

*DODD-FRANK WALL STREET REFORM: UN CAMBIO PROFUNDO  
EN EL SISTEMA FINANCIERO DE ESTADOS UNIDOS*

Emiliano González Mota y José Manuel Marqués Sevillano (\*)

(\*) Los autores pertenecen a la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales del Banco de España. Agradecen los comentarios y sugerencias de Enrique Alberola, Rebeca Anguren, Gonzalo Gil, Pilar L'Hotellerie y Joaquín Mochón. Este artículo es responsabilidad exclusiva de los autores y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.



## ***Dodd-Frank Wall Street Reform: un cambio profundo en el sistema financiero de Estados Unidos***

La reforma financiera que se aprobó el 21 de julio en Estados Unidos supone una transformación profunda del sistema financiero en este país, en respuesta a los fallos regulatorios que se pusieron de manifiesto en la crisis. Este ambicioso proyecto trata de reducir la probabilidad de que sucedan crisis financieras y mitigar los efectos que estas pueden tener para el conjunto de la economía, y en particular sobre las cuentas públicas. Esta legislación despeja en gran medida la incertidumbre regulatoria que existía en ese país y condicionará, sin duda, el debate internacional en torno a las medidas que se deben adoptar. Sin embargo, la implementación de estas normas no está exenta de dificultades y, en cualquier caso, no culmina el proceso de cambios legislativos que requiere el sistema financiero americano. Este artículo plantea los puntos esenciales de la nueva legislación americana y ofrece una perspectiva general sobre las medidas adoptadas, destacando aquellos aspectos en los que se mantiene una cierta incertidumbre y aquellos otros en los que todavía no se han acometido las reformas necesarias.

### **1 Introducción**

La profunda crisis financiera que se inició en Estados Unidos en 2007 ha tenido graves consecuencias sobre la economía norteamericana y sobre la economía mundial, registrándose fuertes retrocesos en la actividad, incrementos en las tasas de desempleo, desplomes en los precios de la vivienda, pérdidas de ahorro y un acusado deterioro de las cuentas públicas, como consecuencia de las políticas de apoyo al sector financiero y de la respuesta al deterioro macroeconómico.

Una de las principales causas de esta crisis —la mayor desde la Gran Depresión— han sido las numerosas deficiencias en la regulación financiera, que permitieron un comportamiento irresponsable por parte de instituciones clave en el sistema financiero, que frecuentemente actuaban fuera del perímetro de regulación. En este sentido, una vez que se pusieron en funcionamiento cuantiosas medidas de apoyo público para mitigar los efectos de la crisis, comenzó a reflexionarse sobre los cambios que era necesario abordar en la regulación del sector financiero para evitar que volvieran a repetirse algunos de los problemas que se habían observado.

Las primeras propuestas provinieron del mundo académico y sugerían no solo cambios en Estados Unidos, sino también modificaciones a escala global ante la dimensión de la crisis<sup>1</sup>. Por otro lado, en el ámbito institucional también se inició un debate sobre los cambios necesarios en la regulación financiera internacional, y el tema acaparó las agendas de foros como el G 20, el Consejo de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board*, FSB) y el Comité de Basilea.

Así, en Estados Unidos a principios del 2009, el presidente Obama, a la vez que anunciaba nuevas medidas para afrontar la crisis, expresaba la necesidad inminente de comenzar los cambios en las instituciones y en la regulación para evitar o mitigar los efectos de posibles crisis. En verano de ese mismo año, el Tesoro publicó un documento titulado *Financial Regulation Reform: a new foundation*, en el que se recogían de modo más elaborado los principales cambios que debían acometerse.

A diferencia de la estrategia seguida por los países europeos —donde se están aprobando progresivamente distintas iniciativas—, en el caso de Estados Unidos se pretendió abordar una transformación global que alcanzase la mayor parte de los aspectos del sector financiero. Las primeras iniciativas para plasmar estos cambios se observaron a finales del 2009, cuando

---

1. Entre otras, destacan los libros editados por Acharya y Richardson (2008) y por Johnson y Payne (2010).

el Congreso aprobó una propuesta de nueva legislación, denominada «Wall Street Reform and Consumer Protection Act». Por su parte, el 20 de mayo de 2010 el Senado aprobó su propia propuesta, denominada «Restoring American Financial Stability». Ambas presentaban diferencias significativas en cuanto al nuevo marco de supervisión y regulación. Además, dado el profundo calado de estas propuestas, se generó un elevado grado de incertidumbre regulatoria, que contribuyó a la parálisis del funcionamiento de algunos mercados de financiación. Por ello, se hizo particularmente apremiante un proceso de coordinación entre ambas cámaras para elaborar una propuesta conjunta. La propuesta final, denominada «Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act», fue aprobada y firmada por el presidente el 21 de julio de 2010, quien destacó el enorme esfuerzo que había supuesto su elaboración y las fuertes presiones de los grupos de presión de la industria que se habían tenido que superar. Esta legislación incluye, además, algunas iniciativas aisladas (fuera del contexto de las cámaras legislativas) que habían sido planteadas a lo largo de este último año, como la separación de actividades en la industria bancaria (conocida como «Volcker Rule») o las limitaciones al tamaño de las entidades. Por el contrario, no se han incorporado otros aspectos, como la propuesta relativa a la creación de un impuesto especial a las entidades sistémicas (*responsibility fee*) para recuperar los costes que los apoyos al sector financiero han ocasionado a los contribuyentes<sup>2</sup> o la reforma de las agencias de titulización hipotecarias, muy activas en el mercado de la vivienda (Fannie Mae o Freddie Mac).

La legislación resultante supone importantes cambios para la industria financiera y reorganiza significativamente las competencias de las distintas agencias y organismos encargados de la supervisión y de la regulación del sector. El presente artículo no pretende explicar la legislación en todas sus dimensiones, sino tan solo plantear aquellos puntos esenciales que persiguen los legisladores americanos y explicar los motivos que subyacen tras los cambios planteados. Así, en la siguiente sección, tras una breve explicación de los principales objetivos de las reformas financieras, se describen los principales rasgos de la iniciativa americana en dos apartados: uno dedicado a las medidas que afectan directamente el ámbito bancario, y otro en el que se analizan algunas de las modificaciones clave para los mercados financieros desde un punto de vista más amplio. Por último, se ofrece una perspectiva general sobre las medidas planteadas y se exponen algunos de los aspectos que generan mayor incertidumbre, o que todavía no se han acometido.

## **2 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act**

Las crisis financiera ha puesto de manifiesto que era necesaria una profunda y amplia revisión en la regulación, que abarcase las normas que afectan a las entidades bancarias, el funcionamiento de algunos mercados, las agencias de regulación y supervisión, y el comportamiento de otros agentes, como las agencias de calificación crediticia o los *hedge funds*. Así, se desarrollaron distintas iniciativas en el ámbito internacional. A pesar de que estos cambios no se están realizando de forma idéntica entre todos los países, existe coordinación en el contenido de muchas de estas medidas y, sobre todo, en los objetivos que se pretende alcanzar. En concreto, las principales metas que se persiguen son:

- *Simplificar el marco regulatorio y supervisor.* El arbitraje regulatorio y el intento de desarrollar actividades que escapen del control de las autoridades resultan inevitables en cualquier sector regulado. Sin embargo, en el caso de algunos países (y, en especial, en Estados Unidos), el diseño institucional ha hecho posible que estas prácticas fuesen frecuentes y muy extendidas. Por ello, las reformas financieras

---

2. A pesar de que en el anuncio de esta propuesta se pretendía que entrase en vigor en el mes de junio, todavía no ha sido aprobada y hasta el momento tan solo se han realizado audiencias sobre esta medida en el Comité del Senado para asuntos financieros.

tratan de plantear un marco de regulación y de supervisión más sencillo, donde se asignen las responsabilidades de forma clara y concreta (evitando duplicidades), y en el que se evite, en la medida de lo posible, que haya entidades cuya actividad caiga fuera del perímetro de la regulación o de la supervisión.

- *Entidades sistémicas.* Durante la crisis se ha puesto de manifiesto la dificultad de intervenir las entidades sistémicas, lo cual crea ventajas evidentes para sus accionistas y bonistas, y disminuye los incentivos de sus gestores para moderar el riesgo. Por ello, se plantean medidas destinadas a facilitar la intervención y la resolución de este tipo de entidades, e iniciativas para limitar la naturaleza y el riesgo de su actividad.
- *Evitar costes a los contribuyentes.* Se ha cuestionado el uso, en ocasiones por importes muy elevados, de fondos públicos en el rescate del sector financiero, por lo que también se estudian iniciativas para que, en última instancia, los rescates de las entidades no se financien con los fondos de los contribuyentes.
- *Protección al consumidor.* La falta de transparencia y de información en los productos financieros es un elemento que ha contribuido a los altos niveles de endeudamiento<sup>3</sup>. Por ello, se intenta mejorar la protección a los consumidores de servicios financieros frente a las prácticas abusivas. Para ello, se siguen dos líneas de actuación principales: el control de los productos y de las condiciones que se ofrecen en los distintos servicios financieros (algo que en países como Estados Unidos ha suscitado una fuerte oposición por parte de la industria) y el fomento de la educación financiera.
- *Mercados financieros eficientes.* El objetivo último de las reformas planteadas es crear un marco en el que se reduzca la posibilidad de que en los mercados de crédito y capitales aparezcan episodios de burbujas financieras, cuya corrección puede resultar costosa en términos de crecimiento y bienestar económico. Para ello, se trata de mejorar la solvencia y la transparencia de las entidades y de favorecer que los gestores de las entidades tengan mayores incentivos de largo plazo a la hora de tomar sus decisiones.

En Estados Unidos, la reforma aprobada recoge en gran medida estos objetivos. En concreto, en el preámbulo se destaca que la nueva legislación tiene por objetivos promover la estabilidad financiera de Estados Unidos a través de una mayor responsabilidad y transparencia en el sistema financiero, eliminar los problemas derivados de entidades demasiado grandes para quebrar (*too big to fail*), proteger a los contribuyentes americanos de los costes de rescate de entidades financieras, y proteger a los consumidores de las prácticas abusivas.

## 2.1 PRINCIPALES MEDIDAS DE LA REFORMA AMERICANA VINCULADAS DIRECTAMENTE CON EL SECTOR BANCARIO

*Rediseño del marco institucional:* Los acontecimientos de los últimos años mostraron que en Estados Unidos algunas funciones de los reguladores, como la estabilidad financiera o la protección al consumidor, se encontraban excesivamente diluidas entre las distintas agencias, tanto a escala federal como estatal. Por ello, en primer término, se ha tratado de rediseñar las competencias de las distintas agencias reguladoras y supervisoras, de modo que se identifiquen claramente los organismos responsables de materias como la estabilidad financiera o la protección al consumidor. Así, se crean dos nuevos organismos: el Consejo de Estabilidad Financiera (véase recuadro 1) y la Agencia de Protección al Consumidor (véase recuadro 2).

3. Una revisión del papel que ha desempeñado la falta de transparencia en la actual crisis puede encontrarse en Warren (2010).

Se crea este organismo como último responsable de la estabilidad financiera, objetivo que anteriormente no se encontraba asignado de modo prioritario a ninguna institución. Para ello, se le asignan explícitamente las labores de identificar los principales riesgos, designar las entidades sistémicas (todos aquellos *holdings* bancarios con más de 50 mm de dólares en activos y aquellas entidades financieras que considere el Consejo) y recomendar medidas regulatorias. Para apoyarle en estas funciones se crea una Oficina de Investigación Financiera, dependiente del Tesoro (aunque su director es nombrado por el presidente), que se encargará de fijar los estándares, recopilar y publicar información, así como suministrar informes al Consejo sobre los riesgos para la estabilidad financiera. La identificación de riesgos sistémicos la realizará el Consejo, que se apoyará en la información de esta oficina. No obstante, la Reserva Federal mantiene un papel destacado en este punto, ya que supervisa y regula las entidades sistémicas. Además, el Consejo podría encargarle estudios específicos sobre el riesgo asociado a la actividad de determinadas entidades financieras no bancarias. En el Consejo participarán 15 miembros, 10 de ellos con derecho a voto (véase cuadro adjunto), que representan a las principales agencias reguladoras y supervisoras. De este modo, se pretende además alcanzar un mayor grado de coordinación entre la políticas micro y macroprudenciales, las de protección al consumidor e incluso las políticas fiscales y monetarias (dada la participación del Secretario de Estado del Tesoro y el presidente de la Reserva Federal).

La toma de decisiones se realizará por mayoría simple, si bien para algunos aspectos, como la designación de las entidades sistémicas, se requiere mayoría cualificada de dos terceras partes más el voto afirmativo del presidente del Consejo (Secretario de Estado del Tesoro).

En cuanto a la redención de cuentas, el Consejo debe informar anualmente al Congreso, y sus actividades serán auditadas por la Intervención del Estado (*Government Accountability Office-GAO*). Al

Consejo se le encargan numerosos informes para desarrollar ciertos aspectos de la regulación y para valorar el impacto de algunas medidas, entre los que destacan el estudio que debe elaborar sobre el impacto económico de las nuevas normas sobre las entidades sistémicas y la propuesta que debe realizar sobre el sistema de contribuciones por parte de las entidades sistémicas para financiar el coste de su supervisión y los gastos derivados del funcionamiento de la Oficina de Investigación Financiera.

**MIEMBROS DEL CONSEJO DE ESTABILIDAD FINANCIERA (a)**

Con derecho a voto	Secretario de Estado del Tesoro (presidente)
	Reserva Federal
	Office of the Comptroller of the Currency (OCC)
	Bureau of Consumer Financial Protection (CFP)
	Securities and Exchange Commission (SEC)
	Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)
	Commodities Futures Trading Commission (CFTC)
	Federal Housing Finance Agency (FHFA)
	National Credit Union Administration (NCUA)
	Independiente experto en seguros (b)
Sin derecho a voto	Office of Financial Research (OFR)
	Federal Insurance Office (FIO)
	Comisionado Estatal de Seguros (c)
	Comisionado Estatal de Supervisión Bancaria (c)
	Comisionado Estatal de Valores (c)

- a. Máximo responsable de cada organismo.
- b. Mandato de seis años, nombrado por el presidente.
- c. Mandato de dos años, seleccionados por los reguladores estatales.

Además, para simplificar el sistema de regulación y de supervisión se definen y reorganizan claramente las competencias de otras instituciones que ya existían anteriormente y se elimina un regulador, la *Office of Thrift Supervisor* (OTS), que tenía importantes responsabilidades de supervisión y regulación en las *thrifts* (entidades, generalmente mutualistas, cuyo activo debe encontrarse concentrado en hipotecas y préstamos para consumo). Las competencias de la OTS se distribuyen entre la Reserva Federal, el FDIC y el OCC. En el cuadro 2 puede apreciarse cómo quedan establecidos los reguladores y supervisores principales de los distintos tipos de entidades bancarias que existen en Estados Unidos.

*Reserva Federal:* Aunque, en menor o mayor medida, todas las agencias tienen modificaciones en su funcionamiento, las más destacables son las que se establecen para la Reserva Federal. La actuación de este organismo ha sido uno de los aspectos más controvertidos durante la presente crisis, tanto en el período anterior a la crisis, en el que se produjo la acumulación de los desequilibrios financieros, como por la discrecionalidad en algunas de las medidas adoptadas de rescate (por ejemplo, el de la aseguradora AIG). En este sentido, durante el proceso de negociación política de la reforma en algún momento se consideró, incluso, la posibilidad de trasladar las funciones de supervisión y de regulación de la Reserva Federal a una nueva institución y mantener a esta dedicada exclusivamente a la política monetaria. El

Aunque en Estados Unidos existían hasta siete agencias encargadas de velar por la protección al consumidor, el sistema era excesivamente burocrático y, además, este objetivo no era prioritario para ninguna de estas agencias. En este contexto, no resulta sorprendente que la falta de una adecuada protección al consumidor [véase Bar-Gill y Warren (2008)] y la falta de educación financiera [véanse Bernanke (2010a) y Shiller (2008)] hayan sido señaladas como uno de los factores que han contribuido al excesivo endeudamiento del sector privado y, en definitiva, a la crisis actual.

Para cambiar este escenario se crea un nuevo organismo, encargado exclusivamente de la protección al consumidor de servicios financieros y de la educación financiera, y con capacidad para regular, supervisar e imponer sanciones. Sus competencias no son idénticas para cada tipo de entidades, siendo más limitadas en el caso de las entidades bancarias de menos de 10 mm de dólares, para las que tiene competencias de regulación, pero no de supervisión ni de sanción. No será responsable de controlar la actuación de aquellos agentes que se encuentran regulados por la SEC (*brokers*, asesores de inversión, agencias de *rating...*) o por la CFTC.

La ubicación de esta agencia fue uno de los aspectos más controvertidos en la negociación de la reforma financiera, ya que la industria bancaria era reticente a que sus normas fuesen demasiado restrictivas y afectasen excesivamente a la innovación financiera y a la rentabilidad del negocio. Finalmente, esta Agencia se integra en el organigrama de la Reserva Federal, si bien mantiene un alto grado de autonomía. Para garantizar esta autonomía se establece que el director de la Agencia será nombrado directamente por el presidente y ratificado por el Senado, se prohíbe que la Reserva Federal influya directamente en las decisiones de la Agencia o en su política de contratación y se le obliga a la Reserva Federal a destinar entre el 10% y el 12% de sus gastos operativos a esta institución. No obstante, se impone un límite a la capacidad normativa de la Agencia, ya que el Consejo de Estabilidad Financiera podrá vetar sus normas, si bien para ello se requiere una mayoría cualificada<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>. El presidente del Consejo de Estabilidad Financiera puede vetar temporalmente las decisiones de la CFP; sin embargo, para que este veto sea definitivo debe de contar con dos terceras partes de los votos.

resultado final ha sido un esquema en el que la Reserva Federal mantiene y amplía las competencias que tenía anteriormente, si bien se introducen ciertas cautelas para limitar su discrecionalidad a la hora de conceder apoyos financieros a entidades con problemas. Así, las modificaciones más destacables en el funcionamiento de la Reserva Federal son las siguientes:

- Se incluye en su organigrama la Agencia de Protección al Consumidor, aunque se garantiza a esta un alto grado de autonomía (véase recuadro 2).
- Se amplían las labores de supervisión. Así, además de asumir la supervisión de los *holdings* de las *thrifts*, como consecuencia de la desaparición de la OTS, adquiere funciones de supervisión y de regulación en todas las entidades financieras sistémicas, sean estas bancarias o no.
- Adquiere responsabilidad subsidiaria en la regulación y supervisión de los sistemas de liquidación y compensación que se consideren sistémicos (el regulador primario será la SEC o la CFTC, en función del instrumento negociado).
- Se crea un nuevo vicepresidente en la Reserva Federal, encargado de la supervisión de las entidades financieras. Este cargo será designado por el presidente de la nación y comparecerá dos veces al año ante el Congreso.
- Se reduce el grado de discrecionalidad de la Reserva Federal y de la FDIC para dar financiación extraordinaria a una entidad o proveer garantías en una situación de crisis. Este tipo de ayudas solo podrá otorgarse en el marco de un programa general, que deberá ser autorizado previamente por el Tesoro. Además, las ayudas serán auditadas posteriormente por la Intervención del Estado.
- Se modifica el sistema de elección de los presidentes de las Reservas Federales Estatales, que ya no serán elegidos por representantes de la industria bancaria.

REGULADOR/ SUPERVISOR PRINCIPAL	TIPO DE LA ENTIDAD
Reserva Federal	<i> Holding </i> bancario (consolidado)
	<i> Holding </i> financiero (consolidado)
	<i> Holding </i> de <i> Saving &amp; Loan / Thrift </i> (consolidado)
	Bancos con licencia estatal miembros del Sistema de la Reserva Federal
OCC	Bancos con licencia federal
	<i> Thrifts </i> con licencia federal
FDIC	Bancos con licencia estatal no miembros del Sistema de la Reserva Federal
	<i> Thrifts </i> con licencia estatal (incluidos en la FDIC)
NCUA	Cooperativas de crédito
FHFA	Agencias de titulación hipotecaria (Freddie Mac, Fannie Mae y FHLM)

*Limitación de riesgos y entidades sistémicas:* La reforma aborda también una serie de medidas destinadas a limitar los riesgos en que pueden incurrir las entidades bancarias y a minimizar el coste que las quiebras en este sector tengan, en su caso, para los contribuyentes. A este respecto, uno de los aspectos más destacados es la creación de un nuevo procedimiento de resolución para evitar que existan circunstancias en las que una entidad tuviese que ser rescatada porque su liquidación mediante la legislación general de quiebras (procedimiento habitual) provocaría riesgos para la estabilidad financiera (véase recuadro 3).

Otro punto fundamental son las medidas desarrolladas para contener los incentivos que tienen las entidades que se consideran sistémicas para acumular riesgos excesivos. La determinación de entidades sistémicas en el caso de las instituciones no bancarias la determinará el Consejo de Estabilidad Financiera, mientras que para las bancarias el carácter sistémico se otorga a aquellas cuyos sus activos totales superan los 50 mm de dólares. No obstante, el Consejo puede introducir criterios adicionales al tamaño que alteren esta clasificación. Sobre las entidades consideradas sistémicas se intensifica la supervisión, que será realizada por la Reserva Federal y, en segunda instancia, por la FDIC, que, en definitiva, será el administrador de estas entidades en caso de resolución (véase recuadro 3). Por otro lado, además de mejorarse e incrementarse los requisitos de capital, liquidez, apalancamiento y concentración de riesgos del conjunto de entidades, se considera que estas modificaciones deben contener consideraciones específicas para las entidades sistémicas. En este sentido, la legislación incluye la que se ha denominado «enmienda Collins», por la cual los requerimientos para las entidades sistémicas no podrán ser menores que los del resto de entidades ni inferiores a los que existían antes de la reforma<sup>4</sup>. Otras de las normas que afectan a este tipo de instituciones son las relativas a la realización de estudios e informes de distinto contenido. Así, por ejemplo, se les exige la obligatoriedad de realizar pruebas de resistencia (*stress test*), que serán realizados de modo interno dos veces al año y, de modo externo, por parte de la Reserva Federal, con carácter anual. Además, se les obliga a elaborar planes de resolución (*living wills*), cuya credibilidad será evaluada por la Reserva Federal y por la FDIC. En caso de que no se presente un plan de resolución adecuado, las autoridades podrían endurecer los requisitos de capital, apalancamiento y liquidez, imponer restricciones a su crecimiento o actividades y, en últi-

4. Otra importante consecuencia de la enmienda Collins es la exclusión de las acciones preferentes de la definición de la ratio de capital *Tier 1*.



La mayoría de las entidades bancarias en Estados Unidos se encuentra englobada en un *holding* bancario, que es el que realiza las emisiones de deuda con la que se financia la entidad y, frecuentemente, es el que participa en mercados mayoristas de financiación. En caso de quiebra, se produce una disociación, ya que la entidad bancaria puede ser intervenida por la FDIC, mientras que el *holding* bancario ha de ser intervenido y liquidado mediante la ley general de quiebras. Esto genera que todos los pagos deban ser aprobados por la corte de quiebras, lo cual crea una serie de limitaciones y plazos difíciles de asumir para entidades muy activas en mercados financieros de muy corto plazo. Esta situación explica que, como señala Bair (2010), en ciertas situaciones se haya tenido que apoyar a determinadas entidades (y, por tanto, a sus accionistas y bonistas) para evitar la inestabilidad de esos mercados.

Para evitar este problema se establece un marco en el que la FDIC y la Reserva Federal<sup>1</sup> pueden recomendar al Tesoro la intervención de

1. En el caso de *brokers* o de entidades de seguros, la FDIC solo debe ser consultada y se requiere la aprobación del SEC o de la Agencia Federal de Seguros, respectivamente.

cualquier entidad que se encuentre en peligro de quiebra y cuya resolución bajo la legislación general de quiebras cree riesgos para la estabilidad financiera<sup>2</sup>. El Tesoro designará con carácter general<sup>3</sup> a la FDIC como interventor, otorgándole unas competencias similares a las que ya tiene en la resolución de entidades bancarias. Durante el proceso, la FDIC podrá aportar distintos tipos de ayuda financiera a la entidad, si bien para ello es necesario que los tenedores de deuda no garantizada asuman pérdidas y que sean destituidos los gestores de la entidad. Adicionalmente, para estos fines se crea un fondo para la liquidación ordenada, al que contribuirán en función de su nivel de riesgo las entidades financieras con más de 50 mm de dólares en el activo del grupo consolidado. No se establece la necesidad de que este fondo se encuentre prefinanciado, por lo que, en principio, estas aportaciones se harían con posterioridad a la intervención.

2. Las normas para la designación de la entidad son más bien ambiguas y, en principio, parecen designadas para situaciones extremas, manteniéndose como procedimiento habitual la ley de quiebras. En todo caso, la designación de la entidad bajo este régimen está sujeta al consentimiento de los gestores de la entidad o, en caso de que estos no estén de acuerdo, a la aprobación judicial. 3. Las excepciones son las compañías registradas en la SEC y las empresas de seguros para las cuales se designa otro tipo de interventor.

ma instancia, podrían, incluso, ordenar que se realizasen desinversiones por parte de la entidad. Como señala Bair (2010), estos planes de resolución son cruciales en la supervisión de la entidad, ya que se hace explícita la estructura jurídica de las distintas instituciones que se integran en las entidades sistémicas.

Además, existe una serie de propuestas vinculadas con el riesgo sistémico para las que, aunque por el momento no se desarrollan, sí que se autoriza a la Reserva Federal a que las incorpore en el marco regulatorio en el futuro, como son los casos de los requerimientos de capital contingente o el establecimiento de límites específicos sobre el endeudamiento a corto plazo.

*Límites al tamaño y Volcker Rule:* Otro de los aspectos más controvertidos, tanto en Estados Unidos como en otros países, es la posibilidad de limitar el tamaño de las entidades, aspecto que está relacionado con el componente sistémico de las grandes instituciones y, principalmente, con las distorsiones para la competencia de entidades con elevada cuota de mercado. La solución adoptada en el caso americano no trata de reducir el tamaño actual de las entidades, pero sí condiciona los procesos de adquisición que se puedan realizar en el futuro. Así, se establece la obligatoriedad de que las entidades sistémicas notifiquen a la Reserva Federal con suficiente antelación la adquisición de entidades con más de 10 mm de dólares en activos, se pretende prohibir las adquisiciones que supongan que una entidad acapare más del 10% de los pasivos agregados del sector financiero americano y se limita la concentración de riesgos de las entidades sistémicas con sus filiales.

En cuanto a la denominada *Volcker Rule*<sup>5</sup>, el objetivo es limitar que las entidades puedan utilizar la protección que tienen por el hecho de ser entidades de depósito<sup>6</sup> para incrementar

5. Las reflexiones de Volcker (2009) ante la Comisión del Congreso fueron propuestas de modo formal por el presidente Obama a principios de 2010, junto con la iniciativa para limitar el tamaño de las entidades. 6. Con el objeto de evitar pánicos bancarios o *bank runs*, las entidades de depósito tienen un sistema de protección basado, por ejemplo, en un seguro de cobertura de los depósitos que gestiona la FDIC o en el acceso a las líneas de financiación del sistema de la Reserva Federal.

el nivel de riesgo en el que incurren con objeto de obtener mayor rentabilidad para sus gestores y accionistas. Para evitar estas prácticas, se establece que las entidades bancarias no puedan realizar operaciones por cuenta propia (*proprietary trading*) ni apadrinar *hedge funds* o fondos de capital-riesgo. Aunque estas limitaciones (que contienen ciertas excepciones, como las operaciones con deuda pública, las efectuadas como creadores de mercado o las destinadas a la cobertura de riesgo) no se circunscriben a las entidades bancarias sistémicas, son estas las que suelen ser más activas con este tipo de posiciones y, por tanto, las más afectadas. Las entidades financieras no bancarias consideradas como sistémicas no están sujetas a esta limitación, si bien, en su caso, la Reserva Federal deberá establecer requisitos regulatorios más exigentes e imponer ciertos límites para las operaciones de este tipo que realicen.

## 2.2 OTROS ELEMENTOS DE LA REFORMA AMERICANA

La nueva legislación americana contiene, además, una serie de elementos importantes que no están relacionados estrictamente con el sistema bancario, pero cuya modificación ha sido objeto de intenso debate en los últimos meses. En particular, merece la pena destacar tres de ellos: las modificaciones en los mercados de titulización, las agencias de *rating* y el funcionamiento de los mercados de derivados.

*Mercados de titulización:* Uno de los efectos más evidentes de la crisis financiera ha sido la práctica paralización de los mercados de titulización privados en Estados Unidos, que desempeñaban un papel esencial en la intermediación financiera. Por ello, la reactivación de estos productos se ha considerado uno de los puntos necesarios para que el sistema financiero americano alcanzase una fase de cierta normalidad. La reforma contiene varios elementos destinados a mejorar los mercados de titulización y la confianza en los mismos. En primer término, se establece que los emisores de la titulización (originadores y colocadores) deberán mantener, al menos, el 5% del riesgo que se pretende transferir, con lo cual se pretende que sean más activos en analizar y evaluar los créditos que transfieren. Además, se establecen mayores requisitos de información y registro sobre los activos que se titulizan, al tiempo que se desarrollan normas destinadas a evitar el conflicto de intereses en estas transacciones. Por último, se trata de mejorar, como se comenta a continuación, el funcionamiento de las agencias de *rating*, elemento clave para estos mercados.

*Agencias de rating:* Las agencias de *rating* han sido de las instituciones que mayores críticas han recibido durante la crisis, debido a su deficiente valoración del riesgo en los productos complejos estructurados. El análisis sobre los motivos que han podido producir estos errores ha revelado multitud de problemas en el comportamiento de estas agencias, atribuibles a la falta de controles internos, a la existencia de conflictos de intereses y a la escasez de transparencia y auditoría externa en su actuación. Para solventar estos problemas se han establecido las siguientes medidas:

- La actuación de las agencias de *rating* estará supervisada por la SEC, que velará por que cumplan los requisitos de control interno y separación de funciones.
- La SEC emitirá normas para que los *ratings* realmente reflejen la metodología y los procedimientos que han comunicado.
- Se introducen importantes medidas para mejorar la competencia en la calificación crediticia, como la publicación —comparable entre agencias— del grado de acierto en los *ratings* asignados o la eliminación de las referencias explícitas a los *ratings* en las normas regulatorias.

*Derivados:* La falta de regulación y de supervisión en los mercados de derivados<sup>7</sup> ha creado situaciones de elevado riesgo sistémico, como se puso de manifiesto en la quiebra de Lehman Brothers, entidad especialmente activa en este tipo de operaciones. Por ello, la reforma introduce numerosos cambios en el panorama de las operaciones con derivados. En primera lugar, se diseña un marco institucional para estos mercados, que pasan a estar regulados, según la naturaleza de las operaciones, por la *Security Exchange Commission (SEC)* y la *Commodities Futures Trading Commission (CFTC)*. Estas agencias, además de auditar y exigir información a los agentes que intervienen en estos mercados, les requerirán el cumplimiento de unos requisitos mínimos de capital y de depósito de fondos para cubrir las posiciones que tengan abiertas en cada momento. Además, se fomenta que estas operaciones no sean efectuadas directamente por las entidades bancarias, sino por filiales de estas, que, en caso de tener dificultades financieras, no podrían recibir ayudas de la Reserva Federal o de la FDIC. Por último, salvo en algunas excepciones relacionadas con operaciones de cobertura de entidades no financieras, se exige la obligatoriedad de que estas transacciones sean negociadas y liquidadas a través de una cámara de compensación.

*Otros:* Se introduce una serie de cambios en otros ámbitos del sector financiero, que, aunque son de notable importancia, por cuestiones de espacio no pueden ser abordados con detalle en este artículo<sup>8</sup>. Así, cabe destacar los nuevos requisitos para los *hedge funds* y otro tipo de fondos que tendrán una mayor supervisión por parte de la SEC, la creación de una Oficina Federal para la Supervisión de la industria de los seguros (*Federal Insurance Office*) o la introducción de normas que mejoren el gobierno corporativo de las empresas (fomentando, por ejemplo, un mayor control de los accionistas sobre las políticas de retribución de los gestores de la empresa).

### **3 Valoración de la reforma y aspectos pendientes**

Uno de los elementos más destacables de la reforma financiera aprobada en Estados Unidos es la amplitud de temas que abarca y los importantes cambios que introduce. Sin embargo, es difícil valorar de forma precisa las consecuencias que acabarán teniendo estas medidas, ya que, por un lado, algunas iniciativas tienen que ser desarrolladas tras la publicación de una serie de estudios que se han encargado a las agencias reguladoras y, por otro lado, la implementación de las medidas planteadas requiere un largo proceso legislativo cuyos detalles se irán conociendo en los próximos años<sup>9</sup>. Con carácter ilustrativo, la reforma supone modificar hasta 243 legislaciones, realizar 67 estudios específicos y la elaboración de 22 informes periódicos nuevos por parte de las agencias reguladoras. Uno de los aspectos importantes que deberán ser resueltos en esta fase es el solapamiento que existe entre las normas legislativas que han establecido recientemente distintas agencias y algunas de las normas que se introducen con la nueva reforma.

En cualquier caso, no resulta evidente la importancia que realmente acaben teniendo estos organismos de nueva creación, como la CFP, cuyas competencias pueden interferir con las de otras agencias ya existentes. De hecho, los nombramientos de las personas que dirijan estas nuevas instituciones está siendo uno de los aspectos fundamentales en el debate político actual. Así, aunque la aprobación de esta legislación clarifica el escenario regulatorio en Estados Unidos, la consolidación de reguladores y de supervisores ha sido muy reducida, por lo que las entidades financieras siguen teniendo que enfrentarse a un entorno regulatorio complicado. Adicionalmente, la aprobación de la reforma supone un importante paso para eliminar

---

7. En la legislación aprobada, los derivados se denominan *swaps*, categoría que incluye tanto los *swaps* tradicionales (tipos de cambio, tipos de interés) como aquellos basados en bonos o acciones. 8. Un análisis detallado de los distintos aspectos de la reforma americana puede encontrarse en Davis Polk (2010). 9. Un buen resumen sobre el período de transición de las medidas puede comprobarse en el documento publicado tras la primera reunión del Financial Stability Oversight Council.

la incertidumbre regulatoria que afecta a las entidades financieras internacionales, si bien aún persisten dudas, que no serán eliminadas hasta que no se desarrolle plenamente la mayoría de las medidas y no finalicen los largos períodos de transición que se contemplan.

A nivel de contenido, uno de los elementos más destacables es que se crea un marco coherente en el que se identifican con precisión los responsables en materias como la estabilidad financiera o la protección al consumidor, y en el que se introducen medidas para fomentar la coordinación. Además, este diseño introduce cierto margen de flexibilidad, que debería facilitar que los reguladores puedan seguir los desarrollos financieros, identificar los posibles riesgos y adoptar medidas coordinadas para resolverlos. Sin embargo, como ya se ha mencionado, el esquema sigue siendo todavía muy complejo y no resulta evidente que organismos tan amplios como el Consejo de Estabilidad Financiera sean capaces de adoptar decisiones a tiempo en momentos de crisis. En este sentido, el diseño contrasta con el enfoque planteado en otros países, como el Reino Unido, donde, como señala Turner (2010), se ha tratado de obtener ese grado de flexibilidad con la creación del Comité de Política Financiera, con una dimensión más reducida e integrado en el seno del Banco de Inglaterra. De modo más general, el volumen de normas introducidas y la trascendencia de algunos de los cambios propuestos hacen difícil calibrar el impacto global de la reforma y crean cierta ambigüedad en la interacción que existirá entre ámbitos tan importantes como la política monetaria y la estabilidad financiera<sup>10</sup>.

En cuanto a los objetivos que persigue la reforma, destaca el fomento de la estabilidad financiera, para lo cual se han introducido multitud de iniciativas. Sin embargo, el éxito en esta tarea está condicionado al desarrollo efectivo de ciertas herramientas macroprudenciales esenciales para esta finalidad, algunas de las cuales —como la posibilidad de requerir instrumentos de capital contingente— están aún lejos de poder ser implantadas. Otro de los aspectos que se abordan con decisión es el de las entidades sistémicas, para lo cual se introducen importantes elementos, como el nuevo régimen de resolución, los mayores requerimientos de información, las mayores exigencias de capital, la limitación de ciertas actividades y la supervisión más intensa de estas entidades. Estas iniciativas, unidas a los cambios introducidos en la negociación de los productos derivados, deberían mitigar los efectos de una posible quiebra en estas instituciones y fomentar que sus gestores estuvieran sujetos a una mayor disciplina de mercado (no solo por parte de los accionistas, sino también por parte de los bonistas).

Un elemento de incertidumbre que todavía no está completamente resuelto proviene del ámbito internacional, ya que, si bien existen elementos de carácter idiosincrático, dada la naturaleza global del sistema financiero, la eficacia de muchas de las medidas requiere de un cierto grado de coordinación. En este sentido, aunque la reforma concuerda con la mayoría de las recomendaciones que ha realizado el G 20 [véase G 20 (2010)], estas son bastante generales y dejan amplio margen para la discrecionalidad de los países a la hora de trasladarlas. Por ello, no pueden descartarse ciertas fricciones motivadas por la distinta interpretación que Estados Unidos y otros países (sobre todo, los europeos) están adoptando en torno a la forma de abordar algunos de los problemas identificados<sup>11</sup>. En concreto, existen ciertos aspectos —como el tratamiento de las entidades sistémicas, algunas limitaciones en la aplicación de los requisitos de capital y liquidez, las prácticas de retribución a los directivos, la *Volcker Rule* o la regulación de las agencias de *rating*— en los que, al menos por el momento, se mantienen significativas discrepancias. En consecuencia, la reforma regulatoria americana supone

---

**10.** En este sentido, en un discurso posterior a la aprobación de la reforma, Bernanke (2010) reconoció que en última instancia no puede descartarse que la política monetaria pueda ser utilizada como una herramienta para lograr la estabilidad financiera. **11.** Para una comparación entre las iniciativas americanas y europeas en el marco de las recomendaciones del G 20, véase Kern (2010).

adoptar posiciones firmes sobre algunos de estos temas antes de haber alcanzado un posible consenso internacional en torno a los mismos. Por otra parte, en algunos aspectos dependientes de los consensos internacionales la reforma americana apenas avanza, como son los casos de los acuerdos para la resolución de entidades con posiciones transfronterizas o los estándares contables.

Adicionalmente —y a pesar del carácter ambicioso de la legislación—, existen algunas áreas del sector financiero que, o bien no se abordan, o solo se acometen de modo parcial. En este sentido, se pueden destacar tres categorías: la financiación al sector financiero, la competencia en el sector bancario y, por último, las agencias públicas de titulización hipotecaria.

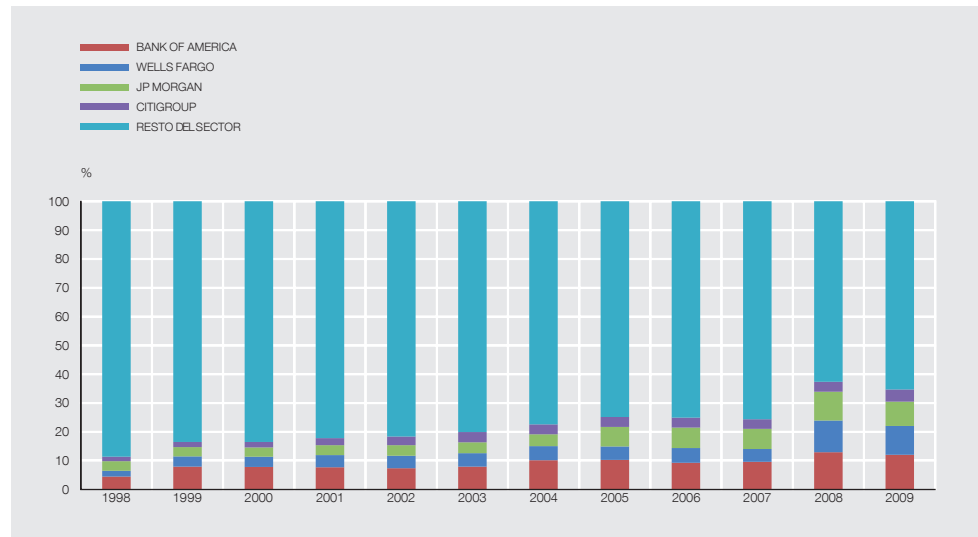
La financiación al sector financiero se verá afectada por las mejoras que se introducen en los mercados de titulización y por el desarrollo de coeficientes de liquidez y financiación. Sin embargo, estas medidas generaran, previsiblemente, una reducción en la capacidad del sector para canalizar los fondos al sector privado en forma de préstamos o de créditos. Por ello, resulta llamativo que no se impulse legislativamente la creación de vías alternativas de financiación para el sector bancario, como los bonos garantizados (*covered bonds*). A diferencia de lo que se está observando en otros países, donde se ha potenciado este tipo de alternativas relativamente sencillas, en el caso americano parece apostarse por que los mercados de titulización sigan desempeñando un papel central en la intermediación financiera<sup>12</sup>.

Durante la crisis, y en gran medida por los planes de rescate de instituciones financieras, se ha producido un importante deterioro en la competencia en el sector bancario, como puede apreciarse en el gráfico 1. En este sentido, aunque se incluyen ciertas medidas destinadas a limitar las adquisiciones de otras entidades, no se establecen directrices específicas destinadas a mantener un elevado nivel de competencia. Adicionalmente, la imposición de un marco regulatorio más estricto y la obligación de asumir mayores requerimientos de información potencian las economías de escala de la actividad bancaria y es probable que aceleren aún más la concentración en el sector. Sin embargo, esta posible reducción en la competencia no se circunscribe al sector bancario, sino que puede afectar a otros mercados financieros, ya que, por un lado, se limita o impide la participación del sector bancario en ciertas actividades y, por otro lado, se imponen mayores costes para la negociación con ciertos productos, como los derivados.

Por último, no se afronta una reforma sustancial de las agencias hipotecarias públicas, sino que su diseño queda condicionado a la realización de un estudio que será publicado a principios del próximo año. En este análisis deberán valorarse las alternativas para modificar dichas agencias y las opciones que existen para garantizar que el sector financiero tenga acceso a la financiación hipotecaria. Durante los últimos años, las GSE han sido fundamentales para incrementar la accesibilidad de muchos hogares al mercado de la vivienda y han supuesto una elevada fuente de liquidez para la financiación hipotecaria. Sin embargo, la crisis ha puesto de manifiesto cómo la actuación de estas entidades, que gracias al apoyo implícito del sector público no se encontraban sujetas a la disciplina del mercado, ha facilitado un excesivo endeudamiento de algunos hogares y ha distorsionado el tipo de financiación hipotecaria disponible para los hogares. En cualquier caso, el papel de estas entidades todavía no se ha modi-

---

12. En la actualidad se están realizando audiencias en el Congreso para desarrollar una legislación específica al respecto. Uno de los aspectos más controvertidos son las retenciones de la FDIC, ya que la emisión de *covered bonds* con alto grado de sobrecolateralización disminuye significativamente la cobertura de los depositantes. En este sentido, la reforma aprobada reduce el margen con el que contaba la FDIC para repudiar este tipo de contratos en caso de insolvencia de la entidad y obliga a que el interventor garantice que los inversores en *covered bonds* recuperen al menos el nominal más los intereses devengados hasta la fecha de quiebra.



FUENTES: Sni y FDIC.

ficado, e incluso se ha incrementado recientemente, ya que se han utilizado de manera decidida para mitigar los efectos en los mercados de financiación<sup>13</sup>. Por ello, no resulta obvio cómo ni cuándo deben ser reformadas estas instituciones y, como señala De Marco (2010), presidente de la *Federal Housing Finance Agency*, este proceso deberá ser ordenado dada la fragilidad del mercado hipotecario y el importante papel que en él desempeñan estas entidades.

En definitiva, la reforma americana constituye un ambicioso proyecto que aborda los principales cambios necesarios para reducir la probabilidad de que sucedan crisis financieras como la de los últimos años y desarrolla medidas para que, en caso de producirse, tengan un menor impacto para la economía y para las cuentas públicas. Esta iniciativa contribuye, sin duda, a despejar el escenario en el que operan las entidades financieras y sienta las bases para que estas acometan una reestructuración profunda de sus actividades de acuerdo con el nuevo marco. Sin embargo, no debe olvidarse que la implementación de una legislación de semejante calado no está exenta de dificultades y el desarrollo de muchas de las iniciativas propuestas supone per se una fuente de incertidumbre que tardará años en ser resuelta. Por otro lado, la reforma, aun siendo ambiciosa, no acomete todas las modificaciones que requiere el sistema financiero americano. En este sentido, los cambios en el sistema de financiación hipotecaria y las modificaciones fruto de los acuerdos internacionales son las principales áreas que, junto con la implementación de las medidas de la reforma, marcarán la agenda de las autoridades en los próximos años.

## BIBLIOGRAFÍA

- ACHARYA, V., y M. RICHARDSON (eds.) (2008). *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, New York University Stern School of Business.
- BAIR, S. (2010). Comparecencia ante la «Financial Crisis Inquiry Commission» del Senado sobre las instituciones financieras sistémicas, septiembre.
- BAR-GILL, O., y E. WARREN (2008). «Making Credit Safer», *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 157, noviembre.

<sup>13</sup>. Véase Cuadro et ál. (2010) para un análisis en profundidad del papel que han tenido las GSE en la financiación hipotecaria americana y sobre la importancia que tienen en la actualidad. Las últimas estimaciones de la FHFA apuntan a que el coste total de las GSE para el erario público no sobrepasaría los 400 mm de dólares (a mediados de septiembre de 2010 se habían registrado ya 148 mm de dólares en aportaciones por parte del Tesoro).

- BERNANKE, B. (2010a). *Fostering Financial Literacy*, discurso ante la National Bankers Association Foundation el 13 de abril.
- (2010b). Comparecencia ante la «Financial Crisis Inquiry Commission» del Senado sobre las instituciones financieras sistémicas, septiembre.
- CUADRO, L., L. ROMO y M. RUBIO (2010). «El mercado hipotecario residencial en Estados Unidos. Evolución, estructura e interrelación con la crisis», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.
- DAVIS POLK (2010). *Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*.
- DE MARCO, E. (2010). *The Future of Housing Finance: A Progress Update on the GSEs*, testimonio ante el U.S. House of Representatives Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government-Sponsored Enterprises, 15 de septiembre.
- DEPARTMENT OF THE TREASURY (2009). *Financial Regulatory Reform. A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*.
- FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL (2010). *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act Integrated Implementation Roadmap*, 1 de octubre.
- G 20 (2010). *Progress report on the economic and financial actions of the previous G 20 Summits*, 20 de julio.
- JOHNSON, E., y E. PAYNE (eds.) (2010). *Make the Markets be Markets*, Roosevelt Institute.
- KERN, S. (2010). *US financial market reform: the economics of the Dodd Frank Act*, Deutsche Bank Research.
- SHILLER, R. (2008). *The Subprime Solution*, Princeton University Press.
- TURNER, A. (2010), Discurso en la Mansion House, 21 de septiembre.
- VOLCKER, P. (2009). Comparecencia ante la Comisión de Banca y Servicios Financieros del Congreso de Estados Unidos, 24 de septiembre.
- WARREN, E. (2010). «The Broken Consumer Credit», en *Make Markets be Markets*, editado por E. Johnson y E. Payne, Roosevelt Institute.