1. Fundamentos teóricos y empíricos

La regulación financiera necesita una justificación, que se busca en los fallos de mercado y las teorías de la inestabilidad, en el balance entre beneficios y costes de regular y en la evidencia empírica.

1.1. Teorías de la inestabilidad financiera

Idea: sin fallos de mercado, la asignación descentralizada del crédito y del riesgo sería eficiente y toda intervención, un coste neto. Pero la actividad financiera tiene fallos especialmente graves y las crisis son recurrentes, con costes persistentes en producto y empleo. De cada una de las cuatro teorías de la inestabilidad interesa el fallo que identifica y el instrumento que justifica.

1. *Racionamiento del crédito* (Stiglitz y Weiss, 1981): con información asimétrica, subir el tipo empeora la calidad media de los solicitantes y alienta proyectos más arriesgados, de modo que el rendimiento esperado del banco no crece siempre con el tipo y el equilibrio puede alcanzarse con exceso de demanda. Justifica las exigencias de información y las centrales de riesgos.
2. *Inestabilidad financiera* (Minsky, 1986): en las expansiones la financiación migra de posiciones cubiertas a especulativas y Ponzi, y la estabilidad genera su propia fragilidad. Justifica los instrumentos macroprudenciales contracíclicos.
3. *Profecías autocumplidas* (Obstfeld, 1986; De Grauwe, 2011): hay equilibrios múltiples, y un cambio de expectativas, sin un deterioro de los fundamentos que la haga inevitable, desencadena la crisis temida. De Grauwe lo traslada a la deuda soberana de una unión monetaria, cuyos miembros se endeudan en una moneda que no controlan. Justifica un prestamista de última instancia creíble.
4. *Pánicos bancarios* (Diamond y Dybvig, 1983): por la transformación de plazos, retirar es racional si se espera que otros retiren, y coexisten un equilibrio de confianza y otro de pánico. Justifica el seguro de depósitos y el prestamista de última instancia.

1.2. Beneficios de la regulación

Tres fallos de mercado impiden la corrección espontánea de la inestabilidad, y de su mitigación nacen los beneficios de regular.

Información imperfecta: los mercados financieros son intensivos en información, distribuida de forma asimétrica.

- La **selección adversa** opera *ex ante*. Los malos prestatarios expulsan a los buenos y aparece el racionamiento. Se mitiga con el *credit scoring*, las agencias de calificación y el crédito oficial.
- El **riesgo moral** opera *ex post*. En su vertiente micro, el deudor relaja su gestión, lo que se corrige con el *loan-to-value* o garantías, y el comercializador sabe más que el inversor, lo que justifica las normas de conducta. En su vertiente macro, las entidades *too big to fail* asumen riesgos excesivos y el seguro de depósitos desincentiva la vigilancia. Los correctores son el *bail-in*, el MREL, los recargos sistémicos y las primas ajustadas al riesgo.

Externalidades: la quiebra de una gran entidad genera costes sociales, como pánicos, fugas de capitales, contagio por las exposiciones interbancarias y contracción del crédito, muy superiores a los privados, que la entidad no internaliza. El corrector por excelencia son los requisitos mínimos de capital.

Bien público global: la **estabilidad financiera**, situación en la que el sistema resiste perturbaciones sin afectar gravemente a la intermediación, es no rival y no excluible, de modo que el mercado la provee en cantidad insuficiente. Lo agravan la prociclicidad del sistema, que genera círculos virtuosos en las expansiones y viciosos en las recesiones, las expectativas y el comportamiento de rebaño. Los instrumentos que lo corrigen son los macroprudenciales.

1.3. Costes de la regulación

La regulación solo se justifica si los costes sociales de la inestabilidad que evita superan los suyos. Destacan siete:

1. La **captura del regulador**, que depende de las entidades para informarse y puede acabar sirviendo a sus intereses.
2. Los grupos de presión, a los que el sector dedica recursos considerables y que sesgan el diseño de la norma.
3. *Los efectos no deseados*: en los años sesenta, la Interest Equalization Tax y los techos de la Regulation Q, vigentes desde 1933, desplazaron la intermediación a los euromercados de Londres, y la expansión de la intermediación no bancaria tras 2008 sigue la misma lógica.
4. El riesgo moral inducido por la propia red de seguridad, que la regulación desplaza sin eliminarlo.
5. *La prociclicidad de la propia regulación*: los requerimientos ponderados por riesgo se endurecen en las recesiones, cuando suben las ponderaciones y se deteriora el capital, y pueden amplificar la contracción del crédito. De ahí proceden los colchones anticíclicos.
6. Los costes de transacción, que encarecen la operativa, pueden reducir el crédito y levantan barreras de entrada, en perjuicio de las entidades pequeñas y de la competencia.
7. Los costes de implementación, para el supervisor y para las entidades.

1.4. Evidencia empírica

Crecimiento: la evidencia apunta a que el desarrollo financiero causa crecimiento, pues las industrias más dependientes de financiación externa crecen más en países con sistemas desarrollados (Rajan y Zingales, 1998). Importa, por tanto, la calidad de la regulación, y no solo su intensidad, y su diseño ha de valorarse por su efecto sobre la competencia y el acceso a la financiación.

Sistema financiero: Barth, Caprio y Levine (2002), con más de un centenar de países, hallan que las garantías de depósito generosas y las restricciones a la actividad bancaria correlacionan negativamente con la estabilidad, y la banca pública, con más corrupción, sin mejorar el desarrollo, la eficiencia ni la estabilidad. Recomiendan obligar a publicar información y fomentar el control privado, más que la intervención directa.

Distribución: Delis, Hasan y Kazakis (2014) encuentran que la liberalización bancaria reduce en conjunto la desigualdad, sobre todo la supresión de los controles de crédito y de tipos de interés, y también las privatizaciones y la apertura a los flujos de capital, mientras que la liberalización de los mercados de valores la aumenta de forma sustancial, lo que la versión de trabajo (2012) atribuye a la titulización. Cabría inferir una disyuntiva entre estabilidad e igualdad, aunque el trabajo no la contrasta. El efecto deja de ser significativo con menor desarrollo económico e institucional y en las economías basadas en el mercado, por lo que la liberalización debe combinarse con más supervisión e ir precedida de fortaleza institucional.

Límites del desarrollo financiero: la relación entre finanzas y crecimiento tiene forma de U invertida (*too much finance*). Pasado un umbral de crédito al sector privado, que muchas economías avanzadas habían rebasado antes de la crisis, el efecto se anula o se vuelve negativo (Cecchetti y Kharroubi, 2012). Su evidencia sectorial (2015) muestra que la expansión financiera perjudica sobre todo a las industrias dependientes de financiación externa o intensivas en I+D, a las que detrae recursos, en particular trabajo cualificado. El objetivo no es maximizar el tamaño del sistema, sino su calidad y estabilidad, lo que refuerza el argumento macroprudencial.

Política macroprudencial: Cerutti, Claessens y Laeven (2017), con 119 países (2000-2013), hallan que frena el crédito, con menos efecto en las economías avanzadas y abiertas, donde se elude con endeudamiento transfronterizo. Akinci y Olmstead-Rumsey (2018), con 57 economías, hallan que reduce también el crédito hipotecario y la subida de la vivienda, con los instrumentos inmobiliarios como los más eficaces.

En suma, las cuatro teorías convergen en que la inestabilidad es un resultado endógeno del sistema, y a cada fallo corresponde un instrumento. La regulación está, así, sólidamente justificada, pero sus costes son inmediatos, concentrados y medibles, y sus beneficios, las crisis que no llegan a producirse, inobservables. Esa asimetría sesga el debate hacia la desregulación tras periodos de calma, una manifestación institucional del argumento de Minsky. La regulación arbitra, además, entre estabilidad, eficiencia, acceso al crédito y equidad, y arrastra un desfase permanente respecto de la innovación, por lo que ha de concebirse como un proceso de revisión continua. Como las intervenciones directas resultan a menudo contraproducentes y lo eficaz es habilitar el control privado mediante información, la pregunta relevante no es cuánta regulación, sino de qué tipo.

2. Marco institucional

Los estándares no emanan de un legislador mundial, que no existe, sino de una red de foros cuyos acuerdos son *soft law*, por lo que solo adquieren eficacia cuando cada jurisdicción los incorpora, como hace la UE con el Reglamento y la Directiva de requerimientos de capital.

2.1. Instituciones multilaterales

2.1.1. Foros e instituciones principales

BIS (1930): creado para administrar las reparaciones alemanas, es hoy banco de los bancos centrales, foro de sus gobernadores y centro de análisis, y alberga las secretarías del Comité de Basilea, el FSB y el CPMI.

FMI (1944): vigila la estabilidad financiera con el artículo IV, el *Global Financial Stability Report* y los FSAP, obligatorios desde 2010 para las jurisdicciones sistémicas. Evalúa el cumplimiento de los estándares y financia, pero no los emite.

G20 (1999): reúne a 19 países, la UE y la Unión Africana, en torno al 85 % del PIB mundial, con España como invitado permanente. Elevado a cumbre de jefes de Estado y de Gobierno en Washington (2008), aporta el impulso político. Decide por consenso y sus acuerdos no son vinculantes.

FSB (2009): creado en la Cumbre de Londres a partir del Financial Stability Forum (1999), reúne a autoridades de 24 jurisdicciones y la UE, instituciones internacionales y emisores de estándares. Analiza vulnerabilidades con el FMI, coordina y supervisa el programa de reformas del G20.

2.1.2. Instituciones sectoriales

Cada segmento del sistema, banca, valores, seguros y pensiones, tiene su organismo fijador de estándares.

- El **BCBS** (1974), creado por los bancos centrales del G10 tras la quiebra de Herstatt y hoy con 45 miembros de 28 jurisdicciones, emite los Acuerdos de Basilea y los *Core Principles*.
- **IOSCO** (1983) agrupa a los supervisores de valores de más de 130 jurisdicciones, que regulan más del 95 % de los mercados mundiales de valores.
- La **IAIS** (1994) reúne a supervisores de seguros de más de 200 jurisdicciones y fija los estándares del sector, entre ellos el de capital para los grupos aseguradores internacionalmente activos.
- La **IOPS** (2004), con autoridades de unos 80 países y territorios, fija los estándares de supervisión de los sistemas privados de pensiones.

2.2. Instituciones regionales

2.2.1. Unión Europea

SESF (2011): responde al Informe Larosière (2009) y convierte los comités Lamfalussy en autoridades con facultades vinculantes. En el plano macroprudencial actúa la ESRB, que recomienda bajo el principio de "actuar o explicar"; en el microprudencial, las autoridades nacionales coordinadas por la EBA, la ESMA y la EIOPA.

Unión Bancaria (2012-): abierta por cooperación estrecha a los no miembros del euro, descansa en tres pilares.

- El **MUS**, operativo desde noviembre de 2014, con el BCE supervisando directamente las entidades significativas y las autoridades nacionales, bajo su vigilancia, las menos significativas.
- El **MUR**, con la Junta Única de Resolución y un Fondo Único financiado por el propio sector, que alcanzó en 2023 su nivel objetivo, de al menos el 1 % de los depósitos garantizados (unos 78.000 M€). Sigue pendiente el respaldo del MEDE, acordado en 2020 pero no ratificado por todos sus miembros.
- La garantía de depósitos, de 100.000 € con esquemas nacionales armonizados, sin fondo común: el EDIS quedó bloqueado, la Comisión anunció su retirada en noviembre de 2026 y la vía ha sido el paquete CMDI.

Unión de Ahorros e Inversiones (2025): heredera de la Unión de los Mercados de Capitales, dirigida a los Veintisiete, busca integrar los mercados de capitales, reducir la dependencia de la financiación bancaria y canalizar el ahorro minorista hacia la inversión productiva. El Brexit, que dejó fuera a su principal centro financiero, le dio urgencia.

2.2.2. Estados Unidos

El modelo reparte competencias por tipo de entidad y entre los niveles federal y estatal, y combina autoridades bancarias, de mercados y de seguros, que se exponen por orden de creación.

- La **OCC** (1863) supervisa los bancos con licencia nacional y, desde que Dodd-Frank suprimió la OTS, las cajas de ahorro federales.
- La **NAIC** (1871) coordina a los supervisores de seguros de cada Estado, pues el sector es de competencia estatal.
- La **Fed** (1913), banco central, supervisa los grupos bancarios y los bancos con licencia estatal adheridos al Sistema.
- La **FDIC** (1933), creada por la Glass-Steagall Act, gestiona el seguro de depósitos y supervisa los bancos estatales no adheridos.
- La **SEC** (1934), creada por la Securities Exchange Act, regula los valores y los fondos de inversión, incluidos los monetarios.
- La **CFTC** (1974) regula los derivados y vela por la compensación centralizada de las permutas estandarizadas que impuso Dodd-Frank.

Dodd-Frank (2010) creó la Orderly Liquidation Authority, el FSOC y la CFPB. En 2018 se elevó de 50.000 a 250.000 M$ el umbral de los requisitos reforzados, y la Reserva Federal atribuye a esa rebaja parte de la quiebra del SVB.

2.2.3. Reino Unido

Desde 2013 (Financial Services Act de 2012) aplica un esquema de *twin peaks*. Dos autoridades se reparten la supervisión por objetivos, solvencia y conducta, y no por tipo de entidad, a diferencia del modelo estadounidense. La **PRA** (2013), integrada en el Banco de Inglaterra, supervisa la solvencia de bancos, *building societies*, cooperativas de crédito, aseguradoras y grandes empresas de servicios de inversión. La **FCA** (2013) vigila la conducta y la protección del consumidor en todo el sector, y la solvencia de las entidades que quedan fuera de la PRA.

En suma, el *soft law* logra una convergencia notable, sostenida por la presión entre pares, el respaldo del G20 y la disciplina de mercado, y la crisis produjo una reconstrucción institucional rápida. Pero los bancos son "internacionales en vida y nacionales en la muerte" (King), porque el respaldo fiscal último sigue siendo nacional. Además, la Unión Bancaria está incompleta y el consenso de 2009 es reversible. El marco resuelve, así, la producción de estándares comunes, pero no la de instrumentos comunes de gestión de crisis.

3. Evolución de la regulación y reformas

La agenda poscrisis se ordena en las seis áreas prioritarias del FSB: capital, *too big to fail*, derivados, intermediación no bancaria, resolución, que se trata con el *too big to fail*, y remuneraciones.

3.1. Requerimientos de capital: Basilea

3.1.1. Basilea I (1988)

Objetivo: nace del G10 para garantizar la adecuación del capital y evitar la competencia regulatoria a la baja. Establece la ratio de adecuación del capital:

$$\text{CAR} = \frac{\text{Tier 1} + \text{Tier 2}}{\sum_j w_j A_j} \geq 8\,\%$$

- El *Tier 1*, al menos el 4 %, es el capital base, con capital social y reservas publicadas: recursos permanentes, plenamente disponibles y de rango inferior a cualquier acreedor. El *Tier 2*, con reservas no publicadas, provisiones generales, híbridos y deuda subordinada, solo absorbe pérdidas en liquidación o en condiciones más restrictivas y cubre como máximo la mitad del capital regulatorio.
- Las ponderaciones w_j son fijas: 0 % la deuda soberana OCDE, 20 % la de bancos OCDE y multilaterales, hasta 50 % el resto del sector público, 50 % las hipotecas residenciales y 100 % la deuda corporativa y la soberana no OCDE en divisa.

Conclusiones: las ratios se alcanzaron en plazo y su simplicidad logró el primer estándar verdaderamente internacional, adoptado incluso fuera del G10. Pero clasificaba el riesgo de forma rudimentaria (toda la deuda corporativa ponderaba al 100 %, con independencia de su calidad), ignoraba el riesgo de mercado y permitía recomponer carteras para ahorrar capital. La ponderación nula de la deuda soberana está en el origen del círculo vicioso bancos-soberanos. La enmienda de 1996 separó la cartera de negociación, admitió modelos VaR, que cuantifican la pérdida máxima que no se superará, con un nivel de confianza dado, en un horizonte determinado, y creó el *Tier 3*.

3.1.2. Basilea II (2004)

Objetivo: sustituir la regulación basada en reglas por la basada en procesos, reconociendo los modelos internos. Introduce **tres pilares**:

- *Pilar 1*: mantiene las ratios mínimas y trata tres riesgos: el de crédito, con enfoque estándar, según las calificaciones externas, o IRB, *foundation* o *advanced*; el de mercado, con VaR, y el operacional, la categoría verdaderamente nueva, referida a las pérdidas por fallos en procesos, personas y sistemas o por acontecimientos externos, con tres métodos de complejidad creciente: el BIA, un 15 % de la media trienal de los ingresos brutos; el STA, por líneas de negocio, y el AMA, con modelos internos.
- *Pilar 2*: la revisión supervisora, con el proceso de autoevaluación del capital (ICAAP), para verificar que el capital se adecua al perfil de riesgo real de la entidad.
- *Pilar 3*: la disciplina de mercado mediante la publicación de información, para que inversores y acreedores disciplinen la toma de riesgos.

Conclusiones: acercó el capital regulatorio al económico. Pero fue complejo y procíclico, permitió apalancarse en la cartera de negociación, delegó la calibración en las agencias de calificación y dejó a las entidades calibrar sus modelos. Basilea 2.5 (2009) endureció el tratamiento de la cartera de negociación, con un VaR en condiciones de estrés y un recargo por riesgo incremental, y de las titulizaciones.

3.1.3. Basilea III (2010)

Objetivo: responder a la crisis reforzando la calidad y la cantidad del capital y añadiendo, por primera vez, requisitos de apalancamiento y liquidez.

- *Capital*: el capital ordinario pasa a ser CET1, con deducciones armonizadas, y desaparece el *Tier 3*. Se exige un CET1 de al menos el 4,5 % (antes, 2 %) y un *Tier 1* del 6 % (antes, 4 %), del que el capital adicional de nivel 1 (AT1) cubre como máximo 1,5 puntos. Como el *Tier 2* computa hasta 2 puntos, el total sigue en el 8 %, y sube así la calidad, no la cifra agregada.
- *Colchones*: de conservación (2,5 %), anticíclico (hasta 2,5 %) y recargos sistémicos. Su incumplimiento no determina la inviabilidad, sino la restricción automática de dividendos y retribución variable.
- *Ratio de apalancamiento*: Tier 1 sobre la exposición total sin ponderar, dentro y fuera de balance, al menos del 3 %, para desincentivar el crecimiento del balance con independencia del riesgo percibido de los activos.
- *Liquidez*: la LCR exige activos líquidos de alta calidad que cubran las salidas netas de caja a 30 días en un escenario de estrés, y la NSFR, que la financiación estable disponible cubra la requerida a un año.
- *Pilares 2 y 3*: pruebas de estrés periódicas y más divulgación de la exposición al riesgo.

Conclusiones: mejora la calidad del capital y cubre el apalancamiento y la liquidez. Las críticas llegan del sector, por el coste sobre el crédito, cuyo impacto la OCDE (Slovik y Cournède, 2011) cifró en 0,05 a 0,15 puntos menos de crecimiento anual del PIB; de la academia, por insuficiente, porque el capital no es caro para la sociedad (Admati y Hellwig, 2013), y, de forma transversal, por su complejidad.

3.1.4. Finalización de Basilea III (2017)

Objetivo: restaurar la comparabilidad de los activos ponderados, ante su variabilidad injustificada entre entidades con carteras similares, sin elevar significativamente los requerimientos agregados. El Comité, que rechaza la denominación "Basilea IV", fija un **output floor**: los requerimientos con modelos internos no pueden bajar del 72,5 % de los del método estándar. Elimina, además, el IRB avanzado para grandes empresas y entidades financieras, sustituye todos los métodos de riesgo operacional por uno estándar, revisa los métodos estándar y amplía la divulgación.

Conclusiones: cierra la principal vía de arbitraje de Basilea II, pero su aplicación se ha demorado y fragmentado. Prevista para 2022, se pospuso a 2023 por la pandemia, con un *output floor* gradual hasta 2028. En la UE se aplica con el CRR III desde 2025, la CRD VI desde enero de 2026 y la FRTB desde enero de 2027. En EE. UU., el *Basel III Endgame* de 2023 ha quedado superado por una propuesta menos exigente de marzo de 2026. Esa divergencia reabre el arbitraje que el acuerdo quería cerrar.

3.2. Fin al *too big to fail*

3.2.1. Entidades sistémicas

Identificación: desde 2011, el FSB publica la lista de G-SIB, unas 30 entidades, según tamaño, complejidad, interconexión, no sustituibilidad y actividad transfronteriza, con recargos de CET1. Las D-SIB se designan en cada jurisdicción.

Absorción de pérdidas: el TLAC (FSB, 2015) exige a las G-SIB capital y pasivos que absorban pérdidas en resolución. Su equivalente europeo, para todas las entidades, es el MREL, que fija entidad por entidad la autoridad de resolución (la Junta Única de Resolución o la nacional, en España el Banco de España como autoridad de resolución preventiva). Ambos permiten recapitalizar sin fondos públicos.

Reforma estructural: frente a las entidades que combinan banca minorista y de inversión hay tres enfoques.

1. *EE. UU., prohibición*: la Regla Volcker (2013) prohíbe a las entidades de depósito la negociación por cuenta propia y limita su inversión en *hedge funds* y capital riesgo al 3 % del *Tier 1*.
2. *Reino Unido, separación*: el Informe Vickers (2011) llevó al *ring-fencing*, vigente desde 2019, que aísla la banca tradicional dentro del grupo.
3. *UE, enfoque intermedio*: el Informe Liikanen (2012) y la propuesta de la Comisión de 2014 separaban solo por encima de umbrales, de 30.000 M€ de activos totales y 70.000 M€ de activos o pasivos de negociación, pero la propuesta se retiró en 2018 sin acuerdo de los colegisladores.

Desde 2019 la tendencia es la flexibilización. EE. UU. revisó la Regla Volcker en 2019 y 2020, y el Reino Unido elevó en 2025 el umbral del *ring-fencing* de 25.000 a 35.000 millones de libras de depósitos y anunció en mayo de 2026 una reforma para flexibilizarlo. Falta, además, un estándar internacional común.

3.2.2. Resolución bancaria

Del *bail-out* al *bail-in*: las pérdidas pasan del contribuyente a accionistas y acreedores, con regímenes de resolución distintos del concurso, conforme a los *Key Attributes* del FSB (2011). En EE. UU., la Orderly Liquidation Authority permite a la FDIC, como síndico, liquidar ordenadamente las entidades sistémicas con un punto único de entrada, que resuelve solo la matriz y mantiene operativas las filiales; en la UE, la BRRD y el MUR, con la inviabilidad declarada por el BCE y la decisión en manos de la Junta Única de Resolución.

Principios: prelación inversa, de las acciones a la deuda senior, con exclusión de los depósitos garantizados y absorción previa de al menos el 8 % del pasivo total y los fondos propios para acceder al Fondo; excepciones al *pari passu* si son transparentes y necesarias para contener el impacto sistémico, y el principio **no creditor worse off**, según el cual ningún acreedor puede quedar peor que en una liquidación concursal ordinaria.

3.3. Mercados de derivados

La crisis reveló en los derivados OTC un problema doble: la complejidad de las estructuras y la opacidad, que impidió a supervisores y contrapartes conocer la distribución de las exposiciones. La respuesta del G20 de Pittsburgh (2009), con EMIR en la UE y Dodd-Frank en EE. UU., tiene cuatro rasgos.

1. *Compensación centralizada* de los derivados estandarizados, con normas organizativas y prudenciales para las propias cámaras.
2. *Control de las plataformas electrónicas*: los ATS y las plataformas de ejecución de *swaps* (SEF) en EE. UU., y los MTF y los OTF de MiFID II en la UE.
3. *Mitigación de riesgos*: la Lincoln Swap Rule obligaba a las entidades de depósito a trasladar a filiales parte de su operativa con derivados, y EMIR impone reporte, conciliación e intercambio de garantías en los contratos no compensados.
4. *Repositorios de operaciones*, con identificación de las contrapartes por el LEI.

Desde 2013 hay un entendimiento común transfronterizo y desde 2016 la UE reconoce la equivalencia de las cámaras estadounidenses. La mayor parte de los derivados normalizados se compensa hoy de forma centralizada y las exposiciones son visibles, pero el riesgo de contrapartida se concentra en unas pocas cámaras que se han vuelto sistémicas. De ahí proceden sus regímenes de recuperación y resolución (Reglamento 2021/23).

3.4. Intermediación no bancaria

Intermediación no bancaria: es la intermediación crediticia fuera del perímetro bancario, y el sector no bancario concentra ya el 51 % de los activos financieros mundiales (FSB, 2024). Este sector es hoy el frente de riesgo sistémico más vivo, y se actúa en cuatro líneas:

- Un mapa de entidades por funciones, no por forma jurídica, fácilmente mudable.
- La regulación de los fondos del mercado monetario, tras sus pánicos de 2008 y de marzo de 2020.
- Titulizaciones con retención de riesgo, información y estandarización.
- *Haircuts* mínimos en préstamos de valores y *repos*.

Otros sectores: Solvencia II, aplicable desde 2016, traslada a los seguros la lógica de Basilea, con capital basado en el riesgo y tres pilares. Su revisión y la directiva de recuperación y resolución de aseguradoras se aplican desde enero de 2027, y la IAIS adoptó en 2024 un estándar de capital para los grupos internacionalmente activos. UCITS y AIFMD regulan los fondos de inversión, y la Directiva (UE) 2024/927 armoniza su gestión de la liquidez. Los fondos monetarios deben mantener colchones de liquidez en la UE, y en EE. UU. la reforma de la SEC de 2023 suprimió la suspensión de reembolsos e impuso comisiones de liquidez a los institucionales. MiCA (2023), plenamente aplicable desde diciembre de 2024, somete a autorización a los emisores de *stablecoins*, mientras Basilea pondera al 1250 % los criptoactivos que no son activos tokenizados ni *stablecoins* con estabilización eficaz.

Transparencia: las agencias de calificación tienen un conflicto de interés inherente al modelo *issuer-pays*, en el que el calificado paga la calificación, una estructura oligopolística y un comportamiento procíclico, y la reforma reduce la dependencia mecánica de sus notas, exige transparencia metodológica y, en la UE, las somete a la ESMA. La NIIF 9 pasa de la pérdida incurrida a la esperada, para anticipar el reconocimiento del deterioro y atenuar la prociclicidad de las provisiones. Tras el escándalo del LIBOR (2012), en el que varias entidades manipularon sus contribuciones, los índices se basan en transacciones reales: SOFR, SONIA y €STR, con un euríbor híbrido y el cese del LIBOR.

3.5. Remuneraciones

Los sistemas de *bonus* estimulaban la toma de riesgos a corto plazo sin penalizar sus consecuencias. Los *Principles for Sound Compensation Practices* del FSB (2009) limitan los *bonus* garantizados a supuestos excepcionales, como el primer año de un nuevo contratado, exigen control independiente del Consejo y vinculan la retribución variable al largo plazo, con diferimiento y ajuste.