

¿QUÉ QUEDA DE LA AGENDA «LEGISLAR MEJOR»?

Isabel Argimón (*)

(*) Isabel Argimón pertenece a la Dirección General de Regulación del Banco de España. La autora agradece los comentarios de G. Gil a una versión anterior.
Este artículo es responsabilidad exclusiva de la autora y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.

¿Qué queda de la agenda «Legislar mejor»?

1 Fiebre regulatoria

La crisis financiera internacional ha puesto de manifiesto algunas debilidades del marco regulatorio actual. Ello ha conducido a una discusión sobre la necesidad de reconsiderar el tratamiento regulatorio en áreas tan dispares como los regímenes de insolvencia bancaria (*prompt corrective action*), la gestión del riesgo de liquidez, la prociclicidad en los requerimientos de capital y las normas contables, las operaciones en los mercados monetarios de los bancos centrales, el perímetro de la regulación o la gestión de crisis¹. Además, incluso antes de que se iniciara ningún debate en profundidad, y tras la caída de Lehman Brothers, los gobiernos de algunos países se vieron obligados a reaccionar ante la magnitud de las tensiones financieras, actuando de forma descoordinada y sin una estrategia global clara. Así, el aumento de la cuantía cubierta por los fondos de garantía de depósitos decidida por las autoridades irlandesas, o las limitaciones a las ventas en corto descubiertas establecidas en el Reino Unido y en Estados Unidos, obligaron a otros países a tomar medidas similares o a introducir cambios en la misma dirección². En resumen, con la crisis se ha producido una ola de medidas reactivas, que, al menos inicialmente, fueron decididas unilateralmente en cada jurisdicción, sin tener en cuenta el carácter global de los mercados y su impacto en otras áreas.

En Europa, la respuesta coordinada quedó delimitada por el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la Unión Europea del 7 de octubre de 2008, en el que se asumió el compromiso de adoptar todas las medidas necesarias para restablecer la estabilidad financiera³. Dentro de este marco y en el ámbito regulatorio, una de las primeras actuaciones se centró en unificar el tratamiento de los seguros de depósitos, formulándose una propuesta de modificación de la directiva que regula los esquemas de garantía de depósitos con el objetivo de mejorar la protección del depositante y mantener su confianza en la red de protección financiera, que ya ha sido aprobada⁴. Asimismo, se incorporaron modificaciones en los criterios contables (IAS 39), abriendo la posibilidad de reclasificar instrumentos de la cartera de negociación y de la disponible para la venta en la cartera de inversión crediticia, por motivos de «raras circunstancias»⁵, en consonancia con las iniciativas emprendidas en Estados Unidos tras los cambios aprobados en esta dirección por el International Accounting Standards Board (IASB) a mediados de octubre.

Las propuestas de reconsideración del marco regulatorio y supervisor se fueron extendiendo a otras áreas, abarcando un amplio abanico de aspectos⁶. En concreto, la Comisión Europea propuso a finales de octubre de 2008 iniciar un proceso de revisión de los requerimientos de capital⁷, entre otros motivos para contrarrestar los riesgos de prociclicidad derivados de la regulación y el marco contable. Asimismo, se comprometió a impulsar la discusión sobre

1. Véase, por ejemplo, Goodhart (2008). Las propuestas contenidas en la Declaración de la Cumbre del G 20 de noviembre de 2008 en Brasil y especialmente las que está elaborando el Grupo 1 sobre «Enhancing sound regulation and strengthening transparency» cubren áreas muy similares. 2. Véase, por ejemplo, el Acuerdo del Comité Ejecutivo de la CNMV de 22 de septiembre de 2008, en relación con las ventas en corto descubiertas. 3. Conclusiones del Consejo sobre las respuestas inmediatas a las turbulencias financieras; 13296/08. 4. Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 94/19/CE, relativa a los sistemas de garantía de depósitos, en lo que respecta al nivel de cobertura y al plazo de pago. COM (2008) 661/3. 5. Reglamento (CE) n.º 1004/2008, de la Comisión, de 15 de octubre de 2008, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1725/2003, por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la norma internacional de contabilidad 39 y a la norma internacional de información financiera 7. 6. Comunicación de la Comisión: «De la crisis financiera a la recuperación: Un marco europeo de acción». COM (2008) 706, de 29 de octubre de 2008. 7. Propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican las directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los bancos afiliados a un organismo central, a determinados elementos de los fondos propios, a los grandes riesgos, al régimen de supervisión y a la gestión de crisis. COM (2008) 602 2008/0191/COD.

la adecuación del establecimiento de un marco regulatorio para las agencias de *rating*⁸ y a analizar los sistemas de remuneración de directivos⁹. Finalmente, propuso poner en marcha una revisión sobre la adecuación de la supervisión de los mercados de capitales y la gestión de riesgos, incluyendo derivados, *hedge funds* y *private equity*. Se planteó, pues, un programa amplio de revisión de la regulación en un horizonte temporal no muy dilatado aunque todavía impreciso.

Existe un cierto consenso en que estamos ante circunstancias excepcionales, que pueden exigir medidas excepcionales, entre las que se encuentran los planes de rescate bancario en proceso de desarrollo e implementación en algunas economías de nuestro entorno. Debe distinguirse, sin embargo, entre medidas que tienen este carácter y, por lo tanto, tienen prevista una duración limitada, y medidas que tienen vocación de permanencia, que se exigirá se apliquen también cuando estas circunstancias excepcionales hayan desaparecido. Aunque para el primer tipo de medidas los efectos colaterales puedan ser indeseados además de duraderos, su justificación está en la necesidad de dar una respuesta rápida a la situación. Para el segundo tipo de medidas, los efectos indeseados deben y pueden minimizarse, o, como mínimo, tenerse en cuenta a la hora de adoptarlas. Un exceso de regulación, con las consecuentes distorsiones en el comportamiento de los agentes, tiene unos costes de eficiencia difícilmente justificables.

En este artículo se discuten los argumentos a favor de una determinada intensidad regulatoria. Para ello se presentan inicialmente los enfoques orientados a minimizar la intervención pública, que han dominado la toma de decisiones en el ámbito financiero en los últimos años. La crisis ha puesto de manifiesto las limitaciones de estos enfoques y los gobiernos han reaccionado inclinando la balanza hacia el otro lado, con el riesgo de conducir a un exceso de regulación. El artículo aboga por el reforzamiento del análisis de impacto como mecanismo para la toma de decisiones en este ámbito de la actuación pública, por ser un instrumento que orienta la búsqueda del equilibrio entre la sobrerregulación y el *laissez faire*.

2 Legislar mejor

Uno de los programas europeos a los que la crisis ha puesto en entredicho y, por lo tanto, parece requerir una reconsideración es el englobado bajo la denominación de «Legislar mejor»¹⁰.

Este programa está dirigido, entre otros objetivos, a incrementar la transparencia en la toma de decisiones y a fomentar la rendición de cuentas de aquellos que las adoptan en todas las áreas en las que se produce intervención del sector público. El proyecto recibió un fuerte impulso en el contexto europeo al enmarcarse dentro de la Agenda de Lisboa y potenciarse en la Agenda renovada. En este sentido, este programa no está especialmente enfocado a la actividad regulatoria en el área financiera. Sin embargo, se incluyó dentro de las iniciativas de la Comisión Europea contenidas en el Plan de Acción de Servicios Financieros 2005-2010.

En la raíz de este programa está la consideración de que existe una excesiva o inadecuada regulación que limita el buen funcionamiento de las economías de mercado, perjudicando los intereses de los consumidores y de las empresas e impidiendo el crecimiento económico. En

8. Propuesta de reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las agencias de calificación crediticia. COM (2008) 704; 2008/0217/COD. Véase Restoy (2008) para una discusión sobre la necesidad de monitorizar estas instituciones de forma complementaria a los esquemas de autorregulación vigentes en la mayoría de países. 9. Propuesta de recomendación sobre políticas de remuneración en el sector de los servicios financieros (http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/financialsector_290409_en.pdf). Y propuesta de modificación de la Directiva de Capital para incorporar consideraciones sobre remuneración (http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/regcapital/consultation-renumeration_en.pdf). 10. Véase el folleto divulgativo de la Comisión Europea (2006) *El plan «Legislar mejor»: ¿de qué se trata?*

este sentido, parte de la agenda de «Legislar mejor» está orientada a reducir la carga regulatoria en general y la administrativa en particular, a partir de fomentar la calidad normativa. Subyace la idea de que en todos los ámbitos de la actividad económica cuanto menos regulación, mejor, y, en el límite, que fomentar la autorregulación es óptimo. Bajo este enfoque, se considera que los mercados pueden ejercer un papel disciplinador más efectivo que el que puede ejercerse a través de intervenciones públicas, lo que implica un compromiso de regular menos estrechamente, con una regulación basada en principios (*principles based regulation*).

3 La autorregulación

Actualmente, operan en el sistema financiero muchas organizaciones, como la New York Stock Exchange, el NASDAQ o las agencias de *rating*, que cumplen su función bajo un régimen de autorregulación¹¹. Si bien a raíz de la crisis de confianza ocasionada por el caso ENRON las dos primeras instituciones mencionadas adoptaron una serie de cambios que implicaban nuevas reglas para las entidades miembro, su nivel de autorregulación es todavía considerable. El caso de las agencias de *rating* es relativamente similar, ya que también han sufrido una crisis de confianza, originada en la nueva área de actividad asociada a las calificaciones de productos financieros estructurados y complejos, que, a raíz de la crisis, se ha extendido a sus áreas tradicionales de actuación. La propuesta europea de regulación de las actividades de estas agencias podría significar la desaparición o, al menos, la atenuación de la autorregulación para estas entidades.

Los partidarios de la autorregulación argumentan que este mecanismo contribuye a la eficiencia de los mercados financieros [Miller (1991)]. Está claro que los agentes que operan en un mercado son los que tienen la experiencia, el conocimiento práctico y los intereses comerciales que hacen que este mercado funcione. Por lo tanto, son los que están mejor dotados para configurar unas reglas del juego que sean coherentes con el marco operativo de su negocio, y que minimicen la fricción. Además, si la regulación surge de esta experiencia y conocimiento será mejor y más fácilmente aceptada por la propia industria y, consecuentemente, el grado de cumplimiento será mayor que si la actividad la regula directamente el sector público.

Además, la autorregulación es un mecanismo relativamente rápido y efectivo para la adopción de reformas y resolución de conflictos, debido a su simplicidad y flexibilidad operativa. Los organismos autorregulados no están sujetos a los trámites y formalidades que caracterizan a los procedimientos legislativos y administrativos propios de un sistema público, por lo que presentan una mayor rapidez de reacción.

Todas estas características conducen a que la autorregulación presente unos costes de implementación y seguimiento de las normas muy inferiores a los que experimenta la regulación pública [Romano (1996)].

Sin embargo, las organizaciones autorreguladas tienen muchas limitaciones. Una de ellas es su posible ineffectividad [Pirrong (1995) y De Jong et ál. (2005)]. En realidad, bajo organizaciones autorreguladas, el riesgo de captura del regulador por el regulado es mayor que bajo un sistema de regulación pública [Stigler (1971)], entre otros motivos porque la escasez de recursos reduce necesariamente la capacidad de control sobre las actuaciones de los agentes que operan en el mercado. Asimismo, en un marco de autorregulación pueden surgir dudas sobre la credibilidad de la implementación de las normas, lo que le puede restar efectividad, sobre todo si la agencia reguladora no se ve como independiente del poder político [Lazzarini y Carvalho de Mello (2001)]. Además, los conflictos de intereses entre los distintos partícipes que pueden

11. Véase Cuenca Miranda (2002) para una revisión sobre la autorregulación en los mercados de valores españoles.

aparecer en los mercados autorregulados son difíciles de abordar, de manera que estas organizaciones pueden acabar siendo ineficientes y anticompetitivas, pudiéndose transformar fácilmente en un cartel. Hay evidencia de que algunos agentes que operan en estos mercados han podido servirse de la autorregulación para obtener rentas competitivas [Pirrong (1995)]. En particular, se ha indicado que en algunos casos se ha abusado de la potestad de conceder licencias que autorizan el ejercicio de la actividad con el objetivo de impedir la entrada de nuevos competidores¹². Asimismo, se ha identificado la utilización de normas deontológicas (restricciones en materia de publicidad, prohibición o limitación de innovaciones que resulten en reducciones de costes...) como un mecanismo para limitar la competencia en materia de precios. Finalmente, existe cierta evidencia de que la autorregulación no es plenamente efectiva para abordar los incumplimientos de sus miembros¹³. Por una parte, los organismos de autorregulación deben proteger su reputación y, por lo tanto, tenderán a minimizar los episodios en los que se materializa el conflicto; por otra parte, carecen de mecanismos legales para imponer sanciones penales a sus miembros, lo que limita su capacidad de disuasión. En realidad, los mecanismos de mercado imperantes en los sistemas autorregulados suelen conducir a que dominen los intereses individuales de cada uno de los miembros o de un grupo de ellos frente al interés público.

Precisamente, la falta de alineación entre los intereses públicos y los privados es una de las principales justificaciones de la intervención pública en un mercado. Un ejemplo claro de esta falta de alineación se manifestaría en un mercado de valores donde los usuarios no tuvieran ninguna protección y, por lo tanto, el tráfico de información privilegiada pudiera estar muy extendido. En este marco, la búsqueda del interés individual conduciría a una asignación subóptima, ya que podría aumentarse el bienestar simplemente a partir de potenciar una mayor transparencia, que implicaría ganancias de eficiencia, con los consiguientes mayores beneficios sociales.

En realidad, se ha venido indicando que la autorregulación puede funcionar de forma más o menos adecuada cuando se materializa dentro de grupos sociales homogéneos, cerrados y con fuerte identidad cultural [Scarpa (1997)]. Cuando el mercado crece y se desarrolla, las desventajas de la autorregulación se hacen evidentes. Cabe pensar que, en general, la autorregulación puede ser incapaz de soportar un período de tensiones, como las que pueden surgir cuando las condiciones de mercado cambian, se proponen reformas en ámbitos colindantes o se exacerban los conflictos de intereses entre los distintos miembros que participan en el mercado¹⁴. En realidad, se ha argumentado que la historia de la regulación bancaria americana es la historia de la reacción del sector privado y del público a episodios de pánicos financieros [Calomiris y Gorton (2000)].

En cualquier caso, debe buscarse el equilibrio entre la autorregulación y la regulación pública en cada mercado, que puede depender, en gran medida, del entorno institucional [Lazzarini y Carvalho de Mello (2001)]. La elección entre ambos o su integración debe tener en cuenta los costes de información, que suelen ser siempre mayores bajo la regulación pública, y los costes de agencia, que tienden a ser mayores bajo la autorregulación. La comparación entre ambos tipos de costes debe formar parte de las consideraciones que fundamentan la decisión sobre el grado adecuado de intervención pública.

¹². Maurizi (1974) recoge evidencia sobre esta práctica en el caso de la concesión de licencias para ejercer determinadas profesiones. ¹³. Kondo (2006) recoge evidencia de que la reducción en la autorregulación condujo a aumentos en el sesgo en la resolución de conflictos entre *brokers* y *dealers* por parte de la National Association of Securities Dealers (NASD) americana. ¹⁴. El caso del mercado de seguros de Lloyd's en la década de los ochenta puede ser ilustrativo de este fenómeno [Gwilliam et ál. (2000)].

4 La regulación basada en principios

Si las desventajas de la autorregulación se manifiestan sobre todo con el crecimiento y desarrollo del mercado en el que operan, o con la extensión de sus actividades a áreas nuevas, como podría ser el caso de las agencias de *rating*, el enfoque de regulación ligera (*light touch*), que prevalece en algunos mercados, sobre todo anglosajones, queda en entredicho en momentos de crisis como el actual, al hacer evidente sus limitaciones.

El apoyo a esta forma de regular se manifiesta en la proliferación de guías y manuales de buenas prácticas que han elaborado y diseminado distintas instituciones internacionales en los últimos años. En algunos casos, la ausencia de atribuciones legislativas o regulatorias en determinadas materias implica necesariamente que la única manera que tienen los distintos organismos de influir sobre el mercado es a través de estas guías. Sin embargo, el miedo a ser excesivamente prescriptivo o, más en general, las ventajas que se asocian a este enfoque de regulación ligera han limitado la adopción de propuestas concretas en áreas donde sí había esta potestad legislativa. Finalmente, en algunas áreas parece difícil desarrollar una regulación detallada que pueda ser aplicable a todo tipo de entidades. Los *stress test* que los bancos están obligados a llevar a término para contrastar la adecuación de los niveles de capital, bajo el marco de Basilea II, podrían ilustrar esta situación.

La regulación basada en principios comporta que las reglas sean menos detalladas y prescriptivas y presupone que la industria está dispuesta a colaborar con las autoridades para trasladar estos principios a normas de comportamiento en cada una de las entidades. En este sentido, estas normas no deben ni necesaria ni exclusivamente tener un reflejo escrito, sino que deben impregnar la práctica cotidiana de las empresas. Este enfoque comporta, por lo tanto, una mayor implicación de los altos cargos de las entidades en las decisiones que se adoptan en las distintas áreas, de manera que el papel de los *compliance officers* cambia de forma sustantiva.

Los partidarios de este enfoque regulatorio argumentan que promueve una industria de servicios financieros más innovadora y competitiva, generando así beneficios para los consumidores [FSA (2007)]. Se señala que los principios son más fáciles de entender, en general, que normas con elevado volumen de detalle, y que no implican un coste muy alto en términos del tiempo necesario para su lectura y comprensión, ni la ayuda de profesionales del Derecho para poder ser implementados. Así, la implicación de los directivos con los mismos es más fácil de conseguir. Asimismo, requiere el establecimiento y reforzamiento de la confianza mutua entre el regulador y el regulado, propiciando un diálogo más fluido, lo que, en el límite, podría conducir, sin embargo, a la captura del regulador.

Una regulación basada en principios presenta un grado de flexibilidad muy elevado, de manera que puede ajustarse a distintas situaciones y marcos cambiantes. En este sentido, exige también que la supervisión sea menos prescriptiva y que esté orientada a conseguir determinados resultados, sin interesarse tanto en los procesos como en que estos se alcancen. Esto afecta a la relación del supervisor con el supervisado, a la información que debe proporcionar e incluso a las medidas de obligado cumplimiento que pueden adoptarse.

Sin embargo, la lista de los inconvenientes o retos que tiene esta forma de operar es relativamente abultada. Destaca, ante todo, la mayor ambigüedad e incertidumbre que comportan los principios tanto para regulados como para reguladores. Cabe pensar que podría ser más difícil para los directivos entender exactamente qué es lo que se pretende con determinadas directrices. Los costes de esta ambigüedad pueden ser mayores que los que se producirían bajo un marco regulatorio prescriptivo. Estos costes adicionales no se restringen al ámbito del regulado, sino que se extienden a otras áreas. En este sentido, el recurso al defensor del con-

sumidor o a otras instituciones con funciones arbitrales podría incrementarse notablemente para resolver dudas de interpretación, lo que requeriría una mayor dotación presupuestaria para estos organismos.

Además, se hace necesario gestionar el riesgo legal que este marco implica para ambas partes, con el consiguiente coste que ello comporta. Aunque se consiga disponer de un menor detalle normativo, podría producirse una proliferación de guías que también deberían conocerse, pero que, en cambio, no habrían pasado por ningún mecanismo de control legal o filtro parlamentario.

Ante este marco regulatorio, las entidades podrían reaccionar o bien manifestando una mayor aversión al riesgo, por miedo a las sanciones regulatorias, o bien, al no estar constreñidas, optando por operar de manera más inadecuada. En cualquier caso, las entidades deben desarrollar unas capacidades de gestión que podrían estar inicialmente ausentes en un marco prescriptivo.

Un sistema de regulación por principios debería ir acompañado de un reforzamiento de la capacidad y la actividad supervisoras, aunque orientadas a la consecución de objetivos, para suplir la ausencia de unas normas precisas. En este sentido, podría darse una falta de coherencia en la implementación del marco regulatorio, que incluso podría llegar a ser arbitraria, lo que sugiere que la supervisión debería verse reforzada.

Uno de los ejemplos de regulación ligera que la crisis ha echado por tierra es el programa de supervisión voluntaria implementado por la Securities and Exchange Commission (SEC) en relación con los grandes bancos de inversión, que había sido aprobado en 2004 por la propia SEC. El programa ha tenido que ser cerrado y no solo por la desaparición de este tipo de entidades en el mercado, sino por el reconocimiento por parte de sus promotores del fracaso de esta iniciativa. La entrada y salida de las entidades en el programa dependían de la situación que experimentaban, dificultando e incluso impidiendo así cualquier control efectivo por parte de la SEC.

5 El análisis de impacto regulatorio

La crisis ha evidenciado la necesidad de desarrollar un marco regulatorio y supervisor acorde con las necesidades de los mercados, que no parece que se corresponda exactamente con el que tenemos ahora. Asimismo, ha puesto de manifiesto las limitaciones inherentes en organizaciones autorreguladas y los inconvenientes de una regulación ligera, exacerbando las tensiones que se generan bajo estos esquemas de actuación. Por lo tanto, el péndulo parece que se mueve hacia un abandono de los principios que subyacen en la agenda de «Legislar mejor».

Sin embargo, el énfasis en la desregulación es solo una parte de los postulados contenidos en esta agenda. En ella también se incluye el principio de proporcionalidad entre costes y beneficios de la regulación, con el objetivo de impedir la adopción de medidas que impliquen unos costes superiores a los beneficios que generan. Y, para ello, desarrolla y extiende el análisis de impacto regulatorio (AIR) a todas las áreas donde se produce intervención pública y, en concreto, al área de la regulación financiera. En este sentido, contribuye al objetivo de mejorar la regulación, al dotar a los que diseñan las políticas de una metodología que permite la adopción de decisiones informadas sobre las áreas en las que una reducción de las normas existentes proporciona beneficios netos y, en general, sobre las ventajas e inconvenientes de adoptar cada medida.

Ahora más que nunca, debería potenciarse este análisis para la toma de decisiones de política. En realidad, este enfoque ha sido adoptado ya por las autoridades nacionales encargadas de la regulación de los servicios financieros de varios países, entre los que se encuentra el

Banco de España. El grado de implantación es distinto en las distintas economías, siendo la tradición inglesa y, en general, las de los países anglosajones las que presenta un mayor nivel de desarrollo como resultado de su propia evolución legislativa. En el Reino Unido, el análisis de impacto está sancionado por ley e Italia acaba de introducir legislación en la misma dirección. En los Países Bajos, el análisis de impacto forma parte formalmente del proceso regulatorio, mientras que países como Rumanía, Polonia, Malta, Lituania, Letonia, Hungría, Grecia, República Checa, Portugal o Francia tienen un enfoque flexible con respecto a su aplicación¹⁵.

El potencial de sobrerregular está siempre presente en todas las economías, ya que no existe un mecanismo de mercado que clarifique la cantidad óptima de regulación que se debería proveer. El consumidor no tiene un mecanismo de elección con respecto a la cantidad de regulación que está dispuesto a consumir. Se ve como un bien gratuito que se sobredemanda, ya que no tiene un precio. Sin embargo, sí tiene un coste. Si, además, se tiene en cuenta que el regulador suele presentar una elevada aversión al riesgo, el resultado es que hay una predisposición a que se produzca sobrerregulación.

A esta situación de partida se le añade actualmente la percepción, que se ha generado a raíz de la crisis, de que es necesario extender el ámbito de la regulación prudencial a otros intermediarios financieros o a otros participantes en los mercados y fortalecer la existente con nuevas normas. Esta percepción debe ser, sin embargo, contrastada y, en este sentido, el análisis de impacto es una herramienta eficaz para limitar la magnitud de la sobrerreacción o incluso evitarla. Pero ¿en qué consiste el AIR?

6 La guía de análisis de impacto para los comités europeos de nivel 3

En el contexto de la regulación financiera europea, los comités de nivel 3 (CEBS, CEIOPS y CESR) aprobaron en abril de 2008 una guía para la realización de análisis de impacto regulatorio en relación con las propuestas legislativas y, en general, con la implementación práctica en materia de regulación y supervisión financiera¹⁶.

Cuatro elementos principales definen el AIR: el análisis inicial de las razones que empujan a la intervención pública, la discusión de las alternativas regulatorias que se han considerado, el proceso de consulta pública sobre las medidas que se propone adoptar y, finalmente, una revisión de la efectividad de las medidas adoptadas. De forma más precisa, la guía propone unos pasos que seguir y que abarcan desde la identificación del problema y de la amenaza que representa para alcanzar los objetivos que tiene asignados el regulador, el desarrollo de las distintas opciones de política que pueden implementarse y que obviamente incluyen la opción de dejar que el mercado opere, el análisis de los impactos, incluyendo los efectos laterales y los que no son deseados, y la revisión de la política implementada. El análisis de impacto propuesto en la guía se caracteriza por estar orientado a determinar ex ante los efectos que la aplicación de la medida va a ocasionar y por requerir, además, un análisis comparativo de propuestas alternativas que se han desechado a favor de la que presenta un mayor beneficio neto. No se limita, pues, a evaluar la propuesta finalmente adoptada, sino que exige que se analice y publique también la evaluación de las alternativas consideradas. Ese énfasis en las alternativas y la perspectiva económica caracterizan este enfoque.

El AIR se inicia con el análisis del fallo de mercado o del fallo regulatorio que justifica la intervención pública, sea para formular un cambio en la norma existente, sea para ampliar y exten-

¹⁵. Véanse las respuestas a un cuestionario sobre el grado de implantación de este tipo de análisis realizado por el Groupe de Contact en marzo de 2009. ¹⁶. La guía se encuentra en <http://www.c-eps.org/getdoc/27041300-341c-44-ee-878f-5f6e3caf9c96/3L3-IA-GL.aspx>.

der la cobertura de otra o para introducir nuevas medidas. En este sentido, permite fundamentar la desaparición de una norma vigente y, por lo tanto, considerar los efectos de la desregulación. Precisamente, empezar el diseño de una política pública desde este punto de partida exige establecer un diagnóstico de la situación y determinar qué papel se espera que desempeñe la intervención pública. Para ello se necesita identificar los mercados potencialmente afectados por la medida, los agentes que operan en ellos y, sobre todo, los incentivos que configuran las decisiones de los agentes, lo que puede requerir formular hipótesis sobre su comportamiento, que pueden ser contrastadas empíricamente. La idea subyacente es que la regulación en ningún caso sustituye al mercado, sino que opera a través de él para obtener las respuestas deseadas de los agentes.

Por ejemplo, esta crisis ha puesto de manifiesto que entidades que se financian en los mercados de capitales al por mayor y que, por lo tanto, pueden calificarse de intermediarios sofisticados son tan vulnerables como las entidades de depósito, y que un colapso de los mercados mayoristas también hace caer a instituciones muy apalancadas, de forma muy similar a como lo haría una huida de depósitos. Esta vulnerabilidad debe, pues, incorporarse en los futuros análisis de impacto.

Siguiendo con este ejemplo, para determinar qué tipo de intervención puede minimizar la probabilidad de que se reproduzca esta situación deben entenderse los mecanismos que han conducido a este colapso de los mercados. Cabe pensar que la respuesta regulatoria deberá ser muy distinta dependiendo del origen del conflicto y del peso que se da a los distintos elementos que han contribuido a su desarrollo. Entre los factores susceptibles de intervención regulatoria, cuyo papel en el desarrollo de la crisis debería analizarse para determinar las acciones que tomar se encuentran: a) el perímetro de la regulación, que puede haber fomentado el arbitraje regulatorio entre instituciones sometidas y no sometidas a la supervisión; b) los incentivos inherentes al modelo de negocio de «originar para distribuir», que ha dominado la actividad de algunas entidades, sobre todo en Estados Unidos, y que ha podido conducir a la adopción de un riesgo excesivo por parte de las mismas; c) las innovaciones financieras, que han requerido nuevas estrategias de gestión del riesgo, que no habían sido plenamente desarrolladas y que no habían sido contrastadas, en ningún caso, en una situación de crisis; d) el tratamiento del riesgo de liquidez, o e) los grados de desarrollo bancario y de integración financiera internacional, que han implicado nuevos retos para la supervisión.

El análisis de los fallos de mercado o de los fallos regulatorios que justifican la intervención pública proporciona la fundamentación económica para la intervención. Sin embargo, solo si este fallo implica riesgos para la consecución de los objetivos que tiene definido el regulador, quedará plenamente justificada la intervención.

Típicamente, si el regulador tiene fijados objetivos en términos de estabilidad financiera o confianza de los mercados, la intervención estará dirigida a afrontar externalidades negativas. Al no internalizar todos los costes sociales derivados de la producción de bienes y servicios financieros (como, por ejemplo, los que se derivan de la asunción de riesgo), las entidades tienden a producirlos en exceso, por lo que para mejorar el bienestar social deben arbitrarse medidas que limiten esta oferta. Al contrario ocurre con la provisión de bienes públicos, como, por ejemplo, la información financiera o la estabilidad financiera, cuyo nivel de producción en un contexto de libre mercado es inferior al óptimo social, por lo que la intervención debe dirigirse a garantizar su aumento. Asimismo, la presencia de poder de mercado, que puede conducir a la manipulación de precios y que puede producirse por la presencia de barreras artificiales a la entrada, conduce a una asignación subóptima, sobre la que el sector público puede incidir.

En el caso de tener definidos objetivos de reducción del delito financiero, los fallos de mercado que deberá abordar el regulador se concentran, en general, en asimetrías de la información, que surgen cuando los participantes en el mercado usan de forma oportunista información privada que es valiosa, pero que no se ha dado a conocer al resto de participantes. El uso de información privilegiada es uno de los clásicos ejemplos.

Los principales fallos de mercado que debe afrontar el regulador cuyos objetivos están formulados en términos de protección al consumidor y al inversor suelen ser la presencia de información asimétrica e imperfecta y el poder de mercado. Así, en este contexto surgen problemas de selección adversa y de riesgo moral. En el primer caso, la información antes de la realización de una transacción solo está disponible para una de las dos partes, no quedando reflejada en el precio. El caso de riesgo moral aparece asociado, en muchas ocasiones, a situaciones en las que la retribución del proveedor del bien o servicio no está ligada a la futura evolución del bien, en el sentido de que participa de los períodos de bonanza, y son solo los clientes los que se ven afectados en los malos tiempos. Esto puede ocurrir si el agente no está sujeto a unos incentivos que alineen sus intereses con los del principal o persona en nombre de la cual actúa.

En la medida en que los reguladores tienen múltiples objetivos es posible que no siempre sean compatibles entre sí, lo que dificultará la toma de decisiones. No obstante, deben ser tenidos en cuenta a la hora de la realización de la evaluación, de forma similar a como ocurre en otras áreas en las que se produce la intervención pública.

Una vez analizado el fallo regulatorio o de mercado y establecida su relevancia para los objetivos del regulador, se plantean las soluciones.

El desarrollo de las opciones potenciales de política que deben considerarse se nutre del análisis realizado para elaborar la fundamentación económica para la intervención pública. En este sentido, las opciones que se formulan deben permitir abordar los problemas que se han puesto en evidencia y que justifican la intervención. Deben ser, pues, opciones efectivas y que puedan ser implementadas.

Para analizar los impactos de estas opciones, la guía propone que, si se esperan efectos significativos de las medidas, se proceda a evaluar los costes y los beneficios asociados a ellas. En concreto, propone que primero se identifiquen todos los costes y todos los beneficios que cabe esperar de la medida y que luego se proceda a su cuantificación en los casos en que sea factible. Estos costes y estos beneficios deben ser exclusivamente los incrementales con respecto a la situación sin intervención y deben incluir los que recaen sobre las entidades reguladas, sobre el propio regulador y sobre los consumidores. Cabe pensar que la regulación siempre tiene unos efectos indeseados, aunque sea por el hecho de que, en general, impone costes administrativos, como pueden ser los que resulten de la recogida y monitorización de nueva información, y estos deben ser incorporados en el análisis. En general, si se interviene, es porque sin esta intervención la actuación de las entidades sería diferente, por lo que se deben identificar los costes y beneficios de los cambios que promueve. En la medida de lo posible, los efectos distributivos también deberían tenerse en cuenta, ya que, si bien el impacto neto puede ser nulo, este resultado puede ser consecuencia de que los costes para un grupo (por ejemplo, los consumidores) se compensen con los beneficios para otro (por ejemplo, las grandes entidades). Asimismo, en el caso de que se considere la eliminación de una medida en vigor, debe valorarse no solo el grado de cumplimiento de la medida en este momento, sino su incidencia efectiva, para poder tenerlo en cuenta a la hora de evaluar el impacto de la desaparición formal de la norma.

El AIR no se limita a analizar los costes de cumplimiento para el regulado y los costes directos para el regulador de la medida adoptada, sino que aborda también los efectos sobre el mercado. En la medida en que la regulación pretende alterar el comportamiento de los agentes que operan en el mercado, es fundamental conocer el impacto sobre los distintos agentes para determinar sus efectos. En este sentido, siempre debe ser considerada la posibilidad de arbitraje regulatorio, así como la existencia de bienes y servicios sustitutos o complementarios. Los beneficios, por su parte, están asociados a la consecución de los objetivos del organismo regulador, por lo que tienen un componente social que trasciende el bienestar de los regulados, haciendo necesario extender el análisis a todo el mercado.

Así, el uso del análisis de los costes y beneficios que hace el AIR exige una consideración global del impacto de las medidas propuestas. Evaluar una medida solo en relación con su efectividad para alcanzar el objetivo propuesto puede llevar a conclusiones erróneas. Así, centrarse en la efectividad puede conducir a situaciones indeseadas, ya que los efectos colaterales negativos pueden ser de tal magnitud que el beneficio neto para la sociedad acabe siendo también negativo. Si, además, tenemos en cuenta que, en muchos casos, una misma medida trata de alcanzar objetivos múltiples, esta consideración del impacto global es la única que tiene sentido.

Este enfoque metodológico propuesto por el AIR puede aplicarse, además, no solo a medidas regulatorias en fase de propuesta, sino también como un mecanismo de evaluación ex post. Por una parte, permitiría analizar la efectividad de una medida en términos de reducción del fallo regulatorio o de mercado que con su adopción se pretendía abordar, y, por otra, cuantificar el impacto neto, determinando si los beneficios han excedido a los costes. Asimismo, puede utilizarse para analizar medidas de naturaleza no regulatoria como las adoptadas recientemente por las distintas autoridades de los países europeos, con el objetivo de reforzar sus sistemas financieros y al mismo tiempo establecer un marco de recuperación de sus economías. El análisis del fallo de mercado que las medidas pretenden abordar, así como el hecho de poner de manifiesto y discutir los efectos indeseados de las medidas adoptadas, deben contribuir a minimizar sus efectos distorsionadores no deseados.

7 Una aplicación de AIR: el perímetro de la regulación

Se presenta a continuación una aplicación concreta de AIR al caso de la determinación del perímetro de la regulación. Con ella se pretende ilustrar la utilidad de esta metodología para discutir la racionalidad de la intervención en un área determinada y para argumentar los pros y los contras de los distintos instrumentos alternativos que pueden proponerse. Por lo tanto, no constituye un análisis en profundidad de los costes y los beneficios de distintas definiciones de la frontera de regulación, sino un análisis inicial de los criterios o elementos que deberían tenerse en cuenta a la hora de adoptar una decisión sobre si ampliar o reducir el perímetro y de qué manera. En otras palabras, proporciona argumentos que pueden orientar la discusión sobre si se está produciendo una infrarregulación o una sobrerregulación en términos de áreas, actividades o entidades cubiertas por la supervisión.

En lo que sigue, somos esencialmente laxos en la definición del sector no regulado para así cubrir un espectro amplio de esta cuestión, sin referirnos específicamente a ninguna jurisdicción en concreto. Incluimos en este sector tanto actividades como entidades que están, en general, fuera del perímetro de la regulación, como pueden ser los SIV (*Structured Investment Vehicles*), los *conduits* y los *hedge funds*.

7.1 PERÍMETRO Y CRISIS

Las potestades regulatorias de los supervisores financieros en relación con las entidades y las actividades sobre las que ejercen su control difieren de forma significativa en distintos países. Sin embargo, a pesar de esta heterogeneidad en el perímetro de la regulación entre distintas

jurisdicciones, existe un cierto consenso en cuanto a que el llamado sistema financiero en la sombra, aquel que, en términos generales, no está completamente regulado, ha contribuido tanto a la generación como a la propagación y magnitud de la crisis. Esta contribución ha sido especialmente marcada a través de aquellas entidades que han desarrollado y participado de forma activa en el modelo de negocio de «originar para distribuir». En ningún caso se ha postulado que el sistema no regulado haya causado la crisis, pero, en cambio, se cree que su estructura de incentivos y de funcionamiento, en general, ha propiciado la adopción excesiva de riesgo y ha fomentado la aparición de problemas de liquidez y de financiación de las entidades reguladas o no que han tenido efectos sobre todo el sistema financiero¹⁷.

En términos generales, el sistema financiero en la sombra que se desarrolló durante el período expansivo ha favorecido el crecimiento y la obtención de rendimientos a corto plazo, en detrimento de estrategias sostenibles a más largo plazo. Este cortoplacismo ha comportado una mayor exposición del sistema a mayores pérdidas potenciales en el largo plazo, gran parte de las cuales se han materializado con la crisis. Aunque esta estrategia no se ha desarrollado exclusivamente en el sistema en la sombra, es la que justifica su existencia, por lo que ha caracterizado su forma de operar.

Además, en la medida en que convivía con un sistema regulado, las tensiones competitivas han fomentado la adopción de estrategias comerciales que ligaban ambos sectores, a partir de la creación y el establecimiento, por parte de la banca comercial, de entidades no reguladas. Su falta de regulación comporta, entre otras consecuencias, su exclusión con respecto a los sistemas de seguros de inversores y consumidores, como pueden ser los tradicionales Fondos de Garantía de Depósitos. Esto contribuye, de forma decisiva, a que la dirección de los flujos entre el sector regulado y el no protegido dependa del ciclo económico y financiero. En la fase alcista del ciclo, el dinero se dirige al sector no regulado, donde se pueden obtener rendimientos más elevados y se pueden aprovechar las ventajas competitivas que ofrece el arbitraje regulatorio, tanto en términos de capital como en las prácticas no permitidas. En cambio, cuando el ciclo entra en una fase bajista, caracterizada por previsiones negativas y la aparición de desconfianza, se produce un reflujo hacia el sector protegido, de manera que los inversores empiezan a retirarse del segmento no protegido para refugiarse en el regulado. Tal movimiento genera tensiones en el sector no regulado que acaban impactando en el sector protegido, que, además, se ve sujeto a un incremento de presiones por el regreso a su balance de todo el riesgo que inicialmente había sido repartido por todo el sistema.

Una de las características principales del sistema financiero en la sombra es su especialización en la innovación financiera, parte de la cual surge para el aprovechamiento del arbitraje regulatorio, como ha ocurrido en las áreas de transformación de la madurez de los instrumentos financieros. Esta situación no solo comporta problemas de competencia, sino que, en términos generales, implica que el segmento no regulado siempre está más dispuesto a una mayor asunción de riesgo. Además, la complejidad de los nuevos productos financieros dificulta su conocimiento y su adecuada gestión, sobre todo en períodos de tensiones, como los vividos recientemente, cuando se han tenido que enfrentar a situaciones un tanto límites por primera vez.

El futuro desarrollo del sector en la sombra está influido, obviamente, por las posibilidades de una mayor regulación. Pero no exclusivamente. Los cambios en las preferencias de la clientela, sobre todo su apetito por el riesgo, y el crecimiento de la industria financiera, en general, podrían conducir a cierta institucionalización de estas entidades. Además, dado que los acti-

17. Véanse, entre otros, FSA (2009) y Brunnermeier et ál. (2009).

vos que se gestionan crecen, algunas áreas de negocio o estrategias dejan de ser provechosas, fenómeno que puede afectar, sobre todo, a los *hedge funds*.

7.2 ¿POR QUÉ PREOCUPA EL SISTEMA FINANCIERO EN LA SOMBRA?

Cabe pensar que la preocupación del regulador es por el tamaño del sector no regulado, centrado en el volumen de transacciones o de activos bajo su gestión, independientemente de si generan o no riesgo. Preocuparía el sector no regulado por el hecho de no estar sujeto a ningún tipo de monitorización específica, lo que necesariamente dificulta, si no imposibilita, el conocimiento de sus efectos. Desde esta perspectiva, un sector en la sombra pequeño no debería preocupar al regulador. La idea subyacente es que hay una relación directa entre tamaño y efecto potencialmente negativo, aunque no cabe descartar la aparición de entidades sistémicas en el sector no regulado. Asimismo, esta preocupación centrada en el tamaño también se justificaría por las consecuencias que se derivan del propio desarrollo y crecimiento de este sector. Al necesitar diversificarse y buscar nuevas áreas de negocio, o bien las entidades no reguladas tienden a parecerse más y más a otras instituciones financieras que están bajo el paraguas de la regulación, o bien adoptan estrategias con un *trade-off* entre riesgo y rentabilidad muy alejado de estándares de prudencia razonables. Por lo tanto, la expansión del sector no regulado aumenta la vulnerabilidad del sistema en su conjunto.

Otro factor de preocupación por el segmento en la sombra está ligado al riesgo. Preocupa tanto su capacidad de generar riesgo, o de importarlo desde el segmento regulado, al quedar fuera del ámbito de actuación y monitorización del supervisor, como por las dudas que pueden tenerse sobre su capacidad de gestionarlo adecuadamente. El riesgo es la principal característica del sistema financiero que tiene consecuencias sobre la solvencia de las entidades, por lo que su conocimiento y gestión adecuada subyacen en el centro de la regulación prudencial. En la medida en que parte del riesgo esté transferido fuera del sector regulado, no estará sujeto a las restricciones de solvencia que pesan sobre la actividad regulada, por lo que la estabilidad financiera podría resentirse. Finalmente, el riesgo se dirige al sector no regulado para evitar estas restricciones, sobre todo en un marco prudencial como el de Basilea II, que se centra en el riesgo y en su gestión. El riesgo acaba, pues, remansándose en el sector no protegido y con escasa experiencia en su gestión.

Por lo tanto, bien por el volumen de activos que gestiona o bien por el riesgo que asume, el sector en la sombra preocupa al supervisor prudencial. En realidad, la existencia de este segmento comporta un riesgo reputacional para el regulador en la medida en que no le permita incorporar de forma adecuada riesgos que afectan a la solvencia potencial de sus regulados.

7.3 RACIONALIDAD ECONÓMICA DE LA INTERVENCIÓN REGULATORIA

Una de las primeras cuestiones que deben dilucidarse, pues, es si la intervención regulatoria en esta área es necesaria. Para ello se necesita establecer, inicialmente, la magnitud de los cambios que el mercado ha introducido como respuesta a las tensiones originadas con la crisis. Aunque es todavía demasiado pronto para que los cambios se reflejen de forma clara en el sector en la sombra, cabe pensar que solo irán dirigidos a minimizar o eliminar los efectos negativos sobre sus propios resultados. En ningún caso cabe pensar que incorporen consideraciones sobre costes sociales o sistémicos, por lo que la efectividad a efectos de la estabilidad global de los cambios introducidos será necesariamente limitada. Por lo tanto, debe pensarse en la posibilidad de intervenir ante la situación descrita, sin que ello signifique necesariamente que deba ampliarse el perímetro de la regulación a estas entidades inicialmente no reguladas: también debe explorarse el recurso a la regulación indirecta.

La decisión de dónde fijar el límite de la regulación depende necesariamente de los objetivos que tiene fijados el regulador y que, en términos generales, podemos considerar que se dirigen a proteger al consumidor y a mantener la estabilidad financiera. Se debe tener presente,

en cualquier caso, que, dado que el sector financiero es muy competitivo a nivel internacional, se hace necesario un enfoque coordinado e idéntico en todos los países para evitar el arbitraje regulatorio, de manera que todos los agentes que operan en el mercado, que es de naturaleza global, se vean sujetos al mismo tipo de restricciones.

Cuatro son las razones económicas que pueden esgrimirse para justificar la regulación de las entidades que actualmente operan en el sistema financiero en la sombra: la asimetría de la información que caracteriza gran parte de la actividad financiera, las externalidades negativas generadas por la interconectividad con el resto del sistema, las externalidades originadas por las ventas a precios de saldo (*fire sale prices*) y el riesgo de volatilidad excesiva. Estas razones deben contraponerse al establecimiento de una definición estricta de la frontera regulatoria y sus efectos negativos. Discutimos cada punto a continuación.

a. Asimetría de la información

Tradicionalmente, la teoría económica apunta a la existencia de información asimétrica como el principal fallo de mercado que justifica la intervención pública en el área de la actividad financiera. Además, en el segmento no regulado, no rigen, por definición, los mecanismos de aseguramiento y protección al consumidor que están implantados en el sector regulado, por lo que las consecuencias negativas que esta información asimétrica puede producir sobre el consumidor son mayores, siempre que el riesgo moral asociado a la existencia de estos sistemas de protección no sea excesivamente elevado.

El ejemplo de los *hedge funds*, que no están sujetos a regulación prudencial, puede ser ilustrativo de la situación a la que se enfrentan los inversores. Anualmente, mueren un 10% de los fondos [Stulz (2007)], bien porque los inversores retiran sus fondos tras sufrir elevadas pérdidas, bien por la existencia de un fraude, como pueden ilustrar los recientes casos de Maddoff y Stanford, o bien por un abuso en prácticas de negocio un tanto opacas. La información que un *hedge fund* debe dar a sus clientes, en el caso de que esté sujeto a algún tipo de obligación de transparencia, es más bien limitada¹⁸, llegando a no tener obligaciones informativas en algunas jurisdicciones. Si bien, por una parte, esta falta de transparencia impide a los competidores copiar su estrategia, que suele ser compleja y que incluye la adopción de posiciones cortas, pedir prestado y hacer uso de derivados tanto de productos *plain vanilla* como exóticos también impide a los inversores que arriesgan su dinero conocer en profundidad el riesgo asumido verdaderamente. La opacidad de su operativa, por la falta de información al inversor, impide que el mercado pueda ejercer su papel disciplinador.

El colapso de un *hedge fund* implica unas cuantiosas pérdidas para los inversores, lo que podría sugerir la necesidad de proporcionar una mayor protección para los que invierten en ellos. Sin embargo, cabe argumentar que, en una economía de mercado, las empresas que no son eficientes se convierten en insolventes y caen, por lo que su desaparición no tiene que verse necesariamente como un problema. Si, tal como ocurre en muchas jurisdicciones, los *hedge funds* solo son accesibles a inversores profesionales e institucionales, la necesidad de esta protección adicional no parece tan perentoria. En este sentido, una diferenciación clara entre los fondos de inversión colectiva tradicionales y estos fondos de elevado riesgo podría ser un mecanismo suficiente para garantizar que el inversor minorista, menos sofisticado, esté suficientemente protegido, al limitársele el acceso a estas entidades de mayor riesgo.

¹⁸. En España, las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (*hedge funds*) y las instituciones de inversión colectiva de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (fondos de fondos) están reguladas por el Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo.

Pero esto no es tan fácil. En los últimos años, la exposición del inversor minorista a este tipo de fondos de alto riesgo ha venido aumentando por la vía indirecta, como puede ser la canalizada a través, por ejemplo, de los fondos de pensiones. Esto comporta que este inversor minorista finalmente sea vulnerable al elevado riesgo asumido por los *hedge funds*. Además, al haberse incrementado el volumen de dinero que se destina a estos fondos de alto riesgo, han tenido que desarrollar nuevas estrategias, que resultan menos rentables y con mayor riesgo que las anteriores. Por lo tanto, una diferenciación formal no es suficiente para garantizar que el pequeño inversor esté verdaderamente protegido.

b. Externalidades negativas:
riesgos a otras entidades
financieras

Otro fallo de mercado o de la regulación se produce como consecuencia de la interconexión entre el sector regulado y el que no lo está. Esta interconexión se manifiesta bien porque algunas actividades que desarrolla una misma entidad están reguladas y otras no, o bien porque existen relaciones de interdependencia entre ambos sectores que los hacen, a efectos prudenciales, indistinguibles. La crisis ha puesto de manifiesto que consideraciones reputacionales han implicado que el riesgo, que inicialmente estaba en el sector no regulado, se transfiera, cuando se materializa o está a punto de hacerlo, al sector regulado a través de estas interdependencias. La permeabilidad del riesgo que se ha puesto de manifiesto con la crisis ha conducido a que las entidades más expuestas al sector no regulado hayan sido las que más han sufrido las consecuencias de las turbulencias financieras.

El sector menos regulado se relaciona con el sector regulado pidiendo prestado, realizando transacciones con titulaciones y siendo contrapartida en las transacciones con derivados. Estas operaciones constituyen, pues, las distintas vías por las que estas entidades crean exposiciones al riesgo de crédito a las instituciones reguladas.

En términos generales, no hay límites legales al apalancamiento que pueden tener las entidades. La disciplina de mercado ejercida por prestatarios y contrapartes es la única que puede marcar estos límites. Si una entidad toma un riesgo sustantivo, sus prestatarios deberían responder aumentando los tipos de interés o reduciendo el crédito a la entidad. La disciplina de la contraparte puede ejercerse indirectamente a través de los *spreads* de crédito sobre las transacciones. Tanto prestatarios como contrapartes están sujetos a límites legales de exposición al riesgo, bajo regulación prudencial.

La caída de una entidad no regulada con interconexiones suficientemente importantes con el resto del sistema puede arrastrar a los bancos expuestos y tener repercusiones negativas en los mercados financieros. Una gestión inadecuada de la exposición al sector no regulado por parte de un banco o un grupo de bancos puede conducir a una caída de la entidad o incluso conducir a una crisis sistémica. Tal posibilidad no justifica necesariamente la regulación de la entidad en la sombra, sino la necesidad de que las entidades reguladas aborden adecuadamente el riesgo adquirido con ellas, lo que únicamente es posible si hay transparencia.

Sin embargo, si una entidad actualmente no regulada tiene carácter sistémico, bien por su tamaño, bien por su interdependencia con el resto de entidades, el problema se agrava de manera importante en la medida en que se pueda generar una situación de riesgo moral. Una entidad que se sabe sistémica no tiene los incentivos adecuados para tomar y gestionar su riesgo de manera que no tenga consecuencias negativas para el resto del sector y de la economía en general. Actúa confiando que las autoridades no la dejarán caer y que, por lo tanto, no debe preocuparse de las consecuencias de sus acciones. Si a ello se añade la opacidad informativa que caracteriza la actividad del sector en la sombra y que imposibilita cualquier efecto disciplinador del mercado, la intervención pública en esta área parece justificada.

c. Exacerbación del riesgo de liquidez: externalidades vía precios

El sector no regulado también incide sobre el resto del sistema financiero vía precios. La actividad del sector no regulado impacta sobre los precios de mercado a partir de las transacciones que realiza con activos y de otras actividades que afectan indirectamente a la valoración de los componentes de los balances del sistema regulado y al hecho de disponer de determinados mecanismos de financiación y de acceder a ellos. La característica especial del sistema no regulado es que en algunas entidades que operan en él la gestión del riesgo es poco sofisticada, de manera que las decisiones responden a la aplicación ciega de sistemas automáticos de alerta (*triggers*). En la medida en que las alarmas saltan al mismo tiempo, el comportamiento gregario que desencadena conduce a que las fluctuaciones se acentúen y se retroalimenten. En estos procesos, las expectativas de descenso (aumento) en los precios se traducen en ventas (compras) de los activos correspondientes por parte de las entidades, con el fin de evitar (lograr) minusvalías (plusvalías). En la medida en que estas expectativas se generalizan y cristalizan, se consolida la situación de minusvalía o plusvalía que se pretendía evitar. En este caso, la preocupación del regulador prudencial se origina por el impacto de estas fluctuaciones de precios sobre los resultados de las entidades reguladas, en un marco de contabilidad de valor razonable. La estrecha relación entre precio de mercado y valor razonable es susceptible de generar mayores fluctuaciones, sin que ello responda a variaciones en los determinantes fundamentales. La consecuencia, en un contexto de desplome de precios, es que puede aumentar el riesgo de liquidez y pueden surgir problemas de financiación para el sector regulado.

Las entidades que operan en el sector financiero en la sombra cuentan con la posibilidad de deshacer transacciones rápidamente cuando el mercado se pone en su contra, ya que operan con activos de elevada liquidez. Sin embargo, dado que el sistema financiero, en su conjunto, mantiene activos ilíquidos a largo plazo, que se financian con pasivos a corto plazo, cualquier tensión generada por una contracción fuerte y generalizada en los balances conducirá a que bien los precios, bien la liquidez o bien ambos se resientan.

La liquidez que proveen estas entidades puede desaparecer muy rápidamente en presencia de un *shock* sistémico. Y esta reducción de liquidez puede empeorar la situación, ya que tiene efectos de retroalimentación. Aparece la externalidad en las ventas a saldo (*fire-sale*), ya que cada entidad no tiene en cuenta el impacto que su actuación aislada tiene sobre el resto de las entidades, a través de su efecto sobre el precio de los activos.

En la medida en que estos procesos de retroalimentación en los precios no responden a los fundamentos, la valoración que las entidades deben hacer de sus activos, bajo una contabilidad a valor razonable, estará también alejada de los fundamentos. En el caso de un pánico con bajadas masivas de precios, las tensiones de liquidez pueden agudizarse de forma muy intensa, haciendo que algunas entidades se acerquen a situaciones próximas a la insolvencia.

d. Definición estricta del perímetro de la regulación

La existencia de un sector financiero en la sombra está motivada, en gran parte, por la regulación existente, desarrollándose como mecanismo de arbitraje regulatorio. La efectividad de una regulación radica precisamente en su capacidad de alterar el comportamiento de los regulados en la dirección deseada, lo que implica necesariamente que se han desviado de su opción preferida. La rentabilidad que puede obtenerse en el segmento no regulado será potencialmente mayor que la que se obtiene en el regulado, por lo que existirán incentivos a desarrollar actividades fuera del perímetro de la regulación. Cuanto mayores sean las restricciones impuestas al sector regulado, mayores serán los incentivos a desarrollar actividades en el segmento no regulado, ya que también serán mayores las ganancias potenciales derivadas de operar en él.

Tal como ya hemos indicado, la existencia de este sector no regulado tiene implicaciones sobre la competencia en la medida en que convive con un sector regulado. Además, su tamaño se contrae y se expande con el ciclo, exacerbando así el comportamiento procíclico de los mercados financieros: en la expansión, la búsqueda de mayores rentabilidades fomenta su desarrollo y crecimiento, mientras que, en la contracción, los inversores se retraen, retiran sus fondos y vuelven al sector protegido, reduciendo así su tamaño.

Aunque el problema del perímetro de la regulación es inherente a la propia regulación, esto no implica que no pueda fijarse una frontera regulatoria, sino que debe buscarse un diseño que tenga en cuenta estos aspectos. En algunos casos, parece, pues, adecuado plantearse una regulación flexible, más próxima a una regulación por principios que a una muy estricta.

8 Conclusiones

Esta crisis ha puesto de manifiesto las limitaciones de la autorregulación y las dificultades de implementación de la regulación basada en principios, y ha propiciado un aumento de la demanda de regulación en los mercados financieros, con el consiguiente peligro de sobrerregulación o de una regulación inadecuada. Ya se han puesto en marcha un conjunto de iniciativas encaminadas a reconsiderar algunos aspectos de la regulación, reforzando algunas áreas y, en general, otorgando mayor capacidad de intervención al supervisor. Una de las cuestiones principales que debe determinarse es la racionalidad económica de las medidas propuestas.

Ello requiere la realización de un análisis de los fallos de mercado que podrían justificar, en términos económicos, la intervención, teniendo en cuenta que la propia dinámica de la crisis está fomentando cambios en los mercados, que pueden reconfigurar la forma de funcionar del sistema. En este sentido, deben distinguirse elementos que pueden ser relevantes en el corto plazo, como puede ser la política de remuneraciones que debería aplicarse en las entidades que han recibido o están recibiendo ayuda de los contribuyentes, de los que configuran el largo plazo y que pueden requerir una intervención regulatoria, que pueden estar asociados a la desincentivación de la toma excesiva de riesgo por parte de las entidades financieras. En ningún caso estas medidas deberían dificultar la recuperación y el crecimiento futuro.

Una vez definida la necesidad de intervención, se hace necesario proponer y comparar distintas alternativas para conocer cuál es la intervención pública que implica un mayor beneficio neto. La proporcionalidad entre los costes y los beneficios de la actuación pública debería guiar la toma de decisiones. La adopción de una medida regulatoria que implique la consecución de un objetivo a un coste elevado, aunque sea con un beneficio neto, podría ser así objeto de reconsideración. Solo teniendo en cuenta tanto los efectos deseados como los indeseados de la intervención, se estará tomando una decisión informada. El análisis de impacto puede contribuir de forma efectiva a la discusión sobre las necesarias reformas del marco regulatorio, al sistematizar el análisis de los fallos de mercado o regulatorios que justificarían la intervención, así como de los efectos económicos de las medidas alternativas que se están proponiendo. «Legislar mejor» en estos momentos pasa, pues, por el reforzamiento del análisis de impacto como instrumento para la toma de decisiones.

BIBLIOGRAFÍA

- BRUNNERMEIER, M., A. CROCKETT, C. A. E. GOODHART, A. PERSAUD y H. S. SHIN (2009). «The Fundamental Principles of Financial Regulation», *11th Geneva Papers on the World Economy*.
- CALOMIRIS, C. W., y G. GORTON (2000). «The origins of banking panics. Models, facts and bank regulation», en C. W. Calomiris, *US bank deregulation in historical perspective*, New York Cambridge University Press.
- CUENCA MIRANDA, J. M. (2002). «Autorregulación y mercados financieros», *ICE*, n.º 801, pp. 123-144.
- DE JONG, A., D. V. DE JONG, G. MERTENS y C. E. WASLEY (2005). «The role of self-regulation in corporate governance: evidence and implications for The Netherlands», *Journal of Corporate Finance*, 11, pp. 473-503.
- FSA (2007). *Principles-based regulation. Focusing on the outcomes that matter*, abril.
- (2009). *The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis*, marzo.
- GOODHART, C. A. E. (2008). *The regulatory response to the financial crisis*, CESifo Working Paper n.º 2257, marzo.

- GWILLIAM, D., R. MACVE y G. MEEKS (2000). «Principals and agents in crisis: reforms of accounting and audit at Lloyd's, 1982-1986», *Accounting History*, vol 5, n.º 2.
- KONDO, J. E. (2006). *Self-regulation and enforcement in financial markets: evidence from investor-broker disputes at the NASD*, mimeo.
- LAZZARINI, S. G., y P. CARVALHO DE MELLO (2001). «Governmental versus self-regulation of derivative markets: examining the US and Brazilian experience», *Journal of Economics and Business*, 53, pp. 185-207.
- MAURIZI, A. (1974). «Licensing and the Public Interest», *The Journal of Political Economy*, vol. 82, n.º 2, parte 1, pp. 399-413.
- MILLER, M. H. (1991). *Financial Innovations and Market Volatility*, Cambridge, Mass., Basil Blackwell.
- PIRRONG, S. C. (1995). «The Self-regulation of commodity exchanges: the case of market manipulation», *Journal of Law and Economics*, vol. 38, n.º 1, abril, pp. 141-206.
- RESTOY, F. (2008). *The sub-prime crisis: some lessons for financial supervisors*, CNMV, monografía 31, julio.
- ROMANO, R. (1996). «A thumbnail sketch of derivative securities and their regulation», *Maryland Law Review*, 55 (1) pp. 1-83.
- SCARPA, C. (1997). *The theory of quality regulation and self-regulation: towards an application to financial markets*, mimeo.
- STIGLER, G. J. (1971). «The Theory of Economic Regulation», *Bell Journal of Economics and Management Science*, vol. 2, pp. 3-21.
- STULZ, R. M. (2007). *Hedge funds: past, present and future*, Fisher College of Business Working Paper n.º 2007-03-003, Charles A. Dice Center WP n.º 2007-3.