos países una serie de incentivos perversos, ya que fomentó que los administradores tomaran mayores riesgos a costa del perfil de riesgo de las entidades (o de los clientes tratándose de fondos de inversión), y por el lado bancario ocasionó que los otorgantes de préstamos redujeran el rigor de sus análisis con la finalidad de aumentar la colocación de créditos, con la consecuente problemática de aumentar el riesgo de incumplimiento para las instituciones bancarias.

En este sentido, la regulación deberá favorecer la aparición de esquemas de remuneración que alineen los intereses de los inversionistas, los administradores, las entidades, y el sistema financiero en general. Lo anterior pudiera lograrse incentivando compensaciones basadas en la obtención de rendimientos en periodos más largos de tiempo, o bien la colocación de nuevos créditos ajustados por el índice de incumplimiento de los mismos. No cabe duda que Adam Smith estaba sumamente equivocado cuando aseveró que “el poder del egoísmo del hombre haría posible el bienestar social mediante la búsqueda individual del interés personal”.

Conclusiones

El manejo de la política monetaria, a través de su impacto en las tasas de interés, ha promovido la innovación financiera como nunca antes se había visto. Lo anterior, unido a deficiencias regulatorias y de supervisión sobre los mercados y sus participantes, generó grandes cadenas de riesgo que terminaron por afectar prácticamente a todos los sectores económicos.

Ante el nuevo escenario mundial, en México resulta importante avanzar en ciertas reformas normativas de carácter prudencial. Algunas de ellas relacionadas con la manera como los bancos miden y conforman su capital. Otras en el sentido de profesionalizar y dotar de mejores controles a la ad-

ministración de inversiones por parte de los intermediarios. De no atender estos dos grandes aspectos, es muy probable que veamos problemas recurrentes que impidan el sano desarrollo del sistema financiero.

La regulación financiera, como un mecanismo para solventar ciertas fallas del mercado debe actualizarse continuamente a fin de estar a la altura de los rápidos procesos de innovación en los mercados. La experiencia reciente viene a corroborar de nueva cuenta que los agentes no pueden regularse a sí mismos, y que los costos sociales de crisis financieras observadas en las últimas décadas sobrepasan con creces los costos derivados de la introducción de nuevas reglas. Sin embargo, no debe perderse de vista que los costos regulatorios para los intermediarios se terminan por trasladar a los clientes, ya sea a través del encarecimiento del precio de los servicios (comisiones por intermediación), o bien, por la reducción de los mismos (reducción de fondos prestables). En este sentido, la autoridad debe cuidar la forma en que regula al sistema financiero, particularmente en aquellos aspectos donde existe una incidencia en la economía real, a fin de establecer un marco normativo efectivo para la protección de los agentes económicos, sin que ello implique desfavorecer el desarrollo de los mercados. Los temas antes presentados constituyen una mínima pero relevante parte del quehacer regulatorio para el presente y los años por venir.

Bibliografía

- Financial Services Authority* (2009), "The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis", disponible en www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf
- International Organization of Securities Commissions* (2009), "Impact On and Responses of Emerging Markets to the Financial Crisis, Report of the Emerging Markets Committee of IOSCO", disponible en www.iosco.org
- International Organization of Securities Commissions* (2009), "Good Practices in Relation to Investment Managers' Due Diligence When Investing in Structured Finance Instruments, Report of the Technical Committee of IOSCO", disponible en www.iosco.org
- International Organization of Securities Commissions* (2009), "Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities", disponible en www.iosco.org
- Financial Stability Board* (2009), "Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System", disponible en: www.financialstabilityboard.org.