24893

DESARROLLO Y REGULACIÓN

DE INSTITUCIONES FINANCIERAS NO BANCARIAS

Jeffrey Carmichael
Michael Pomerleano

BANCO MUNDIAL

Public Disclosure Authorized
Public Disclosure Authorized
Public Disclosure Authorized

Jeffrey Carmichael
Michael Pomerleano

Desarrollo y regulación de instituciones financieras no bancarias

BANCO MUNDIAL

MAYOL EDICIONES

The findings, interpretations, and conclusions expressed in the study are entirely those of the authors and should not be attributed in any manner to the World Bank, to its affiliated organizations, or to members of its Board of Executive Directors or the countries they represent. The World Bank does not guarantee the accuracy of the data included in this publication. The boundaries, colors, denominations, and other information shown on any map in this volume do not imply on the part of the World Bank Group any judgment on the legal status of any territory or the endorsement or acceptance of such boundaries.

Los resultados, interpretaciones y conclusiones expresados en este estudio son enteramente los del (los) autor (es) y no reflejan necesariamente las opiniones de los miembros de la Junta de Directores del Banco Mundial, o de los gobiernos que ellos representan.
El Banco Mundial no garantiza la exactitud de los datos incluidos en este trabajo. Las fronteras, los colores, los nombres y otra información expuesta en cualquier mapa de este volumen no denotan, por parte del Banco, juicio alguno sobre la condición jurídica de ninguno de los territorios, ni aprobación o aceptación de tales fronteras.

Publicado originalmente en inglés como: *The Development and Regulation of Non-Bank Financial Institutions,* por el Banco Mundial. La traducción al castellano fue hecha por Mayol Ediciones, editorial que es responsable de su precisión. En caso de discrepancias, prima el idioma original.

© 2002 Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento/Banco Mundial
1818 H Street, NW
Washington, DC 20433, USA

Todos los derechos reservados.

Para esta edición:
© 2005, Banco Mundial en coedición con
Mayol Ediciones S.A.
Calle 131A N° 56-62
Bogotá, Colombia
PBX: (571) 253 4047
Fax: (571) 271 2909

ISBN .....

Traducción al castellano: Teresa Niño Torres
Coordinación editorial: María Teresa Barajas S.
Edición y diagramación: Mayol Ediciones S.A.
Diseño de la cubierta: James E. Quigley, Instituto Banco Mundial/Rock Creek Publishing Group.
Fotografía: Photodisc.

Impreso y hecho en Colombia - Printed and made in Colombia

Contenido

Prólogo xi
Prefacio xiii
Reconocimientos xv
Los autores xvi

1. Marco político 1
Sistemas financieros 1
Instituciones financieras 3
Instituciones de depósito 4
Instituciones de acopio de riesgos 5
Instituciones de ahorro contractual 7
Comercializadoras 9
Financieras sectoriales especializadas 10
Proveedores de servicios financieros 10
El papel de las instituciones financieras no bancarias 11
Relación entre desarrollo financiero y crecimiento 11
¿Basta con los bancos para la eficiencia financiera? 13

2. Los principios de la regulación 21
Objetivos reguladores 21
Sabiduría convencional 22
Un marco alternativo 23
Conducta anticompetitiva 24
Conducta impropia en el mercado 25
Información asimétrica 26
Inestabilidad sistémica 29
Características del marco alternativo 31
Uso de la regulación para alcanzar objetivos sociales 33
Trazado de los límites reguladores 34
Estructura reguladora 36
Conglomerados financieros 37
Arbitraje regulador 37
Modelo de regulador en jefe 41
Modelo de regulador integrado 41

Modelo de regulador funcional 43
Selección de la estructura reguladora apropiada 46
Respaldo regulador 47
Soporte político 48
Respaldo legislativo 48
Financiación 51
Base de destrezas 52
Revisión regular 53
Neutralidad competitiva 53
Efectividad en función de los costos 53
Transparencia 54
Flexibilidad 54
Responsabilidad 54
Implementación reguladora 54
Prerrequisitos de entrada 55
Concesión de licencias 55
Restricciones sobre la propiedad 56
Exigencias de capital 57
Exigencias reguladoras sobre la marcha 58
Exigencias de estructura de mercado 58
Reglas anticolusión 59
Reglas de impugnación 60
Revelación de información 60
Reglas de conducta en el mercado 62
Deberes de gobierno y fiduciarios 62
Restricciones de balance 63
Asociaciones entre instituciones financieras 64
Exigencias de liquidez 64
Exigencias contables 65
Supervisión 65
Mecanismos de quejas 65
Seguimiento fuera del sitio 66
Inspecciones 66
Cumplimiento forzoso 67
Procesamiento 67
Resolución preventiva de problemas 68
Programas de apoyo 68
Delegación de responsabilidades 69
Incentivos 69

3. COMPAÑÍAS DE SEGUROS (ACOPIO DE RIESGOS) 73
El mercado de seguros 73
Factores que afectan el crecimiento de los seguros 74

Factores económicos 74
Factores demográficos 76
Factores sociales 76
Factores políticos 77
Contribución de los seguros al crecimiento económico 78
Regulación de las compañías aseguradoras 79
La forma apropiada de regulación 80
Herramientas y técnicas reguladoras 82
Organización de un regulador de seguros 83
Licencias (exigencias de entrada) y cambios de control 83
Gobierno y controles internos corporativos 84
Estándares prudenciales (solvencia) 84
Otros principios 87
Pautas específicas de la AISS para mercados emergentes 88
Supervisión 89

4. INSTITUCIONES DE AHORRO CONTRACTUAL 91
El mercado de ahorro contractual 91
Nota sobre el crecimiento de los fondos de pensiones 95
Factores que afectan el crecimiento de las instituciones de ahorro contractual 100
Provisión gubernamental de seguridad social 101
Incentivos tributarios 103
Regulación 104
Contribución de las instituciones de ahorro contractual al crecimiento económico 104
Impacto sobre los ahorros y la asignación de recursos 104
Profundidad y liquidez en los mercados de capitales 105
Efectos indirectos 107
La forma apropiada de regulación 107
Regulación de fondos de inversión 108
Regulación de fondos de pensiones 109
Programas de aporte fijo manejados por fondos competitivos del sector privado 109
Programas de aporte fijo manejados por fondos no competitivos del sector privado 110
Programas de aporte fijo con un retorno mínimo garantizado por el gobierno 111
Programas de aporte fijo manejados por el sector público 112
Programas de beneficio fijo 113
Herramientas y técnicas reguladoras para inversiones colectivas 114
Licencias 114

Revelación de información 115
Gobierno interno 117
Exigencias de capital 117
Límites a las tarifas de manejo 120
Pautas y restricciones de inversión 120
Fondos de garantías 123
Supervisión 124
Aspectos especiales de la reforma de pensiones en mercados emergentes 124

5. MERCADOS DE TÍTULOS VALORES 129
Factores que afectan el crecimiento de los mercados de títulos valores 135
Mejoras de regulación 135
Nuevas leyes y regulaciones 135
Mandatos claros 136
Infraestructura del mercado 136
Sistemas de negociación 137
Sistemas de compensación y liquidación 137
Depositarios centrales 137
Factores del lado de la oferta 138
Contribución de los mercados de títulos valores al crecimiento y la estabilidad económicos 138
Regulación de mercados de títulos valores 141
La agenda política: desafíos de segunda generación para los mercados emergentes 144
Mejoramiento del gobierno corporativo 145
Fortalecimiento de la revelación de información 147
Protección de los derechos de los accionistas minoritarios 148
Mejoramiento del desempeño de las corporaciones y de las rentas variables corporativas 150
Desarrollo de mercados de bonos 150
Infraestructura de negociación, liquidación y depositaria 150
Marco regulador y legal 151
Agencias de calificación de crédito 151
Puntos de referencia 152
Fomento del desarrollo de inversionistas institucionales domésticos 152
Fortalecimiento de organizaciones autorreguladoras 152
Epílogo 156

6. INSTITUCIONES FINANCIERAS ESPECIALIZADAS 159
Financiación por *leasing* 159
Financiación de finca raíz 161

Nota sobre las cooperativas financieras 165
Factores que afectan el crecimiento de instituciones financieras especializadas 168
Financiación por *leasing* 168
Separación de propiedad y uso 168
Uso de activos existentes 169
Incentivos gubernamentales 169
El papel de los seguros 170
Financiación de finca raíz 170
Factores demográficos 171
Influencias reguladoras 171
Innovación tecnológica y facilitación legislativa 173
Otros incentivos gubernamentales 174
Contribución de las instituciones financieras especializadas al crecimiento económico 178
Leasing 178
Financiación de finca raíz 179
La forma apropiada de regulación 180
Instituciones especializadas en la recepción de depósitos 180
Instituciones financieras especializadas no receptoras de depósitos 181
Consideraciones sistémicas 184
Herramientas y técnicas reguladoras 186
Receptoras de depósitos 186
Riesgos sistémicos 188
Otras instituciones especializadas no receptoras de depósitos 189
Exigencias de entrada 189
Revelación de información 189
Asociaciones con otras instituciones 190
Formas adicionales de regulación 190

7. ASPECTOS A CONSIDERAR PARA LOS MERCADOS EMERGENTES 193
Importancia de la infraestructura legal 193
Destrezas y profesiones decisivas del sector financiero 195
Expertos en insolvencia 196
Peritos 199
Analistas financieros 200
Actuarios 201
Incentivos para el crecimiento de las IFNB 203
Incentivos de regulación 203
Regulación represiva 204
Regulación inapropiada y arbitraje regulador 204
Incentivos tributarios 207

Papel de la competencia extranjera 208
Papel de la prestación gubernamental de servicios financieros no bancarios 209
Importancia del gobierno del sector público 211
Gobierno interno y desempeño 211
Relación entre gobierno público y corporativo 213
Importancia de secuenciar las reformas 214
Las regulaciones de soporte deben ir primero 214
Las destrezas y el compromiso en materia de regulación son cruciales 215
No extender demasiado la red prudencial 216
Ninguna estructura reguladora es buena para todos 217
Introducir las reformas de a un paso a la vez 217

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS 219

PRÓLOGO

Los últimos diez años presenciaron el surgimiento de una clase media en los países en desarrollo, a medida que más y más gente alcanzaba un cierto nivel de crecimiento económico. Con la progresiva demanda de propiedad de bienes inmuebles, inversiones a pequeña escala y planes de pensiones, vino la creciente necesidad de financiación de vivienda, ahorros contractuales, servicios de seguros, manejo de planes de pensiones y manejo de activos.

El Grupo Banco Mundial promueve el desarrollo de instituciones financieras no bancarias (IFNB), dado que su crecimiento conduce a un ciclo virtuoso a través del cual los países se benefician de un acceso más general a servicios financieros, así como de un sector financiero más competitivo y diversificado, lo que reduce la vulnerabilidad sistémica. Las IFNB ofrecen a individuos y a pequeñas y medianas empresas un menú más amplio de servicios y de instrumentos financieros a la medida de cada uno, mejorando de ese modo el acceso. A su vez, el crecimiento de los servicios financieros ofrece un mecanismo para crear puestos de trabajo, el cual fortalece el tejido social y eleva la estabilidad social.

A nivel microeconómico, el crecimiento de las IFNB promueve la competencia introduciendo nuevas industrias que desafían los servicios y la capacidad de los bancos, y la consecuente competencia lleva a servicios financieros mejorados, a la vez que reduce la vulnerabilidad sistémica. La crisis financiera asiática proporciona amplias evidencias de los riesgos asociados a la ausencia de un sector financiero equilibrado, que tenga múltiples canales de intermediación financiera. Las IFNB juegan un papel importante en un sector financiero equilibrado y diversificado que sea relativamente robusto y estable.

El trabajo en el sector de IFNB ejemplifica las sinergias resultantes de las actividades complementarias de tres afiliados del Grupo Banco Mundial. La Vicepresidencia para el Sector Financiero ofrece análisis y asesoría políticos. El Instituto Banco Mundial desarrolla la capacidad de las IFNB a través de programas de aprendizaje, en tanto que la Corporación Financiera Internacional tiene considerable experiencia en transacciones, asistencia técnica e inversión en el sector privado. El Grupo Banco Mundial se complace en poner este volumen a disposición de una gran audiencia.

Cesare Calari
Vicepresidente, Sector Financiero

Prefacio

Destilando las evidencias empíricas y la literatura académica, este volumen ofrece un mapa de rutas a "ojo de pájaro" para responsables de la formulación de políticas financieras que estén buscando promover y regular el desarrollo de IFNB. El primer capítulo establece la importancia de las IFNB para el sistema financiero y los argumentos para promover su desarrollo. El segundo crea un marco que diferencia los diversos tipos de regulación financiera en el contexto de los objetivos de la regulación. A su turno, los siguientes cuatro capítulos examinan cuidadosamente los temas de los seguros, los ahorros contractuales, los mercados de títulos valores y las instituciones financieras especializadas. Cada uno de estos capítulos señala los beneficios potenciales que pueden obtenerse fomentando el desarrollo de la industria, y ofrece una guía para conseguirlo. El libro concluye examinando los desafíos de política que enfrentan los países en desarrollo.

Hay que hacer dos salvedades. Evidentemente, este libro no puede ofrecer un análisis comprensivo de todas las IFNB. Es claro que otras IFNB, como las instituciones microfinancieras, las uniones de crédito y las compañías fiduciarias, por ejemplo, son igualmente importantes. En otros casos, apenas están empezando a surgir evidencias, a medida que industrias tales como fiduciarias de inversión inmobiliaria empiezan a ganar aceptación en los mercados emergentes más avanzados, como el de Singapur. El estudio futuro de los beneficios que ofrecen estas industrias puede proporcionar una guía política adicional.

La segunda salvedad es que el objetivo de este libro es ofrecer un marco conceptual para contemplar los aspectos de desarrollo y regulación. Sin embargo, alguien razonable podría llegar a conclusiones diferentes con respecto a la política y a las medidas reguladoras requeridas. Hay que tener siempre en mente que no existe ninguna "talla única" en términos de política y medidas reguladoras, y que las medidas apropiadas siempre dependerán de las condiciones únicas del país de que se trate. Viene al caso la "regla del hombre prudente" que se aplica en pensiones en Estados Unidos. Esta regla puede no ser aplicable en países que tengan mercados de renta variable menos desarrollados.

Finalmente, esperamos que este libro demuestre ser tanto informativo como útil.

Reconocimientos

Este volumen se basó decisivamente en las exposiciones que hubo en dos talleres globales sobre el tema –Instituciones Financieras No Bancarias: Desarrollo y Regulación–, auspiciados conjuntamente por la Vicepresidencia para el Sector Financiero y el Instituto Banco Mundial, en Washington, D.C., en enero de 2000 y febrero de 2001. Por eso, queremos expresar nuestro reconocimiento a los colaboradores en esos talleres: Reena Aggarwal, Manuel Aguilera, Sally Buxton, Loic Chiquier, Patrick Conroy, Manuel Conthe, Leslie Cummins, Clemente Luis del Valle, Gustavo Demarco, Bill Doscas, William R. Fadul, William R. Feldhaus, Michael Fleming, Jay Gillan, Patrick Goergen, Gene Gohlke, Serap Oguz Gonulal, Peter Hazell, Richard Hinz, Knut Hohlfeld, Gregorio Impavido, Estelle James, Cally Jordan, Vijay Kalavakonda, Daniel Kaufmann, Yoshihiro Kawai, Yongbeom Kim, Mark A. Kinsey, Jane Lamb, Michael J. Lea, Ruben Lee, Rodney Lester, David Lindeman, Robert E. Litan, Mike Lubrano, Donald McIsaac, Shepard Melzer, César Montemayor, Alberto Roque Musalem, Robert J. Palacios, Ian Pickering, Robert Pouliot, Bertrand Renaud, Rafael Rofman, Robert Sammis, Lawrie Savage, Robert Schwartz, Anne Simpson, Harold D. Skipper Jr., P. S. Srinivas, Kim B. Staking, Benn Steil, Mark St. Giles, Robert D. Strahota, Michael Taylor, Laura S. Unger, Dimitri Vittas y Steven A. Wechsler.

Asimismo, debemos nuestro agradecimiento a los participantes en los talleres sobre IFNB, cuya visión enriqueció las discusiones. Agradecemos también a Dan Goldblum y Aizaz ul Haque por haber organizado los talleres, a Dan Goldblum y Colleen Mascenik por su asistencia en investigación, a Elizabeth Forsyth por editar el manuscrito, y a James Quigley por el diseño del libro.

Los autores

Jeffrey Carmichael
Presidente de la Australian Prudential Regulation Authority

Nombrado presidente fundador de la Australian Prudential Regulation Authority (APRA) en julio de 1998, el Dr. Carmichael trajo a la presidencia de la APRA considerable experiencia y conocimiento del sistema financiero, resultado de su extensa carrera académica, en la que se especializó en banca y finanzas, y, más directamente, en regulación prudencial de instituciones financieras. En la década pasada fue comisionado en la Indagación del Gobierno de Queensland sobre Intermediarios Financieros No Bancarios de Queensland, y en la Comisión de Auditoría del Gobierno de Queensland; presidente de la Comisión Australiana de Instituciones Financieras, y presidente de la Oficina de Supervisión Financiera de Queensland. En 1995, al Dr. Carmichael le fue otorgado el título de Oficial de la Orden de Australia (OA) por sus servicios a las finanzas, la educación y la comunidad.

La experiencia profesional del Dr. Carmichael incluye altos cargos en el Banco de la Reserva de Australia, siete años como profesor de finanzas en la Universidad de Bond, y su nombramiento en varias indagaciones gubernamentales y en juntas directivas tanto del gobierno como del sector público. Entre sus calificaciones académicas están dos maestrías de la universidad de NSW, en las que se graduó con honores, una maestría en administración y un doctorado de la Universidad de Princeton. Ha publicado en varios de los periódicos líderes del mundo, incluidos la *American Economic Review* y el *Journal of Finance.*

Michael Pomerleano
Especialista financiero principal, Departamento de Desarrollo del Sector Financiero, Banco Mundial

El Sr. Pomerleano es especialista financiero principal del Departamento de Desarrollo del Sector Financiero del Banco Mundial. Tiene una extensa experiencia en consultoría financiera internacional en Asia, en economías en transición de Europa Oriental y en Asia Central. Antes de vincularse al Banco Mundial trabajó con el Grupo Bancario Nacional de Citicorp, fue gerente asociado de MBC Associates (propietario-operador de inmuebles comerciales), y trabajó en la División de Supervisión y Regulación de la Junta Directiva del Sistema de la Reserva Federal. Es magíster en economía empresarial, grado que recibió conjuntamente de la Escuela Empresarial y del Departamento de Economía de Harvard.

1. Marco político

Las instituciones financieras desempeñan un amplio rango de funciones en el sistema económico. Este capítulo introductorio explora esos papeles y la contribución de los diferentes tipos de instituciones financieras a la eficiencia y la efectividad del sistema.

Sistemas financieros

El sistema financiero juega un papel clave en el funcionamiento fluido y eficiente de la economía. La contribución más fundamental que cualquier sistema financiero hace, es canalizar recursos de individuos y compañías que tienen superávit hacia aquellos que tienen déficit. Al hacerlo, el sistema no solamente satisface las necesidades de ahorro de la economía, sino que además facilita la acumulación de capital de inversión, que es crucial para el crecimiento y el desarrollo. Sin embargo, la contribución total del sistema financiero puede extenderse mucho más allá de estos papeles primarios, resolviendo también las preferencias de riesgo de individuos y compañías.

Los sistemas financieros constan de mercados y participantes. De acuerdo con el diccionario, mercados son sitios públicos destinados "a vender, comprar o permutar bienes o servicios". En los mercados financieros estos "bienes o servicios" se caracterizan más fácilmente como "promesas". Todo instrumento financiero puede verse como una promesa de hacer pagos especificados en momentos especificados, en circunstancias especificadas.[1] Las promesas comercializadas en los mercados financieros pueden clasificarse en uno de tres tipos generales: promesas de deuda, promesas de renta variable y promesas contingentes. Por supuesto, muchas promesas son híbridos de estos tres tipos genéricos.

Las promesas de deuda son promesas de pagar sumas fijas en dinero (es decir, en efectivo) en fechas fijas en el futuro. Los pagos pueden fijarse en unidades monetarias o de acuerdo con una fórmula (por ejemplo, una cédula de interés flotante indexada a la tasa Libor a tres meses). Las promesas de deuda pueden subdividirse más, de acuerdo con su madurez y con la clasificación de riesgo del prometedor. Incluyen depósitos, bonos del Estado, instrumentos negociables, bonos corporativos e hipotecas.

---

1 Este análisis de los productos y servicios financieros como diferentes tipos de promesas proviene en gran medida de Financial System Inquiry (1997).

Las promesas de renta variable son instrumentos sobre las ganancias residuales de un negocio. En algunos países, tales instrumentos conllevan también derechos de voto sobre las operaciones de la empresa. A diferencia de las promesas de deuda, no implican ningún compromiso específico sobre el monto de los pagos en efectivo ni sobre el momento de hacerlos. Aunque el instrumento se refiere al valor residual del negocio, y por consiguiente está subordinado a los intereses de los tenedores de cualquier promesa de deuda hecha por la empresa, las promesas de renta variable también pueden subclasificarse según los diferentes niveles de prioridad, bien sea con respecto a los flujos en efectivo o a los activos residuales de la empresa en caso de liquidación. Las promesas de renta variable incluyen acciones comunes, participaciones parcialmente pagadas y participaciones preferenciales.

Las promesas contingentes son promesas de hacer pagos específicos en circunstancias específicas. Por ejemplo, una póliza de seguros sobre propiedad raíz promete hacer pagos dentro de parámetros especificados en caso de daño a la propiedad indicada. Las promesas contingentes especifican eventos detonadores que activan la promesa. Típicamente, están rigurosamente especificadas y pueden verificarse independientemente. Las promesas contingentes incluyen todas las formas de seguros y garantías.

En principio, puede distinguirse un cuarto grupo de promesas. Estas son promesas derivadas de entrar en transacciones que involucren bienes físicos, o promesas de deuda o de renta variable (o incluso contingentes) en un determinado momento futuro, a precios determinados en el momento de entrar en el contrato derivado. Pero en la práctica éstas corresponden casi íntegramente a las definiciones de promesa de deuda (por ejemplo, una posición de futuros es un compromiso de hacer un pago fijo en una fecha futura predeterminada, a cambio de un bien u otro derecho financiero) o de promesa contingente (por ejemplo, una opción es un compromiso contingente de entrar en un intercambio de esa naturaleza, siempre que el tenedor de la opción elija ejercerla).

El rasgo interesante de estos grupos genéricos de promesas es que cada uno involucra riesgos fundamentalmente diferentes. Así, una empresa puede estructurar su financiación separando los diferentes componentes de riesgo que conllevan sus operaciones y vendiéndolos a diferentes compradores que tengan diferentes preferencias de riesgo. En la práctica, no hay límite para las variaciones de instrumentos para combinar diferentes componentes de las promesas genéricas y hacer promesas híbridas.

La función primordial del sistema financiero es casar las necesidades de los emisores primarios de promesas financieras (los prometedores) con las de los tenedores finales (personas que han recibido las promesas). Con este fin, el sistema ofrece un marco dentro del cual se crean e intercambian estas promesas. No obstante, en la mayoría de los casos los tenedores no tienen directamente promesas financieras (cuando las tienen, a esto se le llama "financiación directa"). A medida

que ha crecido la sofisticación de los sistemas financieros, han evolucionado instituciones financieras especializadas que sirven como intermediarias de las promesas entre emisores y tenedores. Casi todas estas instituciones cambian fundamentalmente la naturaleza y los riesgos de las promesas primarias. Además de intermediar en promesas, las instituciones financieras suelen brindar servicios (como llevar a cabo transacciones, ya sea como principal o como agente, y asesorar).

Un intermediario financiero interpone su balance entre los proveedores originales y los usuarios últimos de recursos financieros. Así, por ejemplo, un banco recoge recursos remanentes de hogares y firmas y los canaliza hacia hogares y firmas que necesitan recursos. En el proceso cambia la naturaleza de la promesa. Típicamente, el banco ofrece a los depositantes sus propias promesas a corto plazo y, a la vez, acepta de los prestatarios promesas individuales a más largo plazo. Este proceso de intermediación cambia no solamente las características de liquidez de la promesa para los depositantes, sino también las características de su riesgo habitual. En casos como el de la banca, la naturaleza de la promesa se altera fundamentalmente. En otros, como el de manejo de fondos, la institución financiera simplemente actúa como un vehículo eficiente para efectos de acopio de riesgos o de divisibilidad.

Instituciones financieras

Las instituciones financieras pueden clasificarse en cualquier cantidad de formas; entre ellas, por sus características de riesgo, por la madurez de sus activos o pasivos, y según si transforman o no las promesas subyacentes. Para los propósitos de este libro, es de gran ayuda clasificar las instituciones por los servicios particulares que prestan.

La función primordial de toda institución financiera es casar las preferencias de grupos que tienen superávit con las de grupos que tienen déficit. Pero esta función la desempeñan de muy diversas formas. En particular, lo hacen proveyendo servicios para algunas o para las tres categorías genéricas de promesas y a algunos o a todos los participantes en el sistema financiero. Las instituciones financieras proveen servicios esenciales, como son los de pagos, liquidez, divisibilidad, transformación de madurez, guarda (custodia) de valores, economías de información y acopio de riesgos (*ver* Financial System Inquiry, 1997):

- Un rango limitado de instituciones financieras provee servicios de pagos –la capacidad de ser utilizadas en liquidación de transacciones. Para servir como medio efectivo de pagos, un instrumento (o promesa) tiene que tener un valor altamente estable y confiable, ser ampliamente aceptado en intercambios y estar ligado a los arreglos para la liquidación última del valor.
- Liquidez es la facilidad con la que puede obtenerse el valor comercial total de un activo una vez que se ha tomado la decisión de venderlo. A menudo

la liquidez se confunde con la predecibilidad del valor, aunque es algo muy distinto. Por ejemplo, un instrumento de renta variable puede ser muy líquido, aun cuando su valor sea muy impredecible. Las instituciones financieras, tanto mediante la especialización como mediante las operaciones a escala, pueden aumentar la liquidez de las promesas subyacentes.

- Los prometedores con frecuencia encuentran costoso e inconveniente dividir sus instrumentos en el rango completo de denominaciones deseadas por los tenedores de las promesas. La divisibilidad es el grado en que un activo puede comprarse o venderse en pequeñas denominaciones. Las instituciones financieras pueden dividir instrumentos de gran denominación (en bloque), e igualmente pueden agregar instrumentos de pequeña denominación para responder a las preferencias de la comunidad.
- Guarda de valor es la medida en que un activo constituye una reserva confiable de poder de compra a lo largo del tiempo. El servicio de custodia de valores es fundamental para satisfacer las preferencias de ahorro de la comunidad.
- Es costoso acceder a la información y procesarla. Ofrecer economías de escala en el procesamiento y evaluación de riesgos es un papel importante de las instituciones financieras. La ventaja informativa de las instituciones financieras especializadas incluye su habilidad para resolver la renuencia de muchos prometedores a revelar información relevante, por razones competitivas.
- El acopio de riesgos es el grado en que un activo dispersa el riesgo habitual de las promesas subyacentes, mediante acopio. Aunando los recursos de inversionistas, las instituciones financieras aprovechan la diversificación para reducir el riesgo en mucho mayor medida que la que normalmente es posible para los inversionistas individuales.

Puesto que estos servicios suelen proveerse en forma combinada, no existe una clasificación única de instituciones por servicios que proveen, que sea apropiada para todas las situaciones. Las siguientes subsecciones, tomadas en gran medida de Kumar (1997), clasifican las instituciones por sus mayores servicios: instituciones de depósito, de riesgos, de ahorro contractual, hacedoras de mercado, financieras especializadas por sectores, y proveedoras de servicios financieros.

Instituciones de depósito

Los bancos y otras instituciones financieras que reciben depósitos, como corporaciones de ahorro y vivienda y cooperativas de crédito, aceptan depósitos a la vista y depósitos a término fijo, y hacen préstamos a todo el espectro de la economía. Muchas ofrecen también una gama de servicios auxiliares incluidos asesoría, correduría y manejo de títulos valores, dependiendo de las leyes del país involucrado.

Por conveniencia de notación, todas estas instituciones y los servicios que ofrecen se denominan aquí bancos y banca.

Los bancos ofrecen un atractivo haz de la mayoría de los servicios financieros esenciales. Al habilitar a los depositantes para girar cheques y otros instrumentos negociables contra sus depósitos, ofrecen servicios de pago y liquidez igual a la del dinero en efectivo (de ahí su inclusión con la moneda en el sistema de pagos, virtualmente en todos los países del mundo). Los depósitos también ofrecen una divisibilidad excepcionalmente alta (por lo menos del mismo nivel que la moneda, pero usualmente con mayor flexibilidad que ésta). El servicio de custodia de valores es similar al de otras promesas de deuda en que los depósitos prometen la recuperación del valor nominal más intereses. Los bancos resuelven el conflicto de información que enfrentan los prestatarios y generalmente disfrutan de economías de escala sustanciales en el procesamiento y análisis de información. Finalmente, los bancos aúnan riesgos poniendo las promesas de los prestatarios en una única promesa hecha por el intermediario mismo.

Generalmente los bancos son accesibles a todos los participantes en el sistema financiero. Su principal limitación es que no alimentan las tres categorías de promesas financieras. En la mayoría de los países, la actividad bancaria está restringida a las promesas tipo deuda tanto del lado de los activos como del lado de los pasivos del balance.

Instituciones de acopio de riesgos

Las compañías de seguros se especializan en ofrecer promesas contingentes, suscribiendo riesgos económicos asociados a muerte, enfermedad, daño o pérdida de propiedad, u otras posibles pérdidas. Las compañías de seguros emiten pasivos contingentes contra ellas mismas en forma de pólizas de seguros.

En términos generales, estas compañías se dividen en seguros de vida y seguros generales (en Estados Unidos los seguros generales se conocen como seguros de propiedad y seguros contra accidentes; en otros países se conocen sencillamente como seguros distintos de los de vida). La distinción entre los dos radica fundamentalmente en los riesgos a largo plazo que implican los seguros de vida (hasta la muerte del asegurado), en contraste con la naturaleza de corto plazo de la mayoría de los demás riesgos asegurados.

Dentro de los seguros diferentes a los de vida, normalmente se hace una distinción entre seguros sociales y seguros del mercado. El rasgo clave de los seguros sociales es que típicamente no existen mercados privados para eventos tales como la pérdida de ingresos laborales y de amenidades básicas de la vida como resultado del desempleo, de la discapacidad u otros problemas médicos, y de desastres naturales. Las aseguradoras privadas no proporcionan fácilmente este tipo de cubrimiento, por varias razones:

- Las pérdidas son difíciles, si no imposibles, de predecir (particularmente en el caso de desastres naturales).
- Las pérdidas, y los eventos que las disparan, pueden ser difíciles de definir con precisión (por ejemplo, el grado y la naturaleza de una discapacidad).
- A menudo el asegurado puede retener información importante para la evaluación de riesgos (por ejemplo, condiciones médicas o propensiones conocidas).
- La existencia del seguro puede alterar el comportamiento del asegurado (por ejemplo, el seguro de desempleo puede crear el problema de riesgo moral por el cual el asegurado es menos activo en la búsqueda y conservación de empleo que lo que sería si no contara con el seguro).

Por estas razones, desde hace mucho tiempo los gobiernos han proporcionado seguro social. Éste tiende a prevalecer más en las sociedades occidentales en las que las redes familiares y otros grupos de apoyo se han roto en el proceso de industrialización.

El seguro que proveen las aseguradoras privadas (seguro comercial) es más común en áreas como la de accidentes y propiedad, en las que los problemas antes mencionados son menos preocupantes. Las compañías de seguros generales típicamente toman una única prima a cambio de la promesa de hacer un pago específico contingente en caso de que suceda lo que se está asegurando (incendio, robo o daño). Los contratos de seguros generales normalmente cubren un período fijo y relativamente corto. La compañía de seguros invierte los fondos (primas) obtenidos de la emisión de promesas contingentes, en formas que sean apropiadas para satisfacer las obligaciones financieras de las contingencias, en caso de que éstas se produzcan.

La promesa contingente primordial que venden las aseguradoras de vida es el seguro contra pérdidas económicas derivadas de la muerte prematura del asegurado. La forma más elemental de seguro de vida es el seguro a término, por el cual la compañía paga una suma fija en caso de muerte del asegurado durante un período específico.[2] Esta forma pura de seguro de vida es muy similar en su naturaleza a los seguros generales. Consecuentemente, las primas por pólizas de este tipo de seguros usualmente se dedican a amortizar los riesgos evaluados involucrados.

Sin embargo, las compañías de seguros de vida tradicionalmente han extendido su rango de ofertas más allá del cubrimiento de seguros de vida a término. El seguro total de vida (denominado en algunos países seguro por el total de la vida) está diseñado para brindar beneficios a largo plazo por muerte del asegura-

2 El beneficio por muerte suele fijarse bien sea en términos nominales o de acuerdo con una fórmula (por ejemplo, creciente o decreciente con la edad).

do, a cambio de una corriente continua de primas fijas. Puesto que la probabilidad de muerte se incrementa con la edad, y puesto que las primas permanecen constantes durante el término de la póliza, el asegurado tiende a pagar de sobra el seguro en los primeros años y (para los que sobreviven) a pagarlo escasamente en los últimos años. El monto por el que la prima exceda al verdadero costo del seguro durante los primeros años, contribuye a lo que se conoce como el valor efectivo de la póliza. La inversión de estos sobrepagos por parte de la compañía de seguros de vida adjudica a la promesa contingente un producto interno de la inversión.

En los últimos años, las compañías de seguros de vida han tendido a separar estos dos componentes del seguro de vida y a promover sus productos de inversión como medio para ingresar al sector de ahorros contractuales, del sistema financiero.

Las compañías de seguros de vida también se han convertido en las vendedoras dominantes de pensiones. En tanto que el seguro de vida brinda seguridad financiera en caso de muerte prematura, las pensiones proporcionan seguridad financiera en caso de vida prolongada. Las pensiones pagan a los tenedores un ingreso regular, ya sea por un período especificado o, en el caso de pensiones vitalicias, hasta la muerte. Las pensiones son, pues, otra forma de promesa contingente.

Tanto el negocio de seguro total de vida como el de pensiones involucran pasivos a largo plazo y, consecuentemente, requieren de las compañías inversiones correspondientes a largo plazo.

En términos de servicios financieros esenciales, las compañías de seguros generales (y las que se especializan en seguros de vida a término) tienen un alto nivel de eficiencia en acopio de riesgos e información. También ofrecen un alto grado de divisibilidad. Las de seguros de vida proveen, asimismo, servicios de custodia de valores a través de sus productos de inversiones y pensiones.

En términos de cubrimiento, el seguro generalmente está a disposición de todos los sectores de la comunidad. La promesa primordial es una promesa contingente, aunque los servicios de guarda de valores que proveen las compañías de seguros de vida incorporan elementos de las promesas tanto de renta variable como de deuda (dependiendo del producto particular involucrado).

Instituciones de ahorro contractual

En general, los hogares tienen tres alternativas principales para sus ahorros. En primer lugar, pueden invertir directamente en promesas de deuda y de renta variable emitidas por las firmas y por otros individuos. En segundo lugar, pueden ser tenedores de los pasivos de las instituciones de depósito o de los productos de inversión de las compañías de seguros de vida. En tercer lugar, pueden invertir en vehículos de inversión colectiva (conocidos igualmente como inversionistas

institucionales), como los fondos de inversión y los planes privados de pensión. La naturaleza esencial de estos vehículos es proveer servicios de ahorro contractual en los que asumen un papel fiduciario, no principal.

Los vehículos de inversión colectiva invierten los recursos aunados de individuos y firmas en un amplio rango de promesas de renta variable, deuda y derivadas. La característica distintiva de estos vehículos es que transforman las promesas subyacentes en una promesa de renta variable emitida por el vehículo. Esto significa que el riesgo último inherente al portafolios subyacente de inversiones recae sobre los accionistas del vehículo.

Aunque hay muchas variaciones de vehículos de inversión colectiva en todo el mundo, casi todos caen dentro de uno de dos tipos principales: fondos de inversión a término indefinido o a término definido. Un inversionista de un fondo de inversión es dueño de una parte prorrateada de los activos del portafolios de inversión del fondo. La naturaleza a prorrata de los instrumentos ha llevado a muchos países a estimular el establecimiento de fondos de inversión como fideicomisos unitarios. Los fondos a término indefinido emiten nuevas acciones al público inversionista para generar nuevas inversiones. Estos fondos típicamente están prontos a readquirir o redimir las acciones (o unidades) a su valor neto. Los fondos a término fijo emiten solamente una cantidad fija de acciones. Los accionistas en este caso acceden al valor de sus inversiones vendiendo sus cuotas en el mercado. Los fondos de pensiones son sencillamente fondos de inversión que satisfacen las condiciones legisladas de ahorros para el retiro. Estas condiciones típicamente limitan la capacidad del dueño de acceder a los recursos invertidos antes del retiro, usualmente a cambio de generosas concesiones tributarias.

Los fondos de inversión normalmente se distinguen por la naturaleza de sus inversiones. A continuación se presenta un rango típico de fondos de inversión:

- Fondos de ingresos, los cuales invierten en activos que ofrecen una corriente confiable de ingresos.
- Fondos de crecimiento, los cuales se concentran en inversiones de alto crecimiento y bajos ingresos.
- Fondos exentos de impuestos, que invierten en instrumentos libres de impuestos.
- Fondos de alta producción, que se especializan en inversiones altamente riesgosas, pero altamente productivas.
- Fondos sectoriales, por ejemplo los dedicados a bienes raíces, o los dedicados a bonos.
- Fondos que generan sus ingresos comerciando ya sea para arbitraje o para especulación.
- Fondos globales, que se especializan en inversiones transnacionales.

En las últimas décadas, el sector de ahorros contractuales del sistema financiero ha sido la mayor área de crecimiento de casi todos los sistemas financieros desarrollados. En términos de servicios, estas instituciones ofrecen liquidez, divisibilidad, servicios de custodia de valores y eficiencia informativa. A diferencia de las instituciones de depósito, los vehículos de inversión colectiva ofrecen una promesa de capital, más que una promesa de deuda, del lado de los pasivos del balance, aunque el rango de promesas transformadas en estos pasivos puede ser verdaderamente grande.

Comercializadoras

Un grupo importante de instituciones financieras abarca comercializadoras de instrumentos financieros tales como rentas variables, deuda gubernamental y corporativa y derivados. Los negociantes de títulos (incluidos bancos de inversión, corredores de bolsa y otras instituciones financieras que están listas para comprar o vender títulos valores) comercializan nuevos títulos garantizando sus emisiones y facilitando la distribución de las mismas a inversionistas individuales e institucionales. Y abren mercados secundarios para estos títulos asumiendo posiciones principales como compradores y vendedores de los títulos existentes.

Los negociantes de títulos valores van desde pequeñas firmas especializadas en una sola línea de productos hasta grandes firmas diversificadas que ofrecen un amplio rango de servicios, incluidos la toma de posiciones, la correduría, préstamos marginales a clientes, servicios bancarios de inversión, manejo de dinero e investigación.

A través de sus posiciones de negociación, los comerciantes de títulos típicamente mantienen grandes inventarios de éstos. En esas posiciones los riesgos son sustanciales y por tanto negociar con títulos valores es una actividad altamente intensiva en capital, por las razones siguientes:

- Los valores de capital de sus portafolios están expuestos al movimiento de los precios en el mercado.
- El vacío de oportunidad entre transacciones de títulos y liquidación puede ser verdaderamente largo.
- Los negociantes a menudo extienden crédito a sus clientes para financiarles sus posiciones.

En la medida en que dan liquidez a títulos valores que de otro modo serían ilíquidos, las comercializadoras pueden ser consideradas como especialistas en proveer servicios de liquidez. Al mismo tiempo, al abrir un mercado reducen los costos de búsqueda en que tienen que incurrir los inversionistas para determinar el valor justo de títulos específicos. Por tanto, también proporcionan servicios de información.

Financieras sectoriales especializadas

Cierto número de instituciones financieras ofrece un rango limitado de servicios a un grupo objetivo especializado de prometedores y tenedores de promesas. Las compañías financieras generales, por ejemplo, obtienen fondos mediante promesas de deuda del mercado financiero mayorista y extienden préstamos sobre ellas. Las financieras de finca raíz se especializan en canalizar fondos hacia la propiedad de vivienda. Las sociedades de *leasing* se especializan en proveer financiación para equipos. La característica distintiva de las sociedades de *leasing* es que retienen la propiedad de los bienes alquilados. En esta forma, pueden superar los efectos de garantías o de leyes de cumplimiento débiles. También pueden beneficiarse del tratamiento tributario preferencial que a menudo se confiere para equipos de inversión.

En cada uno de estos casos, las instituciones financieras proveen un servicio altamente especializado que se concentra en la eficiencia informativa (conociendo el sector o el producto mejor que las instituciones de base más general). En diversos grados, estas instituciones pueden ofrecer otras combinaciones de servicios, como liquidez y divisibilidad. Sus promesas son generalmente de tipo deuda, aunque no son poco comunes los componentes tipo renta variable.

Proveedores de servicios financieros

El último grupo de instituciones del sistema financiero lo constituyen los proveedores de servicios financieros. A diferencia de los otros grupos, éste tiende a no intermediar entre prometedores y tenedores de promesas. Por el contrario, provee sus servicios (sobre la base de una tarifa por servicio) en forma de asesoría, correduría, etc. Este grupo incluye corredores de títulos valores, corredores hipotecarios, asesores de gestión y asesores de inversiones. En muchos países, las mismas instituciones llevan a cabo el comercio y la correduría de títulos (e hipotecas).

Al igual que las financieras sectoriales especializadas, los proveedores de servicios ofrecen primordialmente eficiencia informativa y, algunos, liquidez. En el caso de la correduría, hay también un servicio de transacciones similar a (pero más limitado que) los servicios de pagos.

El cuadro 1.1 sintetiza la relación entre los grupos de instituciones financieras y su prestación de servicios financieros esenciales.

CUADRO 1.1
GRUPOS INSTITUCIONALES Y SERVICIOS FINANCIEROS ESENCIALES

Servicios financieros esenciales	Receptoras de depósitos	Colectoras de riesgos	De ahorro contractual	Comercia-lizadoras	Financieras sectoriales	Proveedores de servicios
Pagos	✓					
Liquidez	✓		✓	✓	✓	✓
Divisibilidad	✓	✓	✓		✓	
Custodia de valores	✓	✓	✓			
Información	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Acopio de riesgos	✓	✓				

EL PAPEL DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS NO BANCARIAS

Los párrafos anteriores describen los principales tipos de IFNB y los papeles que juegan en el sistema financiero. Pero el hecho de que jueguen un amplio rango de papeles muy especializados, en la práctica no significa que tales instituciones sean cruciales, o siquiera importantes, para el funcionamiento eficiente de la economía. Para defender esa importancia tienen que abordarse dos interrogantes adicionales. Primero: ¿Contribuyen estos papeles verdadera y positivamente al crecimiento y al desarrollo económicos? Segundo: si es así, ¿pueden los bancos desempeñar estos papeles? En otras palabras, ¿es la existencia de las IFNB en los sistemas financieros desarrollados un resultado de fuerzas del mercado eficientes y naturales, o es un accidente (o quizá un resultado de interferencia reguladora)?

Relación entre desarrollo financiero y crecimiento

La relación entre el desarrollo de funciones del sector financiero y el crecimiento económico ha sido estudiada tanto a nivel de firma individual como a nivel nacional. En un documento reciente, Levine, Loayza y Beck (1999) abordan dos cuestiones relevantes para este tema. En primer lugar, plantean si el nivel de desarrollo financiero intermediario ejerce una influencia causal sobre el crecimiento económico. En segundo lugar, plantean si, entre países, las diferencias en cuanto a marcos legales y contables explican las diferencias en el nivel de desarrollo de intermediarias financieras. Sus hallazgos se suman a una creciente literatura que respalda una relación positiva entre funciones del sector financiero y crecimiento económico.

Levine, Loayza y Beck miden el desarrollo de intermediarias financieras en tres formas:

- Por el tamaño total del sector intermediario.
- Por el grado en que sean los bancos comerciales, más que el banco central, los que proveen intermediación.
- Por el grado en que los intermediarios canalizan recursos al sector privado, más que al sector gubernamental.

Usando datos de una muestra de 74 economías –entre desarrolladas y en desarrollo–, de 1960 a 1995, estos autores encuentran un impacto sustancial y significativo del desarrollo de intermediarias financieras sobre el crecimiento económico. Por ejemplo, de acuerdo con sus estimaciones, "Si Argentina hubiera disfrutado del nivel de desarrollo de intermediarias financieras que tenía el país en desarrollo promedio durante el período 1960-95, habría experimentado un crecimiento anual del PIB per cápita real un punto porcentual más rápido a lo largo de este período" (Levine, Loayza y Beck, 1999: 5).

También encuentran que los tres componentes individuales del desarrollo de intermediarias son importantes. Por ejemplo, en India fue bajo el grado en que las intermediarias canalizaron recursos para usos del sector privado. De acuerdo con sus estimaciones, si ese país hubiera elevado su porcentaje de financiación para el sector privado al promedio de los países en desarrollo, habría "acelerado el crecimiento del PIB per cápita real en cerca de 0,6 puntos porcentuales por año" (Levine, Loayza y Beck, 1999: 14).

Sus comparaciones entre países muestran asimismo que las diferencias en sistemas legales y estándares de responsabilidad ayudan a explicar las diferencias en desarrollo de intermediarias financieras. Estos resultados sobre orígenes legales se retoman en el capítulo 7.

El estudio de Levine, Loayza y Beck ofrece fuertes evidencias de los beneficios del desarrollo del sector financiero. Sin embargo, su concentración en la intermediación bancaria no necesariamente arroja mucha luz sobre la importancia que tienen de por sí las IFNB. Demirgüç-Kunt y Levine (1999), entre otros, abordan el impacto de diferentes estructuras financieras sobre el crecimiento, incluida la importancia relativa de instituciones bancarias y no bancarias.

Para analizar el papel de la estructura financiera en el crecimiento económico, Demirgüç-Kunt y Levine comparan las experiencias de países que tienen sistemas financieros basados en los bancos, con las de los que tienen sistemas de mercado de base más general. Ellos construyen un índice conglomerado de desarrollo basado en tamaño, actividad y eficiencia, tanto para el sector bancario como para las operaciones bursátiles de cada país. Los países en los que la proporción del índice conglomerado para desarrollo bancario con relación al índice conglomerado para el desarrollo del mercado bursátil está por debajo del promedio para el grupo, se clasifican como basados en la banca. Aquellos en los cuales esa proporción está por encima del promedio se clasifican como basados en el mercado. En

general, los sistemas financieros basados en el mercado tienden a tener IFNB mejor desarrolladas.

Demirgüç-Kunt y Levine dividen, además, su muestra entre aquellos países que tienen sistemas financieros desarrollados y los que tienen sistemas financieros subdesarrollados. Los segundos se definen como aquellos que tienen valores por debajo de la media para sus índices conglomerados de desarrollo tanto de la banca como del mercado bursátil. El cuadro 1.2 reproduce su clasificación.

Uno de los rasgos más interesantes de la clasificación de desarrollo y estructura financieros de Demirgüç-Kunt y Levine es el número de mercados emergentes que están clasificados al mismo tiempo como basados en el mercado y como financieramente desarrollados. El otro aspecto interesante es que, si bien la gran mayoría de los sistemas financieros emergentes se basan en la banca, también muchos sistemas basados en el mercado están dentro de este grupo.

Los principales resultados son los siguientes (Demirgüç-Kunt y Levine, 1999: 4):

- Las instituciones bancarias, las no bancarias y los mercados bursátiles son más grandes, más activos y más eficientes en los países más ricos (los sistemas financieros, en promedio, están mejor desarrollados en los países más ricos).
- Los mercados bursátiles son más activos y eficientes en relación con los bancos, en los países de altos ingresos (los sistemas financieros tienen la tendencia a orientarse más hacia el mercado a medida que los países crecen y se tornan más desarrollados económicamente).

Demirgüç-Kunt y Levine hacen énfasis en que su trabajo simplemente identifica la correlación entre estructura financiera y crecimiento, no necesariamente la causalidad (*véase* Levine, 1999; Demirgüç-Kunt y Maksimovic, 1998).

¿Basta con los bancos para la eficiencia financiera?

Hay fuertes evidencias de que el desarrollo financiero contribuye al crecimiento y al desarrollo económicos. E igualmente las hay de que la profundidad y la diversidad financieras contribuyen también. La pregunta sigue siendo si las IFNB son esenciales para proveer diversidad financiera o si los bancos, siempre que se les permitiera, podrían proveer todos los servicios financieros necesarios para el crecimiento.

La respuesta a esta pregunta es más intuitiva que empírica. En principio, no hay razón para que un tipo único de intermediario financiero no pueda proveer todos los servicios financieros: pagos, liquidez, divisibilidad, transformación de madurez, custodia de valores, economías de información y acopio de riesgos. No obstante, la realidad es que tales instituciones inevitablemente se tornarían sumamente ineficientes y, en alguna áreas, enfrentarían incentivos en conflicto.

CUADRO 1.2
CLASIFICACIÓN DE ESTRUCTURA FINANCIERA POR PAÍS

Tipo de economía	Economías financieramente subdesarrolladas		Economías financieramente desarrolladas	
	País	**Índice de la estructura**	**País**	**Índice de la estructura**
Economía basada en la banca	Bangladesh	–0,90	Panamá	–0,92
	Nepal	–0,87	Túnez	–0,88
	Egipto	–0,82	Chipre	–0,77
	Costa Rica	–0,79	Portugal	–0,75
	Barbados	–0,78	Austria	–0,73
	Honduras	–0,75	Bélgica	–0,66
	Trinidad y Tobago	–0,74	Italia	–0,57
	Mauricio	–0,70	Finlandia	–0,53
	Kenya	–0,69	Noruega	–0,33
	Ecuador	–0,56	Nueva Zelanda	–0,29
	Sri Lanka	–0,54	Japón	–0,19
	Indonesia	–0,50	Francia	–0,17
	Colombia	–0,47	Jordania	–0,14
	Paquistán	–0,38	Alemania	–0,10
	Zimbabue	–0,34	Israel	–0,06
	Grecia	–0,34	España	0,02
	Argentina	–0,25	*Media del grupo*	*–0,44*
	Venezuela	–0,15		
	India	–0,14		
	Irlanda	–0,06		
	Media del grupo	*–0,54*		
Economía basada en el mercado	Dinamarca	0,15	Países Bajos	0,11
	Perú	0,16	Tailandia	0,39
	Chile	0,25	Canadá	0,41
	Jamaica	0,28	Australia	0,50
	Brasil	0,65	Sudáfrica	0,83
	México	0,68	Corea	0,89
	Filipinas	0,71	Suecia	0,91
	Turquía	1,23	Gran Bretaña	0,92
	Media del grupo	*0,52*	Singapur	1,18
			Estados Unidos	1,96
			Suiza	2,03
			Hong Kong	2,10
			Malasia	2,93
			Media del grupo	*1,17*
Media por tipo de economía[a]	Países financieramente subdesarrollados	–0,24	Países financieramente desarrollados	0,28

a. La media general es 0,03.
Fuente: Demirgüç-Kunt y Levine (1999).

Aunque es verdad que los bancos, tal como están estructurados actualmente en casi todos los países, ofrecen la mayoría de los servicios financieros esenciales, no proveen todos los servicios con la misma eficiencia. Su principal limitación está en que la prestación de servicios de pagos y de liquidez (sus servicios principales) restringe la forma en que pueden proveer otros servicios. Para poder ofrecer certidumbre del valor de los pagos, un depósito bancario tiene que ser de bajo riesgo. Esto limita el rango y la naturaleza de los activos que un banco razonablemente puede incluir en su balance.

Los bancos pueden proveer algunos otros servicios financieros sin poner en peligro sus servicios de pagos. Por ejemplo, en algunos países se les permite ofrecer servicios de comercio de títulos valores desde su balance. Pero no es accidental que incluso cuando las regulaciones permiten que dentro de una misma estructura corporativa se lleven a cabo operaciones bancarias y de seguros (por ejemplo, a través de subsidiarias o bajo una *holding* no operativa), estos servicios nunca se presten desde el mismo balance. Aunque los bancos ofrecen una forma limitada de servicios de acopio de riesgos a través de su capacidad para diversificar, los servicios avanzados de acopio de riesgos de los seguros riñen fundamentalmente con las promesas de deuda que ellos hacen. Otra limitación fundamental de los bancos está en su capacidad para proveer servicios de custodia de valores. En consonancia con su eficiente prestación de servicios de pagos, ellos tienden a manejar casi exclusivamente promesas de tipo deuda, a ambos lados de su balance. Así, los sistemas financieros basados en la banca tienden a tener un rango más pequeño de promesas de tipo renta variable que aquellos que tienen una estructura de base más general, incluida una amplia gama de IFNB.

En términos más generales, las IFNB juegan una serie de papeles que no son apropiados para bancos:

- Mediante el aumento de promesas de renta variable (agregando servicios de liquidez, divisibilidad, eficiencias informativas y acopio de riesgos), las IFNB amplían el espectro de riesgos disponible para los inversionistas.
- En esta forma, estimulan la inversión y el ahorro y mejoran la eficiencia de los mismos.
- Mediante la oferta de promesas contingentes, fomentan una cultura de manejo de riesgos, estimulando a quienes están menos capacitados para asumir riesgos a vender esos riesgos a quienes están más capacitados para manejarlos.

De manera que las IFNB complementan a los bancos proveyendo servicios que no son apropiados para ellos; llenan los vacíos de servicios financieros que, de no hacerlo, se presentan en los sistemas financieros basados en la banca. Igualmente importante es que las IFNB constituyen una competencia para los bancos en la prestación de servicios financieros. Éstas separan los componentes de los servicios que

prestan los bancos y los ofrecen sobre una base competitiva. Se especializan en sectores particulares y apuntan a grupos particulares. Superan impedimentos legales y tributarios, y disfrutan de las ventajas informativas que surgen de la especialización.

Además de complementar a los bancos, las IFNB pueden agregar fortaleza económica en la medida en que elevan la flexibilidad del sistema financiero ante golpes económicos.

Alan Greenspan puso de presente este argumento en la Conferencia de Mercados Financieros del Banco de la Reserva Federal de Atlanta (Greenspan, 1999 a). En esa conferencia, Greenspan observó que la existencia de instituciones financieras de respaldo, incluidas la IFNB, ayuda a las economías a recuperarse más rápidamente de golpes a una u otra parte del sistema financiero. En sus palabras, "múltiples alternativas para transformar los ahorros de una economía en inversiones de capital, actúan como equipos de respaldo en caso de que falle la forma primordial de intermediación".

Un sector de IFNB bien desarrollado y debidamente regulado es entonces un componente importante de un sistema financiero amplio, equilibrado y eficiente, que disemina los riesgos y provee una base sólida para el crecimiento y la prosperidad económicos. No obstante, en los países en desarrollo que carecen de un marco de política coherente y de regulaciones efectivas, instituciones financieras no bancarias como compañías aseguradoras, de *leasing* y financieras, y vehículos de inversión colectiva, pueden exacerbar la fragilidad del sistema financiero. A menudo la fragilidad es el resultado de un esfuerzo consciente por arbitrar y obviar regulaciones bancarias. La experiencia de Corea ilustra las trampas de un sector de IFNB mal regulado (*ver* recuadro 1.1 y cuadro 1.3).

RECUADRO 1.1
EL SECTOR FINANCIERO EN COREA ANTES DE LA CRISIS DE 1997

Corea inició una liberalización gradual del sector financiero doméstico a principios de los años 1980. Se privatizaron los bancos comerciales y se les permitió expandirse hacia servicios bancarios minoristas. Se liberalizó el ingreso a la banca comercial y se crearon nuevos bancos comerciales. Similarmente se redujeron las barreras de entrada para instituciones financieras no bancarias. Para cuando se inició la crisis, el histórico dominio que la banca comercial tenía en el sector había descendido a tal punto, que los bancos tenían apenas algo más de la mitad de los activos del sistema financiero; instituciones financieras no bancarias grandes y en creciente número compartían el resto. Contemplando los hechos en retrospectiva, la desregulación del sistema financiero coreano y la liberalización del mercado de capitales debieron haber ido acompañadas de una supervisión y una regulación mejoradas. Pero la regulación y la supervisión prudenciales no se fortalecieron paralelamente con el proceso de liberalización. La supervisión siguió siendo fragmentada. Los bancos comerciales estaban bajo la autoridad directa de la Oficina de Supervisión Bancaria del Banco de Corea, y los bancos y las IFNB especializados estaban bajo la autoridad del Ministerio de Finanzas y Economía (MFE). La débil supervisión de las IFNB por parte del MFE creó oportunidades de arbitraje regulador y generó una explosión de prácticas riesgosas. Surgieron entonces tres problemas críticos: el uso de cuentas fiduciarias por parte de bancos comerciales, para obviar regulaciones bancarias; la rápida expansión de bancos agentes virtualmente sin ninguna regulación, hacia áreas tradicionalmente dominadas por los bancos; y la regulación y las prácticas deficientes de los fondos de inversión.

Cuentas fiduciarias

En Corea los bancos comerciales tenían una larga historia de operación de cuentas fiduciarias en nombre de los clientes. En un sentido administrativo, éstas se mantenían separadas del negocio bancario, aunque en la práctica las inversiones se manejaban como si el banco y las cuentas fiduciarias fueran una sola entidad. Las cuentas fiduciarias no estaban sometidas a prácticas prudenciales y de supervisión estándar; por ejemplo, no había límites para la exposición al riesgo, ni reglas de aprovisionamiento, ni exigencias de reserva. Aunque, en principio, tales cuentas eran operadas en nombre del cliente y por tanto no se consolidaban al computar la razón de adecuación de capital de un banco, en la práctica un gran segmento de las cuentas fiduciarias coreanas eran efectivamente depósitos cuyo monto, conjuntamente con un rendimiento predeterminado, eran garantizados por los bancos. A medida que la competencia por fondos se fue incrementando durante los años 1990, y que los bancos buscaban formas de reducir los costos de hacer negocios, se volcaron cada vez más sobre las cuentas fiduciarias como un medio para incrementar la actividad bancaria sin los costos asociados de regulación. Para finales de 1997, a las cuentas fiduciarias correspondía cerca del 40% del total de activos de los bancos comerciales. El resultado fue un sector bancario insuficientemente capitalizado que fue incapaz de responder a los colapsos corporativos de finales de esa década. Los riesgos sistémicos potenciales y las implicaciones fiscales de esta evasión de regulación, fueron subvalorados por la decisión del gobierno coreano, en 1998, de extender la garantía de depósitos emitida en 1997, para que incluyera las cuentas fiduciarias.

(*Continúa en la página siguiente*)

(*Continuación recuadro 1.1*)

Bancos agentes

Las IFNB (excluidas las cuentas fiduciarias) tenían aproximadamente el 30% de los activos del sistema financiero al final de 1997, y eran instituciones principalmente de tres clases: de inversión, de ahorros y de seguros. Las instituciones de inversión, incluidos bancos agentes, fondos de inversión y compañías de valores, constituían el segmento más grande en términos de activos. En gran medida, las instituciones de inversión eran de propiedad de conglomerados; por ejemplo, la gran mayoría de los 30 bancos agentes que operaban en 1997 pertenecían a conglomerados. De estos bancos, 24 fueron creados en la década de 1970, inicialmente como compañías financieras a corto plazo, y se convirtieron en bancos mercantiles durante el período comprendido entre 1994 y 1996. Aunque en principio los bancos agentes eran supervisados por el MFE, en la práctica la supervisión era mínima; no había reglas que gobernaran las clasificaciones de activos, el capital o el aprovisionamiento. También era notable la ausencia de prácticas estandarizadas tales como contabilidad consolidada y contabilidad a valores del mercado. Durante los años noventa, estas instituciones atrajeron una creciente participación de fondos a través de sus ofertas de cuentas de manejo de efectivo, títulos valores y otros instrumentos. Del lado de los activos, invertían principalmente en títulos e instrumentos negociables. Pero su ventaja competitiva en acceder a fondos la aprovecharon cada vez más para canalizar recursos hacia los conglomerados y para intermediar notas y otros documentos comerciales de éstos. En esa forma, se hicieron esencialmente dependientes de fondos tipo depósito para obviar la necesidad de que los conglomerados consiguieran capital. Esto no solamente incrementó el efecto de palanca del sector corporativo, sino que además redujo tanto la transparencia como la disciplina comercial normalmente asociadas con la obtención de fondos del público.

Fondos de inversión

Las fiduciarias se crearon a principios de la década de 1970 para desarrollar los mercados de acciones y bonos. Los fondos de inversión eran predominantemente de propiedad de compañías de títulos valores. Éstas, en su mayoría eran de propiedad de conglomerados y actuaban como suscriptoras, negociadoras de sus propias cuentas, y agentes. Levantaban fondos que eran fundamentalmente canalizados hacia el conglomerado. Los fondos de inversión coreanos divergían materialmente de cuatro principios cardinales que gobiernan los vehículos de inversión colectiva: transparencia, valuación a precios del mercado, liquidez y ausencia de conflicto de intereses. Las inversiones de valuaban al costo y se pasaban de fondo a fondo a fin de dar fluidez a los retornos. Muchas se hacían en bonos corporativos ilíquidos, los cuales no se podían vender rápidamente. Finalmente, los custodios no eran de verdad independientes y no ejercían supervisión, y los gerentes tenían conflictos de intereses no resueltos con sus clientes. Las leyes y regulaciones tenían credibilidad, pero el cuerpo regulador fue lento para identificar y castigar los abusos. En julio de 1997, una súbita demanda de reintegro de fondos de inversión por parte de los clientes, forzó al gobierno coreano a pagar por ellos.

CUADRO 1.3
ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO COREANO, JUNIO 1997

Institución financiera	Porcentaje de activos totales
Bancos comerciales	53,4
Bancos comerciales nacionales[a]	22,4
Cuentas fiduciarias de bancos comerciales[b]	21,1
Bancos comerciales regionales	4,3
Sucursales de bancos extranjeros	2,2
Bancos especializados y de desarrollo	16,5
Bancos especializados	9,2
Instituciones de desarrollo	8,1
Instituciones financieras no bancarias	30,1
Instituciones de inversión	13,5
Bancos agentes	4,9
Instituciones de ahorro	12,0
Aseguradoras de vida	7,1
Sistema financiero total	100,0

a. Incluyen el Banco Coreano de Vivienda, el cual se convirtió en banco comercial en agosto de 1997.
b. Los bancos comerciales llevan a cabo el negocio de cuentas fiduciarias pero está clasificado como intermediación financiera no bancaria.
Fuente: Balino y Ubide (1999).

2. Los principios de la regulación

El marco regulador para las instituciones financieras tiene cuatro componentes principales:

- *Objetivos reguladores (razones por las cuales estas instituciones requieren regulación y lo que la comunidad espera que la regulación logre)*
- *Estructura reguladora (estructura de las agencias que tienen las responsabilidades reguladoras delegadas de la comunidad)*
- *Respaldo regulador (respaldo político, legal y financiero que habilita a los reguladores para cumplir efectivamente sus deberes)*
- *Implementación reguladora (instrumentos, herramientas y técnicas que las agencias reguladoras usan para alcanzar sus objetivos).*

Este capítulo explora el papel del marco regulador mediante una revisión sistemática de esos cuatro componentes.

Objetivos reguladores

Las regulaciones son fundamentalmente reglas de conducta. Cada país establece un rango de reglas de conducta como medio para reconciliar derechos e intereses en conflicto, de sus ciudadanos. Muchas de estas reglas están diseñadas para gobernar la forma en que los individuos interactúan socialmente. Por ejemplo, casi todos los países establecen reglas tendientes a desalentar comportamientos antisociales como el robo, el asalto y el asesinato. Ellos dan soporte a estas reglas con un sistema de cortes y agencias ejecutoras que controlan la observancia de las reglas y persiguen a aquellos que las violan. Toda vez que esté de por medio la naturaleza humana, tales reglas no sólo son deseables sino también necesarias. Sin reglas, el comportamiento humano degenera en anarquía. La naturaleza humana es tal que necesita reglas; de hecho, ella demanda el orden que esas reglas confieren.

Las regulaciones financieras son normas que gobiernan el comportamiento comercial en el sistema financiero. En el caso de cuestiones sociales, las reglas son necesarias para reconciliar intereses en conflicto de los miembros del sistema social. De la misma forma, las reglas comerciales son necesarias para reconciliar intereses en conflicto de los participantes en el sistema comercial. No obstante, a menudo se singulariza el sector financiero como "especial" y sujeto a un nivel y una forma de regulación que van más allá de los aplicados a otros sectores del sistema comercial. La razón de esto radica en la importancia fundamental de las finanzas para el trabajo eficiente de la economía.

Donde se carece de reglas que gobiernen el comportamiento de los mercados financieros, o donde las reglas no se hacen cumplir, los negocios tienden a carecer de confianza propia y de confianza en los demás, los contratos son de corto plazo y no son confiables, la corrupción se torna endémica y el sistema económico deja de funcionar eficientemente. La regulación financiera procura establecer un marco legal y ético dentro del cual el comercio pueda florecer para beneficio de todos los involucrados. Vista en esta forma, la regulación se refiere fundamentalmente a la promoción de la eficiencia económica. De acuerdo con Merton (1990: 1): "La función esencial del sistema financiero es facilitar la asignación y despliegue de recursos económicos, tanto en el tiempo como en el espacio, en un ambiente incierto."

No obstante, esta muy general apreciación del porqué de la importancia de la regulación financiera, no dice mucho con respecto a lo que debe regularse exactamente ni a la forma precisa que esa regulación debe tomar. La provisión de una estructura y sustancia para este objetivo general requiere una consideración más profunda.

Sabiduría convencional

La sabiduría pragmática sobre este tema reconoce que, si bien la teoría puede identificar la eficiencia económica como el objetivo por excelencia de la regulación financiera, en la práctica los reguladores habitualmente procuran alcanzar múltiples objetivos, de los cuales la eficiencia financiera no es más que uno. Por ejemplo, Herring y Santomero (1999) identifican cuatro argumentos generales para la regulación financiera:

- Salvaguardar el sistema contra riesgos sistémicos
- Proteger a los consumidores de comportamientos oportunistas de los proveedores de servicios financieros
- Elevar la eficiencia del sistema financiero
- Alcanzar una serie de objetivos sociales (como el incremento de la propiedad de vivienda o la canalización de recursos hacia sectores particulares de la economía o de la población).

Con respecto a estos cuatro objetivos, Herring y Santomero enuncian una serie de medidas o herramientas que los reguladores usan en sus esfuerzos por cumplir sus objetivos.[1] Su análisis se resume en el cuadro 2.1.

1 Esto, a su vez, es adaptado de un marco anterior propuesto por Herring y Litan (1995).

CUADRO 2.1
MEDIDAS Y OBJETIVOS REGULADORES

Medidas reguladoras	Riesgo sistémico	Protección al consumidor	Aumento de eficiencia	Objetivos sociales
Política antimonopolio/de competencia		✓	✓	✓
Estándares de revelación de información	✓	✓	✓	
Reglas de conducta empresarial		✓	✓	✓
Reglas sobre conflicto de intereses		✓	✓	
Estándares de suficiencia de capital	✓	✓		
Pruebas de entrada ajustadas y apropiadas	✓	✓	✓	
Exigencias de liquidez	✓	✓		
Exigencias de reporte				✓
Restricciones de servicios	✓			✓
Restricciones de activos	✓			✓
Seguro de depósitos	✓	✓		
Exigencias de reservas	✓	✓		
Exigencias de conveniencia para el cliente		✓		
Topes para tasas de interés				
Depósitos	✓			✓
Préstamos		✓		
Exigencias de inversión				✓
Restricciones geográficas				✓

Fuente: Herring y Santomero (1999).

Aunque este esquema pueda ajustarse cómodamente a la forma de pensar de muchos reguladores acerca de sus objetivos y métodos, no es particularmente útil para identificar los principios subyacentes de la regulación ni tampoco como guía acerca de qué y cómo regular. El problema con este esquema es que casi toda medida reguladora identificada por Herring y Santomero afecta más de un objetivo y puede ser aplicada por múltiples reguladores. Ciertamente el esquema ayuda poco a la hora de pensar en cómo podrían distribuirse las medidas entre los diferentes reguladores o cómo deberían ellos tratar de equilibrar su impacto sobre diferentes objetivos.

Un marco alternativo

Un marco alternativo (utilizado, por ejemplo, en Financial System Inquiry, 1997) vuelve a la meta económica básica de la regulación como su principio guía; concretamente, que la regulación financiera debe elevar la eficiencia del sistema fi-

nanciero. El hecho de comenzar con la eficiencia como principio guía plantea la pregunta, ¿por qué se necesita regulación, entonces? Si el sistema financiero puede funcionar eficientemente por su propia cuenta, no debería necesitarse interferencia reguladora.

Un gran cuerpo de literatura argumenta que los mercados financieros (y ciertamente otros también) funcionan más eficientemente sin interferencia reguladora. Esta literatura no necesariamente asume que los mercados funcionen perfectamente. La realidad es que todos los mercados fallan, y fallan por diversas razones. El meollo del asunto está en los costos relativos.

Esta línea argumentativa nos recuerda que las razones para la intervención reguladora tienen que estar en la falla del mercado y en el impacto de esa falla sobre la eficiencia económica. La decisión de intervenir para alterar el funcionamiento natural de un mercado debe justificarse sobre la base de que el costo de la falla sea mayor que cualesquiera costos que imponga la regulación (sean costos en recursos directos o en pérdida de eficiencia). También nos recuerda que los reguladores deben emplear las medidas que aborden mejor la solución de las fallas del mercado involucradas. Finalmente, nos recuerda que la justificación de la regulación no debe considerarse como un hecho dado permanente; debe haber un proceso continuo de revaluación de los costos y beneficios de la regulación.

En términos generales, los mercados financieros no producen resultados eficientes, competitivos, por una o más de las siguientes razones:

- Comportamiento anticompetitivo
- Conducta impropia en el mercado
- Asimetría de información
- Inestabilidad sistémica.

Conducta anticompetitiva

De acuerdo con el Comité Nacional de la Fiscalía General de Estados Unidos, para Estudiar las Leyes Antimonopolio (1955: 245-46), la competencia efectiva es un estado en el que

> ningún vendedor, y ningún grupo de vendedores que actúen en concierto, tiene el poder para elegir su nivel de utilidades dando menos y cobrando más. Donde hay competencia factible, los vendedores rivales, sean competidores existentes o nuevos competidores potenciales que entren al mismo campo, mantienen controlado ese poder, ofreciendo o amenazando con ofrecer incentivos efectivos.

Los gobiernos generalmente fomentan la competencia en el sector financiero debido a los beneficios que este sector trae a la economía general. Dichos beneficios incluyen acceso mejorado a capital para las empresas, crédito más barato y

préstamos para vivienda para los consumidores, un mejor acople entre las necesidades financieras de unidades de déficit y superávit, transacciones más baratas y mayor capacidad para manejar riesgos.

Las fuerzas del mercado son los principales determinantes de la competencia. El papel de la regulación de competencia es asegurar que esas fuerzas operen efectivamente y que no sean obviadas por participantes en el mercado. En una política de competencia se usan las siguientes medidas clave:[2]

- Reglas diseñadas para tratar con la estructura de las industrias (leyes sobre fusiones y leyes antimonopolio)
- Reglas diseñadas para evitar el comportamiento anticompetitivo (por ejemplo, la colusión)
- Reglas diseñadas para asegurar que los mercados se mantengan impugnables (asegurando que la entrada y salida de los mismos sea relativamente libre).

Conducta impropia en el mercado

Los mercados financieros no pueden operar eficiente y efectivamente a menos que los participantes actúen con integridad y que haya información adecuada para que los juicios que se produzcan sean verdaderamente informados. Debido a esta necesidad fundamental, todos los mercados enfrentan problemas potenciales asociados con la conducta (o mala conducta) de sus participantes.

Las dos áreas de conducta impropia que son más comunes en los mercados financieros son la conducta injusta o fraudulenta y la publicación inadecuada de información sobre la cual han de basarse decisiones de inversión. A la regulación destinada a enfrentar estas fuentes de falla del mercado se la conoce normalmente como regulación de integridad (o de conducta) en el mercado. Tal regulación busca proteger a los participantes en el mercado de prácticas comerciales fraudulentas o injustas; y mediante esa protección busca promover la confianza en la eficiencia y la justicia de los mercados.

La regulación de integridad del mercado típicamente enfoca lo siguiente:

- Revelación de información
- Conducta de reglas empresariales (como prohibición de negociaciones entre quienes poseen información privilegiada, manipulación del mercado, publicidad falsa o desorientadora, y retención de información de comisiones).

---

2 En la sección sobre implementación reguladora se trata en más detalle la forma en que estas medidas (y otras medidas reguladoras identificadas en esta sección) se usan en la implementación de la política reguladora.

- Restricciones de entrada mediante licencias.
- Responsabilidades de gobierno y fiduciarias (incluida, pero no limitada a la remoción de conflictos de intereses).
- Algunas condiciones de fortaleza financiera mínima (exigencias de capital cuando la naturaleza de las promesas financieras involucradas las justifica).

Información asimétrica

La tercera fuente de falla del mercado –información asimétrica– surge cuando los productos o servicios son tan complejos que la publicación por sí sola es insuficiente para habilitar a los consumidores para tomar decisiones informadas. Esto sucede cuando compradores y vendedores de productos o servicios particulares nunca pueden estar igualmente informados, independientemente de qué tanta información se publique.

El problema está en la complejidad del producto y de la institución que lo ofrece. Este problema es común en áreas como drogas y aviación, y es particularmente relevante en el área de servicios financieros. En estos casos la respuesta reguladora es interponer un cuerpo regulador entre el proveedor del servicio y el consumidor, establecer un conjunto de normas de comportamiento para el proveedor, y asegurar que las promesas que él hace tengan una probabilidad aceptablemente alta de cumplirse.

La forma de regulación que implica contrarrestar los problemas de información asimétrica en los mercados financieros, normalmente se conoce como regulación prudencial. El rango de instituciones y actividades financieras que cubra esta forma de regulación es cuestión de juicio crítico. Lo típico es que incluya la recepción de depósitos y los seguros, aunque en algunos países se extiende a programas de pensiones, corredores de títulos y otras instituciones financieras.

La regulación prudencial supera la falla del mercado por información asimétrica, en parte sustituyendo el juicio de las instituciones financieras reguladas y sus consumidores por el de un regulador. En la medida en que el regulador absorba los riesgos que de otro modo asumirían las instituciones financieras y sus clientes, enfrenta un problema de "riesgo moral", ya que el traslado percibido del riesgo de las instituciones reguladas al regulador puede inducir a las instituciones a asumir mayores riesgos que los que asumirían de no ser así.

Los problemas de incentivo asociados con el riesgo moral explican los enfoques particulares de los diversos aspectos de la regulación prudencial, que normalmente adoptan los reguladores prudenciales (*ver* recuadro 2.1). Eso significa también que el costo potencial de la regulación prudencial en términos de eficiencia económica puede ser muy alto, si no se manejan cuidadosamente los incentivos en conflicto. Consecuentemente, los gobiernos tienen la responsabilidad tanto de limitar la envergadura de la sombrilla prudencial a aquellas partes del sistema financiero que justifican verdaderamente esta forma de regulación, como

RECUADRO 2.1
EVOLUCIÓN DE LOS ENFOQUES DE SUPERVISIÓN: ¿QUÉ ES SUPERVISIÓN BASADA EN EL RIESGO?

Históricamente, los exámenes de supervisión se concentraban primordialmente en el cumplimiento, es decir, en descubrir contravenciones de las reglas y regulaciones, independientemente de su materialidad. Para evaluar la condición financiera de las instituciones reguladas, los examinadores se basaban muchísimo en la comprobación de transacciones, por ejemplo, conciliando datos, contando el efectivo y los títulos valores y acometiendo otros chequeos detallados. Actualmente se reconoce que la sola comprobación de transacciones no es suficiente para evaluar la solidez de las instituciones financieras. En efecto, en muchos casos lo que ha hecho ha sido poco más que duplicar el proceso de auditoría externa. Más aún, es un trabajo extensivo en recursos (y por tanto costoso) y a menudo no es efectivo.

El enfoque basado en los riesgos está menos bien definido. Dentro de sus interpretaciones más generales, se refiere tanto a política como a implementación. Dentro de las más estrechas, se refiere a la metodología adoptada para guiar cada vez más las inspecciones en el sitio. A continuación se describen los elementos principales que podrían esperarse dentro de la definición general.

A nivel de política,

- *Suficiencia de capital.* Un elemento clave es que las exigencias reguladoras de capital deben estar directamente conectadas con los riesgos asumidos por la institución. Las semillas de este enfoque se sembraron en el Acuerdo Basle sobre Capital en 1988, y las exigencias de capital basadas en los riesgos están remplazando cada vez más las medidas de capital tradicionales, basadas en la solvencia.

- *Políticas de riesgo y procedimientos*. Se da especial énfasis a la responsabilidad que tienen las juntas directivas y las gerencias de manejar los riesgos. Las instituciones tienen que tener políticas y procedimientos documentados y aprobados por su junta, que identifiquen, midan, controlen y manejen sus exposiciones al riesgo.

A nivel de implementación,

- *Asignación de recursos para seguimiento y examen en el sitio y fuera del sitio.* El enfoque basado en el riesgo prioriza las actividades de supervisión de acuerdo con los riesgos percibidos. Lo ideal es que el regulador califique todas las instituciones reguladas de acuerdo con un índice convenido de riesgo y dedique personal tanto al seguimiento fuera del sitio como a inspecciones en el sitio, según la calificación. Los índices de riesgo varían muchísimo, pero típicamente tienen en cuenta tanto la probabilidad de que cualquier institución dada enfrente dificultades financieras, como las implicaciones sistémicas en caso de que ello ocurra. De manera que un banco grande, bien manejado, probablemente exija más análisis y exámenes más frecuentes que una compañía pequeña de seguros generales, deficientemente manejada. Sin embargo, dentro del enfoque basado en los riesgos, la supervisión se intensificará para cualquiera de las dos instituciones, según se incremente la probabilidad medida de fallar.

- *Exámenes en el sitio.* Siendo preventivo más que remedial, el enfoque basado en los riesgos exige técnicas de examen que hagan énfasis en evaluar lo adecuado de los propios procesos internos de manejo de riesgos de la institución.

(*Continúa en la página siguiente*)

(*Continuación recuadro 2.1*)

- *Evaluación del compromiso con el manejo de riesgos.* El enfoque basado en los riesgos evalúa la participación activa de directivos y de la alta gerencia en el desarrollo del marco para el manejo de riesgos, incluidos políticas y procedimientos. Las políticas y los procedimientos deben estar respaldados y ser entendidos por los más altos niveles, y cualesquiera cambios deben requerir aprobación de la junta. El marco debe incluir un reporte regular sobre niveles de riesgo y relevancia del propio marco para el manejo de riesgos, a la junta directiva y a la gerencia, y el reconocimiento de la junta de su propia responsabilidad de mantener informados a los accionistas y demás grupos de interés acerca del perfil de riesgos de la compañía, de manejar esos riesgos y de participar en general en el manejo de riesgos.

- *Evaluación de políticas de manejo, procedimientos y límites de riesgo.* Los cimientos del manejo de riesgos son políticas, procedimientos y límites de exposición sanos, diseñados para controlar el riesgo. Las inspecciones basadas en el riesgo no solamente evalúan la adecuación y coherencia de estas políticas y procedimientos, sino también su relevancia para las circunstancias particulares de cada institución.

- *Evaluación de los sistemas de seguimiento del riesgo e información de manejo.* Un marco efectivo de manejo de riesgos tiene que incluir medición y seguimiento sistemáticos de los riesgos. Estas funciones tienen que estar respaldadas por sistemas efectivos y confiables de información de manejo. Las inspecciones basadas en el riesgo implican evaluar la adecuación de estos sistemas.

- *Evaluación de controles internos.* Políticas y procedimientos de práctica óptima en manejo de riesgos resultan de poca utilidad si no son abrazados y aplicados rigurosamente por el personal de todos los niveles. La adecuación de los controles y procedimientos de auditoría internos de una institución financiera es un elemento importante de su marco de manejo de riesgos. Los exámenes basados en los riesgos enfocan la relevancia de estos controles para la institución, así como el grado en que los mismos aseguran que las políticas y procedimientos de manejo de riesgos de la institución se apliquen en la práctica.

Para ilustrar el cambio de enfoque, de exámenes basados en el cumplimiento a exámenes basados en el riesgo, consideremos la forma en que cada enfoque aborda grandes límites de exposición en préstamos bancarios. El enfoque basado en el cumplimiento verifica si la institución cumple las leyes y regulaciones relativas a límites legales o internos de préstamo. En contraste, el enfoque basado en el riesgo examina la actitud de la gerencia frente al riesgo y la adecuación de sus controles internos. Por ejemplo, el examen basado en los riesgos revisa la efectividad de los procesos internos, incluidos la auditoría interna, la revisión de préstamos y las funciones de cumplimiento. Si el examen determina que los procesos internos son débiles, se procede entonces a la comprobación de transacciones.

Al igual que en la banca, el enfoque basado en el riesgo para el examen de aseguradoras se concentra más en los procesos que en el cumplimiento. Por ejemplo, los exámenes evalúan los procesos y sistemas de la compañía referentes a diseño y tarificación de los productos; a manejo de pólizas, de obligaciones por reclamación, de reaseguramiento, de seguridad, de riesgo crediticio, de riesgo en divisas, y de capital, y a controles internos.

La implementación de sistemas efectivos de manejo de riesgos se está tornando cada vez más compleja y técnicamente exigente. El desafío no es menos exigente para los reguladores, los cuales necesitan reclutar personal y gerentes técnicamente sofisticados. Mientras la oferta de estas destrezas siga siendo escasa, los reguladores se verán forzados al máximo. El desafío es que la industria y los reguladores establezcan una base común de conocimiento en áreas que ofrezcan beneficios tanto sistémicos como individuales.

de asegurar que el regulador adopte medidas reguladoras que corrijan la falla del mercado al mínimo costo.

La distinción primordial entre los métodos utilizados por los reguladores prudenciales y los utilizados por los reguladores de competencia y de integridad en el mercado es que los primeros son fundamentalmente preventivos (es decir, que buscan primordialmente evitar que se rompan promesas), en tanto que los otros lo que hacen básicamente es responder (en otras palabras, ellos ante todo persiguen a aquellos que rompen sus promesas o que desobedecen las reglas).

La regulación prudencial, o preventiva, implica la imposición de reglas o estándares preceptivos que gobiernen el comportamiento prudencial de las instituciones financieras que hacen ciertos tipos de promesas. Estas reglas pueden dirigirse a áreas específicas de preocupación o, de una manera más general, a la minimización del riesgo de que estas instituciones puedan resultar incapaces de cumplir las promesas financieras que han hecho.

Las herramientas adoptadas por los reguladores prudenciales se han modificado significativamente durante la última o las dos últimas décadas. En particular, se ha producido un viraje general en el sentido de apartarse de los controles directos sobre las estructuras de los balances y de los controles de precios, en pro de medidas más basadas en el riesgo, por ejemplo, exigencias de capital. Los reguladores prudenciales más modernos usan las siguientes medidas:

- Exigencias de entrada
- Exigencias de capital
- Restricciones de balance (incluidas, pero no limitadas a las exigencias de reserva)
- Restricciones sobre asociaciones entre instituciones financieras
- Exigencias de liquidez
- Exigencias contables
- Programas de apoyo al cliente (por ejemplo, aseguramiento de depósitos y fondos industriales de garantías).

Las medidas empleadas por los reguladores prudenciales son más típicamente fuertes y más inoportunas que las medidas equivalentes aplicadas por los reguladores de conducta en el mercado.

Inestabilidad sistémica

La cuarta fuente principal de falla del mercado es la inestabilidad sistémica. Partes del sistema financiero operan eficientemente sólo en la medida en que los participantes en el mercado confíen en su habilidad para desempeñar los papeles para los cuales fueron diseñadas.

Mientras más sofisticada sea la economía, mayor será su dependencia de promesas financieras, y mayor su vulnerabilidad a fallas del sistema financiero en el cumplimiento de sus promesas. La importancia de las finanzas y el potencial de que fallas financieras conduzcan a inestabilidad sistémica, introducen una "externalidad comprensiva" que justifica atención reguladora.

La inestabilidad sistémica surge cuando la falla de una institución en cumplir sus promesas lleva a un pánico general, porque los individuos temen que promesas similares hechas por otras instituciones tampoco se cumplan. Una crisis se produce cuando este tipo de contagio lleva al agotamiento o fracaso de instituciones que, de no ser por eso, serían sólidas.

Puede ser difícil determinar exactamente dónde surgen riesgos sistémicos o cuál podría ser el conjunto completo de causas. El riesgo de contagio generalmente es considerado como sumamente alto entre las instituciones receptoras de depósitos, debido al conflicto inherente de sus promesas de transformar activos ilíquidos en pasivos líquidos. Tal compromiso puede cumplirse en casi todas las circunstancias, siempre que se disponga de suficientes reservas líquidas, ya sea en el balance o a través de líneas de crédito. Sin embargo, cuando una proporción suficientemente grande de depositantes simultáneamente exigen conversión, la promesa no puede cumplirse sin asistencia externa. Puesto que todos los receptores de depósitos adolecen de la misma debilidad potencial, una crisis de confianza en una institución rápidamente puede extenderse a las demás.

Quizá la máxima vulnerabilidad a crisis sistémicas esté en el sistema de pagos. La integridad en el sistema de pagos, en el cual las obligaciones son liquidadas entre instituciones financieras, está en el corazón mismo de la estabilidad de los sistemas financieros modernos. La falla de instituciones involucradas en dicho sistema puede perturbar las liquidaciones de deudas y transacciones comerciales, trastornando de ese modo la economía en general.

Aunque el potencial de inestabilidad sistémica normalmente está asociado con servicios de pagos y recepción de depósitos, consecuencias igualmente perturbadoras pueden provenir de otros tipos de trastornos del mercado, como colapsos en los precios de las acciones e incluso la falla de una sola institución, cuando esa institución es partícipe de una compleja red de transacciones, incluidos compromisos derivados. En últimas, el riesgo sistémico es altamente preocupante cuando existe el máximo potencial para perjudicar a la economía real.

La defensa primordial contra la inestabilidad sistémica es el mantenimiento de un entorno macroeconómico sostenible, con una estabilidad razonable de precios en los mercados tanto de productos como de valores. Esta responsabilidad recae directamente sobre el gobierno, en su formulación de la política monetaria y fiscal. El tener un sistema prudencialmente sólido de instituciones financieras respalda también la estabilidad sistémica. Así, políticas diseñadas para combatir fallas del mercado surgidas de información asimétrica, automáticamente respal-

dan políticas diseñadas para combatir fallas del mercado surgidas de inestabilidad sistémica.

Más allá de estas medidas macroeconómicas y prudenciales generales, herramientas reguladoras adicionales muy apropiadas para resolver este tipo de falla del mercado son la facilidad de "prestamista de último recurso" y la regulación directa de los sistemas de pagos.

La facilidad de prestamista de último recurso constituye una fuente externa de fondos para el sistema financiero en la eventualidad de una crisis sistémica. En muchos casos, el simple hecho de que se disponga de esa facilidad es suficiente para reducir la probabilidad de contagio.

La regulación del sistema de pagos es parte integral del manejo de riesgo sistémico. En la gran mayoría de los países, los sistemas de pagos y liquidaciones abarcan liquidaciones entre bancos, liquidaciones de títulos y liquidaciones de divisas. En estos mercados los riesgos son excepcionalmente altos y la integridad de las liquidaciones es de importancia primordial. En muchos casos, las exposiciones se producen durante varios días y atraviesan fronteras internacionales. Hay disponibles numerosas técnicas para minimizar el riesgo de liquidación. Entre éstas están sistemas de entrega contra sistemas de pagos, sistemas de liquidación bruta en tiempo real y formación de redes. La regulación de los sistemas de pagos requiere que el regulador entienda el rango completo de aspectos técnicos involucrados y regule de tal manera que se usen las técnicas más expeditas. También requiere que los riegos inherentes sean entendidos y manejados lo más eficientemente posible.

Características del marco alternativo

Lo primero que hay que anotar acerca de este enfoque alternativo de la regulación es que el mismo atraviesa todos los objetivos del enfoque tradicional. Por ejemplo, en el enfoque convencional la protección del consumidor es identificada como un objetivo por separado. Sin embargo, como lo muestra el cuadro 2.1, ese objetivo se cumple en parte con la política de competencia, en parte con la política de conducta en el mercado y en parte con la regulación prudencial. Dentro del enfoque alternativo, la protección del consumidor es una consecuencia natural de enfrentar las diversas fuentes de falla del mercado que operan para desventaja de los consumidores. Similarmente, la eficiencia del mercado es una consecuencia de corregir las fallas del mercado.

La segunda característica es que el marco alternativo minimiza la superposición de objetivos y medidas reguladores. Al abordar la cuestión de qué regular estableciendo primero si hay o no necesidad de regular, las medidas reguladoras específicas se identifican mucho más claramente con la meta de corregir fuentes específicas de falla del mercado. Esta relación entre medidas y objetivos reguladores dentro del marco alternativo es ilustrada en el cuadro 2.2.

CUADRO 2.2
MEDIDAS Y OBJETIVOS REGULADORES: MARCO ALTERNATIVO

Medidas reguladoras	Comportamiento anticompetitivo	Conducta impropia en el mercado	Información asimétrica	Inestabilidad sistémica
Regulación de competencia				
Política de estructura del mercado	✓			
Reglas anticolusión	✓			
Reglas de impugnabilidad	✓			
Regulación de conducta en el mercado				
Estándares de revelación de información		✓		
Reglas sobre conducción de negocios		✓		
Gobierno/responsabilidades fiduciarias		✓		
Regulación prudencial				
Exigencias de entrada		✓	✓	✓
Exigencias de capital		✓	✓	✓
Restricciones de balance			✓	✓
Asociaciones entre instituciones			✓	✓
Exigencias de liquidez			✓	✓
Exigencias contables			✓	✓
Seguros/programas de apoyo			✓	✓
Regulación de estabilidad sistémica				
Prestamista de último recurso				✓
Supervisión del sistema de pagos				✓
Regulaciones redundantes				
Exigencias de adaptación al consumidor				
Topes para tasas de interés				
Depósitos				
Préstamos				
Exigencias de inversión				
Restricciones geográficas				

Nota: Las casillas en blanco indican medidas que fueron descartadas por los reguladores en las décadas del ochenta y noventa, o bien, que no contribuyen efectivamente a resolver las fallas del mercado que justifican regulación financiera.

Si bien el cuadro 2.2 da a entender que la superposición de técnicas y herramientas utilizadas para resolver las diferentes formas de falla del mercado financiero es mínima, de todas maneras es inevitable cierto grado de traslapo. La

superposición más obvia se da entre regulación prudencial y regulación de estabilidad sistémica. Mientras la primera se propone primordialmente corregir la asimetría de información, es altamente complementaria de la corrección de la inestabilidad sistémica. El hecho de que los dos objetivos sean complementarios no implica que las medidas reguladoras necesarias se dupliquen en su aplicación. Siempre que las medidas enunciadas como apropiadas para corregir la asimetría de información se apliquen para ese propósito, automáticamente respaldarán la estabilidad sistémica.

La característica final de este esquema alternativo es que muchas de las medidas reguladoras cubiertas dentro del enfoque convencional, en el alternativo se clasifican como redundantes (se incluyen en el cuadro pero no se muestra que contribuyan a los objetivos reguladores). Esta clasificación reconoce que muchas de las medidas relacionadas en el cuadro 2.1 fueron descartadas por los reguladores durante las décadas del ochenta y noventa, o bien, que no contribuyen efectivamente a corregir las fallas del mercado que justifican regulación financiera.

Uso de la regulación para alcanzar objetivos sociales

El único objetivo convencional no cubierto por el enfoque alternativo es el del logro de objetivos sociales. Aunque hay argumentos para usar la regulación con propósitos sociales, la experiencia internacional en esto no ha sido estimulante.

Los gobiernos restringidos presupuestariamente, a menudo han visto al sector financiero (en particular a los bancos) como una fuente de fondos extrapresupuestarios para cumplir iniciativas sociales. Frecuentemente el sector vivienda ha sido favorecido por los gobiernos en dos formas: a) otorgando licencias privilegiadas a instituciones que financien vivienda y concesiones tributarias a instituciones que presten para vivienda, y con tasas máximas de interés reguladas para préstamos para vivienda, o b) suscribiendo riesgos en mercados que canalicen fondos para vivienda. Muchos gobiernos también han subsidiado financiación para sectores específicos, como exportaciones, agricultura, o el sector de bajos ingresos. Finalmente, muchos países han impuesto a las instituciones financieras exigencias de reporte, en un esfuerzo por combatir el lavado de dinero y el crimen organizado.

Históricamente, muchos de estos esfuerzos han funcionado en contra de la intención de la política. Por ejemplo, los topes a las tasas de interés sobre préstamos para sectores particulares, las más de las veces han reducido el volumen de préstamos para esos sectores. Políticas de préstamo políticamente conectadas o motivadas pueden tener un impacto negativo tanto en la eficiencia como en la seguridad del sistema financiero (*ver* Santomero y Herring, 1999).

El consenso general acerca de la regulación para propósitos sociales es que debe evitarse o, si no, financiarse como una obligación específica de servicio a la comunidad, incluida dentro del presupuesto. La financiación completa elimina

no solamente la distorsión potencial, sino también mucho del incentivo para perseguir objetivos sociales en esta forma (que es sacarlos del presupuesto).

Trazado de los límites reguladores

El marco alternativo ofrece una base para evaluar cuándo se necesita regulación y la forma que debe adquirir esa regulación. Pero de todos modos, la tarea de decidir exactamente qué actividades financieras justifican todas o algunas de las formas de regulación sigue siendo difícil. El problema es dónde trazar los límites entre las actividades e instituciones que justifican la regulación de competencia, las que justifican la regulación de integridad en el mercado, las que justifican la regulación prudencial (para falla por información asimétrica), y las que justifican regulación para efectos de estabilidad sistémica.

Con una notable excepción, el trazado de estos límites es relativamente directo. En primer lugar, los límites de la regulación para estabilidad sistémica están relativamente bien definidos. Puesto que el banco central conduce la política monetaria y normalmente es la única agencia reguladora con capacidad para suscribir compromisos contra el sistema mismo, es por naturaleza la agencia que debe acometer la regulación sistémica. La extensión de prestamista de último recurso es cuestión de juicio crítico para el banco central, pero suele limitarse a grandes bancos, aunque pueden incluirse bancos más pequeños y otros receptores de depósitos. La regulación del sistema de pagos para efectos de estabilidad se extenderá asimismo a las instituciones involucradas en los diversos niveles de ese sistema.

En segundo lugar, todos los mercados de la economía exigen regulación de competencia. A este respecto, los mercados y las instituciones financieras no requieren regulación adicional para propósitos competitivos, fuera de los aplicados a otros mercados. Ciertamente, puede prepararse toda una argumentación para una regulación ligeramente más suave de competencia para las instituciones financieras, sobre la base de que, cuando hay de por medio asimetría de información, se requieren ciertas restricciones de entrada, con propósitos prudenciales.

En tercer lugar, todos los mercados de la economía exigen alguna forma de regulación de conducta en el mercado. Los fundamentos para esta forma de regulación en el sector financiero son un tanto más fuertes que para casi todos los demás mercados. La importancia de la información para el proceso de formación de precios y el campo para explotar la información sugieren la necesidad de un nivel más alto de regulación de integridad en el mercado para los mercados e instituciones financieras que para cualquier otro sector de la economía. Si bien todos los sectores del sistema financiero exigen este tipo de regulación, incuestionablemente habrá en ella variaciones de intensidad y forma para diferentes partes de la industria. Por ejemplo, los mercados bursátiles y los fondos de inversión

probablemente serán regulados con mayor intensidad en este sentido que el mercado para financiar a la pequeña empresa.

Es importante reconocer dos puntos:

- Tanto la regulación de competencia como la de conducta en el mercado son válidas para todos los sectores e instituciones del sistema financiero.
- Para muchas instituciones y productos financieros, estas dos formas de regulación serán suficientes para eliminar la mayoría de las fallas del mercado involucradas, si no todas.

El grupo "especial" en este marco es el de instituciones que ameritan regulación prudencial para corregir asimetrías de información. La base para trazar este último límite depende de la naturaleza de las promesas financieras específicas que haga cualquier institución financiera dada.

No todas las promesas financieras son igualmente intensas. Las promesas financieras pueden distinguirse de acuerdo con las siguientes características:

- La dificultad inherente para cumplir la promesa
- La dificultad que enfrenta el consumidor para evaluar la capacidad de crédito del prometedor
- La adversidad causada por el incumplimiento de una promesa.

Cada una de estas tres características conlleva riesgo. Mientras más difícil de cumplir sea una promesa, mayor será el riesgo para el consumidor y mayor el impacto de la asimetría de información. Algunas promesas financieras, como las reclamaciones comunes de renta variable, son relativamente fáciles de cumplir en el sentido de que contienen obligaciones muy generales y flexibles. Otras, como las de depósito a la vista (promesa de pagar un monto nominal fijo a discreción total del tenedor de la promesa), son muy onerosas.

Mientras más compleja sea la institución que hace la promesa, más difícil es para el tenedor de la misma evaluar la capacidad de crédito de dicha institución y, consecuentemente, más riesgoso. Algunas estructuras, como las fiduciarias, son relativamente transparentes, en tanto que otras son extraordinariamente complejas, como los conglomerados (o grupos industriales) financieros.

Finalmente, mientras mayores sean las consecuencias del incumplimiento de la promesa, mayor es el riesgo, no solamente para el individuo sino también para la comunidad. Las consecuencias del incumplimiento de una aseguradora en el pago de reclamaciones, por ejemplo, probablemente genere mucha mayor adversidad dentro de la comunidad que la falla de una compañía no financiera en cumplir sus obligaciones de capital.

Aunque trazar los límites en torno a instituciones que ameriten regulación prudencial es cuestión de juicio crítico, un principio guía útil es que las institucio-

nes que hacen promesas financieras justifican regulación prudencial solamente allí donde sus promesas sean juzgadas como de intensidad suficientemente alta en las tres características presentadas anteriormente. Solamente en estos casos el costo potencial de una falla del mercado superará los costos de eficiencia potencial de la regulación prudencial. El mismo principio suele aplicarse a la regulación en otras situaciones caracterizadas por fallas de información asimétrica, por ejemplo, seguridad aérea, drogas y servicios médicos.

La gran mayoría de los países ha incluido la banca dentro de la red de regulación prudencial. Muchos también han incluido los dos tipos de aseguradoras. Algunos han agregado a este conjunto de instituciones centrales diversas combinaciones de otros receptores de depósitos no bancarios, fondos de pensiones y comerciantes de títulos valores. No existe ninguna fórmula simple para definir los mejores límites para la regulación prudencial. Ciertamente es probable que los límites ideales difieran entre países y entre estructuras financieras, y pueden cambiar para un país dado a medida que evolucione su sistema financiero. Lo importante es que estos límites sean evaluados periódicamente para verificar su relevancia y eficiencia con respecto a los objetivos de la regulación.

Estructura reguladora

En principio, hay dos modelos fundamentalmente diferentes de estructura reguladora, uno basado en las instituciones y el otro en funciones reguladoras. El primero implica el establecimiento de agencias independientes para regular grupos institucionales diferentes, mientras que el segundo implica el establecimiento de agencias independientes para regular diferentes fuentes de falla del mercado. Aunque en principio existe la distinción entre regulación institucional y regulación funcional, la realidad es que casi todos los países tienen estructuras que combinan elementos de ambas.

El enfoque tradicional de la regulación ha sido institucional, al asignar agencias independientes a cada uno de los grupos institucionales prudencialmente regulados, por ejemplo bancos, compañías de seguros, comerciantes de títulos y, en algunos casos, fondos de pensiones. En la forma más pura de este modelo, el regulador institucional es responsable de regular no solamente el comportamiento prudencial de las instituciones de su grupo, sino también su conducta en el mercado y su comportamiento competitivo (y, siempre que sea relevante, su impacto sobre la estabilidad sistémica). En la gran mayoría de los casos, al tiempo con estos reguladores institucionales multifuncionales existen también reguladores con una única función, responsables de la regulación de conducta en el mercado, de la de competencia, o de ambas.

Una serie de factores, como innovación tecnológica, internacionalización y expectativas del consumidor, han puesto bajo presión este modelo tradicional,

especialmente en los últimos años. Los dos motores clave de cambio han sido la creciente importancia de los conglomerados financieros y el arbitraje regulador.

La conglomeración financiera ha generado la pregunta obvia de si la estructura reguladora debe o no reflejar más exactamente la estructura evolutiva de las industrias que se propone regular. El arbitraje regulador también se ha convertido en una fuente importante de preocupación entre los reguladores de mercados emergentes, dado que las instituciones con ánimo de lucro han buscado explotar las diferencias de regulación entre reguladores de productos financieros similares.

Conglomerados financieros

En algunos países, la separación de ciertos servicios financieros por institución está contemplada en la legislación. Pero lo más común es dejar al mercado el grado en que las instituciones combinen diferentes servicios y productos financieros en un balance, o en balances separados dentro de un mismo grupo financiero. En las últimas décadas ha habido una creciente tendencia hacia la conglomeración financiera. Esta tendencia ha sido reconocida como una respuesta natural a las economías potenciales de escala y cobertura en financiación, que surgen de la capacidad de las instituciones para producir el efecto de palanca en su base de clientes minoristas leales de un área, mediante la venta cruzada de servicios y productos de otras áreas financieras.

La estructura más común de conglomerado es aquella en la que los bancos establecen como subsidiarios servicios no bancarios de seguros, de comercio de títulos valores y otros (*ver* recuadro 2.2). Otras estructuras menos populares pero de todas maneras relativamente comunes, son aquellas en las que la sociedad matriz, corredora de seguros o de títulos, tiene como subsidiarias otras proveedoras de servicios financieros. En algunos países, la prestación de servicios de banca, comercio de títulos valores y otros ajenos a los seguros, se registra en un mismo balance. El único servicio que comúnmente no se combina con ninguno otro en el balance es el de los seguros, aunque frecuentemente se llevan a cabo actividades de aseguramiento dentro de una estructura de conglomerado, pero en una subsidiaria separada. La forma final de conglomerado es la estructura de *holding* no operativa, en la que diferentes servicios y productos financieros son ofrecidos por subsidiarias de una *holding* común, no operativa.

Arbitraje regulador

Una exigencia fundamental para la regulación eficiente es que la carga reguladora impuesta a cualquier institución debe relacionarse con el tipo y el grado de fallas del mercado involucradas, más que con la etiqueta institucional que porte la com-

RECUADRO 2.2
ESTRUCTURAS Y REGULACIÓN DE CONGLOMERADOS

Una de las fuerzas motoras que hay detrás de las reformas de regulación de los últimos años, ha sido la convergencia entre los productos financieros ofrecidos por bancos y por IFNB. Esta convergencia ha sido resultado, en parte, de la competencia, ya que las instituciones financieras se han ido metiendo cada vez más en el territorio de las otras; y en parte, de lo borrosos que se han vuelto los límites entre productos financieros por cuanto las innovaciones tecnológicas han reconfigurado el diseño y la entrega de productos.

A medida que se han ido borrando estos límites, la industria financiera ha venido evolucionado en dos direcciones principales: a) proveedores de *boutique* especializados en mercados de nichos, y b) conglomerados que ofrecen un supermercado virtual de productos financieros. La tendencia internacional hacia la amalgamación de agencias reguladoras entre los distintos grupos de la industria ha sido en parte un intento por acoplar la estructura reguladora con la estructura evolutiva de la industria. Incluso países que tradicionalmente forzaban una fuerte separación entre proveedores de diferentes tipos de servicios financieros, han empezado a dar cabida a los supermercados financieros.

Cómo regular mejor los conglomerados financieros es un desafío todavía relativamente nuevo para muchos reguladores y que verá una serie de respuestas en los próximos años. Un segundo desafío en este ambiente –desafío que tiene una historia un tanto más larga– es si limitar o no las formas permisibles de conglomeración. Las formas estructurales de conglomeración que se encuentran en todo el mundo van desde el modelo de banca universal, pasando por diversas formas de arreglos de sociedades matrices y subsidiarias, hasta el modelo de *holding* no operativa. Cada una de éstas tiene diferentes implicaciones reguladoras.

El modelo de banca universal, popular en Europa continental, típicamente permite comercio de títulos valores, banca de inversión y algunas otras actividades no bancarias, en el balance de un banco. La actividad que nunca está permitida en ese balance es la de seguros, aunque los países que permiten la banca universal normalmente permiten que se vendan seguros a través de subsidiarias de los bancos. La banca universal suele ser vista como un modelo más eficiente para levantar fondos para el grupo conglomerado, en términos tanto del costo de los fondos como del acceso a liquidez. También facilita el manejo de riesgos grupales y da acceso a un rango más amplio de diversificación de riesgos que los modelos bancarios más estrechos. Sin embargo, los desafíos reguladores son sustanciales, especialmente donde las actividades no bancarias cambian la naturaleza del perfil de riesgos del banco, o donde el banco expone significativamente a subsidiarias no reguladas. Para complicar más las cosas, la medición apropiada del capital del banco se torna debatible cuando el banco puede conseguir capital de un estrato inferior e invertir en subsidiarias.

La estructura de *holding* no operativa, de la que fue pionero Estados Unidos y cuya popularidad está creciendo en otras partes, provee una separación mucho más nítida de los miembros de un grupo financiero conglomerado. Reconociendo la creciente presión por conglomerados financieros en la industria, Estados Unidos aprobó la Ley Gramm-Leach-Bliley en 1999, para eliminar viejas limitaciones estatutarias sobre las actividades permitidas a grupos bancarios. La medida exige a los grupos financieros que deseen embarcarse en actividades tanto bancarias como no bancarias, organizar las actividades específicas en subsidiarias separadas de una *holding* no operativa. En particular, las actividades bancarias de inversión y la garantía de seguros pueden llevarse a cabo únicamente en subsidiarias de la compañía tenedora (*holding*). Algunas actividades de menor riesgo, como la suscripción de títulos municipales y negocios de agentes de seguros, se permiten

(*Continúa en la página siguiente*)

(*Continuación recuadro 2.2*)

en subsidiarias ya sea de la *holding* o del banco –sujetas a ciertas restricciones prudenciales. En esta forma, por lo menos parcialmente se aislan las actividades bancarias, en previsión de los riesgos que surjan de otras actividades financieras.

Una ventaja reguladora particular de este modelo es que las pérdidas y ganancias de las diversas líneas de negocios van directamente a la *holding*, no a la unidad bancaria. Respectivamente, las obligaciones de las unidades no bancarias no tienen ningún derecho de reclamación directa sobre la unidad bancaria. A diferencia del modelo de banca universal, la *holding* no operativa restringe los beneficios del seguro de depósito y cualesquiera subsidios implícitos o explícitos asociados del contribuyente a la operación bancaria.

Pese a todo, hay un bucle potencial para que los grupos industriales organizados de esta manera evadan la segregación de riesgos, haciendo que el banco asuma grandes exposiciones intergrupo para sus afiliadas no bancarias. En reconocimiento de este potencial, la Junta de la Reserva Federal formuló restricciones, en la sección 23A de la Ley de Reserva Federal, para gobernar ciertas transacciones que exponen a los bancos a asumir riesgos provenientes de sus afiliadas no bancarias. La sección 23A está diseñada para evitar el uso impropio de los recursos de un banco por transacciones con sus afiliadas sin que medie una distancia prudencial. Entre las transacciones cubiertas se cuentan la extensiones de crédito y compras de activos. La regulación impone límites cuantitativos (exposición como porcentaje del capital) y, en algunos casos, exigencias de garantía sobre transacciones contempladas en la norma, entre los bancos y sus afiliadas.

pañía; en otras palabras, el sistema debe demostrar, al máximo grado posible, neutralidad reguladora.

Dentro de la estructura reguladora institucional surgen faltas potenciales de neutralidad, debido a que instituciones sujetas a diferentes reguladores pueden hacer las mismas promesas. Por ejemplo, dentro del modelo institucional, receptoras de depósitos bancarias y no bancarias (como sociedades inmobiliarias, cooperativas de crédito y, en algunos países, incluso compañías financieras y fondos de inversión) normalmente tienen diferentes reguladores, pese al hecho de que hacen esencialmente las mismas promesas financieras. Hay países en los que el potencial de conflicto se ve exacerbado por la presencia de reguladores tanto estatales como federales. En Estados Unidos se destaca este potencial, dado que tienen 50 reguladores distintos para seguros y dos reguladores federales diferentes, lo mismo que múltiples reguladores estatales para la banca. Es improbable que aún los esfuerzos más asiduos de coordinación logren evitar diferencias de aplicación entre semejante diversidad de reguladores, cada uno sujeto a sus propios procesos legislativos y limitaciones de recursos.

Toda vez que una institución financiera pueda elegir entre diferentes reguladores, ya sea alterando su forma corporativa, su jurisdicción reguladora, o sencillamente su etiqueta institucional, hay un incentivo para el arbitraje entre los reguladores prudenciales, a fin de minimizar la carga reguladora. Este problema se exacerba en situaciones de conglomerado, donde una sociedad matriz altamente regulada puede reducir su carga reguladora desviando negocios hacia una

subsidiaria no regulada. En cierto número de países asiáticos fue común el arbitraje regulador de este tipo y contribuyó a la profundidad de la crisis financiera de finales de la década del noventa.

El meollo del problema está en que, en la estructura tradicional, las jurisdicciones de los reguladores están definidas por los grupos institucionales a los que ellos están adscritos. Así, por ejemplo, un regulador bancario habitualmente está limitado a regular bancos, no a regular productos de tipo bancario. Esto deja una oportunidad de arbitraje para que nuevas instituciones ofrezcan productos de tipo bancario bajo una etiqueta diferente, manteniéndose de ese modo por fuera de la jurisdicción del regulador principal. Cuando instituciones nuevas, no reguladas, incurren en riesgos mayores al evitar o minimizar la regulación, pueden poner en riesgo la estabilidad del sistema financiero como un todo. La resolución de este conflicto exige bien sea una amalgamación de reguladores a un nivel en el que los vacíos de regulación sean mínimos, o bien una redefinición de los límites jurisdiccionales por promesas financieras más que por grupos institucionales. Por ejemplo, cualquier institución que ofrezca promesas de depósito, para efectos de regulación puede definirse como un banco. Asimismo, para efectos de regulación, cualquier institución que haga promesas tipo aseguramiento puede definirse como una compañía aseguradora.

La estructura institucional enfrenta no solamente potenciales faltas de neutralidad entre reguladores prudenciales en competencia, sino también una fuente fundamental de falta de neutralidad entre los reguladores prudenciales y otros reguladores funcionales. Por ejemplo, es improbable que un regulador prudencial asuma el mismo enfoque que uno de conducta en el mercado, a la hora de regular el comportamiento en el mercado y la revelación de información de un banco o de una compañía de seguros. Más aún, es menos probable que el prudencial tenga la experticia, o que asigne la misma cantidad de sus escasos recursos a asuntos de integridad en el mercado, que el especializado en conducta en el mercado. En forma similar, debido a su interés natural en la estabilidad y solidez industriales, un regulador prudencial se inclina más a imponer elevadas barreras de entrada y le preocupa menos la concentración industrial que a uno especializado en competencia. Consecuentemente, los países en los que para ciertos grupos industriales se delegan estas responsabilidades a reguladores prudenciales, suelen enfrentar quejas sobre falta de neutralidad reguladora.

La situación se complica más por el hecho de que pocos reguladores prudenciales reciben la delegación total de los aspectos de conducta en el mercado y de competencia. Por ejemplo, cuando las instituciones de la industria que está siendo regulada prudencialmente adquieren una forma corporativa, sus exigencias de revelación de información para levantar fondos de renta variable tienden a estar gobernadas por el regulador de conducta en el mercado. Igualmente, algunos países someten las fusiones de instituciones prudencialmente reguladas al escrutinio de uno o más procesos externos.

Las respuestas a los desafíos de los conglomerados y al arbitraje regulador han asumido tres formas principales: el modelo de regulador en jefe, el de regulador institucional integrado y el de regulador funcional. Aunque estos modelos son conceptualmente distintos, la inevitable realidad es que algunos países han creado estructuras que combinan rasgos de dos de ellos, o de los tres.

Modelo de regulador en jefe

Uno de los más grandes desafíos que la conglomeración financiera plantea al modelo institucional tradicional es el potencial para fallas de reguladores individuales en cuanto a atender a los riesgos que conlleva el grupo completo.

Entre los países que han mantenido una estructura reguladora de base fundamentalmente institucional, muchos han adoptado el enfoque de un regulador en jefe, por el cual uno de los reguladores institucionales asume la responsabilidad del grupo como un todo, lo mismo que de la coordinación entre los reguladores involucrados –convirtiéndose de ese modo en el regulador de facto del conglomerado. De esta forma, mientras que un único regulador se pone a la cabeza, la regulación de las instituciones subsidiarias individuales es delegada a los reguladores institucionales relevantes.

Para que este modelo opere satisfactoriamente tiene que haber un alto nivel de cooperación entre los reguladores involucrados, y tanto capacidad legislativa como disposición a compartir información. También es importante que el regulador en jefe tenga los poderes legales necesarios para tomar medidas contra el grupo en la eventualidad de un problema.

Si bien el modelo de regulador en jefe hace frente al problema de los grupos industriales (aunque pocos lo ven como una solución adecuada), no enfrenta el problema de arbitraje regulador.

Modelo de regulador integrado

El término de "regulador integrado" se ha usado para cubrir un amplio rango de estructuras reguladoras. En el extremo mínimo del espectro, se ha aplicado a reguladores que combinan regulación tanto de banca como de seguros (por ejemplo, la Oficina del Superintendente de Instituciones Financieras, en Canadá). Al otro extremo del espectro, el término incluye "superreguladores" (como la Autoridad Monetaria de Singapur) que combinan bajo un mismo techo toda la regulación prudencial, de conducta en el mercado, y de estabilidad sistémica.

Como lo anotan Taylor y Fleming (1999), muchos de los países que han optado por alguna forma de regulación integrada han citado la necesidad de regular más efectivamente los grupos industriales financieros y el deseo de extractar eficiencias reguladoras como las principales fuerzas motoras de la integración. Aunque no

se lo cite con la misma frecuencia que como motivación para la integración reguladora, para minimizar el arbitraje regulador este modelo ofrece una base mucho más sólida que el institucional. Puesto que un único regulador tiene jurisdicción sobre un rango más amplio de instituciones, tiene el poder para asegurar que todas las instituciones reguladas observen las mismas imposiciones con respecto a promesas financieras similares. No obstante, puesto que siguen siendo instituciones (si bien de un rango mucho más amplio) las que definen los reguladores integrados, aún puede haber potencial para que instituciones no reguladas compitan a los lados, sin cargar con el costo completo de la regulación. Este marco exige legislación de respaldo que defina claramente las instituciones reguladas por los productos y servicios que ellas proveen.

De acuerdo con Taylor y Fleming, a mediados de 1999 trece países habían adoptado la integración de la regulación como mínimo bancaria y de seguros; todos ellos, excepto dos, han agregado la regulación del comercio de títulos y parte, si no toda la de integridad en el mercado, al regulador integrado básico. Comoquiera que sea, el número de reguladores integrados parece que habrá de crecer notablemente durante los próximos años, ya que hay un número significativo de países que están en el proceso de restructurar de acuerdo con estas tendencias, o considerando la posibilidad de hacerlo. El cuadro 2.3 muestra una clasificación aproximada de estructuras reguladoras en todo el mundo a mediados de 1999.

CUADRO 2.3
ESTRUCTURAS REGULADORAS EN TODO EL MUNDO, MEDIADOS DE 1999

Estructura reguladora	Número de países
Agencias institucionales separadas	35
Combinación de títulos y seguros	3
Combinación de banca y títulos	9
Combinación de banca y seguros	13
Agencia única	
Banco central	3
Otra	10

Fuente: Courtis (1999).

El argumento para la regulación integrada, por lo menos con respecto a la regulación prudencial, es relativamente directo. Mediante la alineación de la estructura reguladora con la estructura de conglomeración de la industria, el regulador, en principio, debe estar mejor capacitado para regular el grupo conglomerado como un todo. Es más, reuniendo a todos los reguladores prudenciales bajo un mismo techo, la agencia reguladora debe poder derivar eficiencias en el uso de recursos

de regulación escasos. Ofreciendo una carrera más amplia, dentro de una organización más grande y presumiblemente más prestigiosa, también debe poder atraer personal mejor calificado. Finalmente, su mayor alcance debe también minimizar vacíos y traslapos y, con ello, minimizar también el arbitraje regulador.

La principal desventaja de la regulación integrada es el potencial para que los consumidores asuman erróneamente que todos los servicios y productos financieros regulados por el mismo regulador son objeto del mismo grado de respaldo público. Esta percepción errónea potencial puede elevar entonces el problema de riesgo moral que enfrentan los reguladores prudenciales.

Si bien la argumentación teórica de la integración es atractiva, todavía está por alcanzarse la verdadera integración de la metodología reguladora, la cual es necesaria para una verdadera neutralidad reguladora. En algunos países, el paso hacia la integración total se ha visto obstaculizado por estructuras internas que han conservado agrupaciones institucionales; y en otros, por diferencias legislativas entre grupos institucionales. Al margen de estas limitaciones, hasta la fecha la experiencia con la regulación integrada parece haber sido positiva; la mayoría de los países se reporta satisfecha con sus esfuerzos por crear una capacidad reguladora y extraer eficiencias.

El argumento para la integración entre diferentes funciones reguladoras, como la prudencial y la de conducta en el mercado, es menos atractivo que el argumento para la integración dentro de funciones reguladoras. Aunque incrementa el potencial de eficiencias reguladoras, la variante "superregulador" de este modelo necesita reconciliar las diferentes culturas y métodos inherentes al enfrentar las distintas formas de falla del mercado. La versión "superregulador" no solamente genera potencial de conflicto entre los objetivos de las diferentes funciones reguladoras, sino que además exacerba el problema de riesgo moral, al llevar aún más lejos la red abarcada por el regulador prudencial.

Modelo de regulador funcional

La tercera respuesta ha sido estructurar a los reguladores en estricta consonancia con las cuatro fuentes de falla del mercado: uno para competencia, uno para conducta en el mercado, uno para información asimétrica y uno para estabilidad sistémica. El rasgo distintivo de este modelo es que cada regulador regula una función única, independientemente de las instituciones involucradas. Así, por ejemplo, el regulador de competencia es responsable de los aspectos de competencia en bancos, aseguradoras, comerciantes de títulos y todo otro sector de la economía.

La fortaleza de este enfoque es que reúne bajo un mismo techo a todos los reguladores especializados en la misma forma de regulación, ofreciendo de ese modo eficiencias, y fomenta la neutralidad reguladora, sin crear conflictos entre

los objetivos reguladores propios de cada agencia. Definir a los reguladores por función les ofrece también amplio campo para minimizar el arbitraje regulador, siempre que estén dispuestos a armonizar completamente los estándares para todos los grupos industriales que caigan dentro de su jurisdicción.

Hasta ahora Australia parece ser el único país que ha adoptado este modelo en su forma más pura, aunque varios de los superreguladores han replicado efectivamente este tipo de modelo estableciendo regulación funcional dentro de sus estructuras internas (*ver* recuadro 2.3).

Pese a que el modelo funcional es atractivo y pone a las agencias reguladoras en línea con las fallas del mercado, no está enteramente libre de conflictos. De hecho, es virtualmente imposible eliminar del todo las superposiciones y conflictos de regulación. Algunos surgen automáticamente entre los objetivos de la regulación de competencia, los de la regulación de conducta en el mercado y los de la regulación prudencial. Casi todas las estructuras de base institucional procuran resolver estos conflictos concediendo a los reguladores prudenciales jurisdicción sobre la competencia y la conducta en el mercado para las instituciones involucradas. Esto elimina el conflicto para las instituciones, pero lo hace al costo de falta de uniformidad en la aplicación de las demás formas de regulación. Por ejemplo, un regulador prudencial puede sentirse tentado a perseguir las contravenciones a las exigencias de revelación de información menos vigorosamente para los bancos que lo que lo haría un regulador dedicado a conducta en el mercado, debido al potencial para que una acción punitiva pública debilite la posición prudencial del banco en cuestión.

La estructura reguladora funcional procura resolver el conflicto dividiendo la regulación de cada industria entre los diversos reguladores, de manera que cada uno regula el componente del comportamiento de la institución que caiga dentro de su jurisdicción. Aunque esto también elimina el conflicto, lo hace sometiendo a cada industria a múltiples reguladores y creando conflictos potenciales entre ellos. Por ejemplo, un regulador bancario que busque una fusión expedita entre dos grandes bancos para evitar una insuficiencia de capital, puede ver bloqueados sus planes por el regulador de competencia.

La versión "superreguladora" de la regulación integrada busca resolver el conflicto haciendo que una agencia reguladora cubra la gran mayoría, si no todas las áreas de regulación. Una vez más, esto resuelve el conflicto pero al posible costo de conflictos internos de estilo, a medida que la agencia intente reconciliar enfoques reguladores fundamentalmente diferentes (enfoques que implican llevar la iniciativa, y enfoques reactivos). Existe la posibilidad de que los conflictos que se producen entre agencias dentro de las estructuras alternativas, en este caso se conviertan simplemente en conflictos entre los departamentos de un superregulador.

RECUADRO 2.3
REGULACIÓN FUNCIONAL: LA EXPERIENCIA AUSTRALIANA

Durante 1996, el gobierno australiano comisionó a un comité para que revisara la experiencia del país con la desregulación financiera, evaluara las fuerzas de cambio para el sistema financiero durante la década siguiente, más o menos, y recomendara una estructura reguladora para adaptarse a esos cambios (*ver* Financial System Inquiry, 1996, 1997).

El comité –informalmente conocido como Comité Wallis– se reportó en marzo de 1997, presentando 115 recomendaciones que iban desde la estructura competitiva del sistema financiero hasta cambios legislativos detallados. Para el momento de escribir este libro, el gobierno australiano ha implementado todas estas recomendaciones, con excepción de muy pocas. En el centro de tales recomendaciones estaba la propuesta de realinear la estructura híbrida que tenía Australia, de reguladores prudenciales de base institucional y reguladores de integridad y competencia basados más en las funciones, en un grupo consolidado de reguladores funcionales.

La motivación primordial para el cambio fue la aceptación de que el conglomerado financiero se estaba convirtiendo rápidamente en la forma dominante de proveedor de servicios financieros y que las fuerzas de cambio en el sistema financiero tensarían intolerablemente la estructura reguladora, a menos que ésta estuviera más en línea con las fuentes subyacentes de falla del mercado. El comité era particularmente consciente de la necesidad de agencias reguladoras que se concentraran en corregir las fallas del mercado y que minimizaran el potencial para impedir la innovación y para aumentar innecesariamente el costo de los servicios financieros proveídos. Consecuentemente, buscó recomendar una estructura que facilitara la entrada de nuevos participantes en el mercado y nuevas formas de prestar servicios financieros, así como la información financiera en general, sin sacrificar la seguridad ni la solidez financieras.

En julio de 1998, con base en las recomendaciones del comité, el gobierno instituyó una estructura reguladora funcional basada en cuatro agencias:

- La Comisión Australiana para la Competencia y el Consumidor, ACCC (Australian Competition and Consumer Commission), que es responsable de regular la competencia y proteger a los consumidores en toda la economía.
- La Comisión Australiana para Títulos e Inversiones, la cual es responsable de regular la conducta en el mercado, incluida la protección al consumidor, dentro del sistema financiero.
- La Autoridad Australiana para la Regulación Prudencial, la cual es responsable de asegurar la solidez prudencial de todo esquema de recepción de depósitos, de seguros generales y de vida, y de pensiones.
- El Banco de la Reserva de Australia, RBA (Reserve Bank of Australia), el cual es responsable de estabilizar el sistema.

El comité contempló un amplio rango de aspectos para llegar a sus recomendaciones. Entre los más difíciles estaban si separar o no la supervisión bancaria de la política monetaria; dónde trazar los límites entre esas instituciones y los servicios financieros que ameritan supervisión prudencial, y cómo asegurar de la mejor manera la cooperación entre agencias.

El comité reconoció la existencia de sinergias significativas entre regulación bancaria y política monetaria. Junto con la credibilidad de que disfruta el RBA como regulador bancario exitoso, había un argumento fuerte para conservar la supervisión bancaria dentro del RBA. Sin embargo, era igualmente poderoso el argumento de que el crecimiento de conglomerados financieros exigía un enfoque más coherente de la regulación prudencial que el que podían proveer diferentes agencias.

(*Continúa en la página siguiente*)

(*Continuación recuadro 2.3*)

Si bien el comité consideró la posibilidad de agregar a las responsabilidades del RBA la regulación de aseguradoras y otras receptoras de depósitos, ello habría conllevado el peligro de distraer al RBA de su papel primordial de política monetaria. En últimas, el comité decidió que una nueva agencia dedicada a todas las formas de regulación prudencial y un banco central currentilíneo, responsable de la estabilidad sistémica a través de su control de la política monetaria y el sistema de pagos, ofrecían una estructura mejor enfocada y más flexible.

Trazar los límites de la regulación prudencial también fue difícil. Si bien las razones para incluir toda institución receptora de depósitos y toda forma de aseguramiento dentro de la red prudencial eran muy fuertes, la argumentación para las pensiones lo era mucho menos. La situación se complicaba por la forma en que había evolucionado el sistema de pensiones australiano desde mediados de la década de 1980. Para reducir la carga sobre un creciente programa público de pensiones carente de fondos, gobiernos australianos sucesivos habían estimulado la provisión privada mediante concesiones tributarias y una serie de aportes obligatorios para pensiones impuestos a los empleadores, como una forma de contrarrestar las reclamaciones de pagos. El dueño de la pensión, en últimas, cargaba con el riesgo del mercado de tales pensiones. Pese a que esto constituía una fuerte justificación para tratar las pensiones como cualquier otra forma de inversión, el hecho de que los aportes para pensiones fueran obligatorios y de que la elección de fondo estuviera restringida, significaba que el gobierno conservaba como mínimo una responsabilidad implícita asociada con el riesgo de fraude y mal manejo. Por estas razones, el comité recomendó incluir las pensiones privadas en la responsabilidad prudencial de la Autoridad Australiana para la Regulación Prudencial.

Finalmente, para estimular la cooperación entre agencias, el comité recomendó establecer la nueva agencia prudencial con una junta que incluyera representantes por razón de su oficio, de la Comisión Australiana para Títulos e Inversiones y del RBA.

La nueva estructura ha estado vigente desde julio de 1998 y hasta la fecha ha funcionado efectiva y eficientemente. De acuerdo con las expectativas del Comité Wallis, alinear en una misma corriente la vieja estructura reguladora reducía significativamente los costos de regulación y facilitaba la entrada de nuevos participantes en el campo, sin reducir la seguridad ni la solidez. De hecho, podría argumentarse que la seguridad y la solidez mejoraron como resultado de la armonización de los estándares prudenciales no solamente al interior de grupos institucionales sino también entre grupos. En 1999, la Autoridad Australiana para la Regulación Prudencial ayudó a formar un grupo internacional de reguladores integrados y en general se la considera en la frontera de la política reguladora integrada.

Selección de la estructura reguladora apropiada

No existe una estructura reguladora ideal apta para todos los sistemas financieros. La estructura ideal es cuestión de juicio crítico, y es necesario tener en cuenta el estado de desarrollo financiero, el ambiente legislativo y el rango disponible de destrezas reguladoras.

Cuando el sistema financiero se basa fundamentalmente en la banca, es menos probable que las razones para la regulación integrada sean apremiantes. En primer lugar, es improbable que un sistema dominado por la banca enfrente un problema mayor de pérdida de nitidez institucional. En un sistema de esa natura-

leza también puede haber beneficios que derivar de mantener un vínculo más estrecho entre la regulación prudencial de los bancos y la regulación de estabilidad sistémica. A excepción de Singapur (que tiene la ventaja de un sistema financiero centralizado relativamente pequeño), los países que han adoptado la regulación integrada la han establecido dentro de una nueva agencia, independiente del banco central. Si bien esta separación ayuda a mantener el enfoque regulador de la agencia y a asegurar que éste encierre una amplia perspectiva de todas las instituciones reguladas (no únicamente los bancos), lo hace a costa de separar la visión prudencial de los bancos de las responsabilidades sistémicas del banco central. En un sistema financiero dominado por la banca, los beneficios de mantener la regulación bancaria dentro del banco central pueden pesar más que los beneficios de la regulación integrada.

Cuando el objetivo del gobierno es fomentar un sector no bancario fuerte y competitivo, es probable que la argumentación para la regulación integrada y sus beneficios asociados de neutralidad reguladora y eficiencias de escala sean más fuertes.

Respaldo regulador

La efectividad reguladora se refiere a qué tan bien y qué tan efectivamente en función de los costos cumple el regulador de un grupo intermediario o de un producto financiero particular, su objetivo de contrarrestar fallas del mercado.

La cuestión de costos es crucial y a menudo se pasa por alto. Es fácil para un regulador pensar en la efectividad reguladora sencillamente como eliminar fallas del mercado (por ejemplo, asegurar que las compañías de seguros cumplan sus promesas bajo todas las circunstancias posibles). Pero la efectividad reguladora exige que el costo de eliminar la falla del mercado no sea superior al costo de la falla misma.

En últimas, la efectividad se reduce a dos cosas: el respaldo o soporte disponible para el regulador (efectividad del respaldo político, legal y financiero en términos de habilitar al regulador para llevar a cabo sus deberes) y la implementación reguladora (efectividad de las herramientas y técnicas empleadas por el regulador). Esta sección se refiere al respaldo regulador, en tanto que la siguiente trata el aspecto de implementación.

Los aspectos cruciales de soporte que afectan la capacidad de un regulador para funcionar efectivamente, incluyen soporte político, respaldo legislativo apropiado, financiación adecuada, destrezas apropiadas y procesos de revisión apropiados. Estas exigencias de respaldo constituyen un conjunto de prerrequisitos para la regulación efectiva.

Soporte político

Es de importancia fundamental que el gobierno y el regulador compartan la misma filosofía con respecto a la forma particular de regulación de que se trate. Esto significa compartir una visión común acerca de los papeles y objetivos de la regulación. Significa también mantener abiertos los canales de comunicación, de tal manera que el gobierno esté al tanto de los problemas que enfrente el regulador así como de toda evolución en el enfoque del regulador y en las industrias reguladas. Finalmente, significa tener líneas claras de responsabilidad y rendición de cuentas entre el regulador y el gobierno. La combinación ideal de responsabilidad y rendición de cuentas es una en la que el regulador sea demostrablemente independiente en sus acciones, pero totalmente responsable ante el gobierno por los resultados de esas acciones.

Es crucial que el gobierno se mantenga dispuesto a respaldar al regulador en caso de que se necesiten cambios legislativos, ya sea para corregir deficiencias legislativas en los poderes del regulador o para ajustar la legislación de manera que se adapte a la evolución en el sistema financiero.

La estructura reguladora establecida por el gobierno es otro factor importante que influye en la efectividad del regulador. En particular, muchas estructuras tienen múltiples reguladores con áreas de jurisdicción potencialmente en conflicto. La duplicidad reguladora no solamente es costosa sino que, además, puede crear incertidumbre e inconsistencia.

A nivel general, un gobierno que da soporte asegura también que el regulador tenga lazos funcionales con otros organismos no reguladores cuyas políticas y decisiones influyan en la efectividad del regulador. Son relevantes aquí los organismos industriales y gubernamentales que se ocupan de asuntos como estándares contables y leyes sobre bancarrota.

Respaldo legislativo

Posiblemente el respaldo más fundamental que cualquier regulador necesita es el poder legal para llevar a cabo sus funciones efectivamente. Esto da al regulador no solamente el poder de regular sino también la habilidad para proteger la propia exposición del gobierno.

Los poderes que un regulador requiere para cumplir sus objetivos pueden variar considerablemente, de acuerdo con la naturaleza de la falla del mercado involucrada. Por ejemplo, el respaldo legislativo para un regulador cuyo foco primordial sea la integridad en el mercado, típicamente incluye el poder para acometer lo siguiente:

- Regular la revelación de información para títulos y productos de inversión minorista.

- Regular la conducta en el mercado para promover descubrimiento de precios, transacciones y liquidación de títulos, ordenados y eficientes.
- Determinar las condiciones de concesión de licencias y supervisión de instituciones financieras y casas de cambio.
- Regular a los participantes en asesoría y mercado de inversiones.
- Regular el establecimiento y el cumplimiento de programas de inversión colectiva.
- Regular la conducta en negociaciones con consumidores y la prevención de fraude.
- Tomar medidas de embargo contra operaciones sospechosas de fraude.
- Incautar y disponer de bienes adquiridos por fraude.
- Imponer multas por conducta inapropiada.
- Aprobar y supervisar códigos de conducta industriales.
- Delegar funciones de acreditación y disciplinarias a organismos autorreguladores, siempre que sea apropiado.
- Establecer marcas para el desempeño de organismos autorreguladores.

Las actividades de los reguladores de integridad en el mercado implican inevitablemente perseguir a aquellos que rompen las reglas. Por tanto, el respaldo legislativo tiene que proveer al regulador de integridad en el mercado de los poderes suficientes para imponer el cumplimiento. Esto incluye que la legislación contemple suficiente claridad de intención y también sanciones suficientemente fuertes.

Estos requerimientos están lejos de ser sencillos de implementar y requieren fuerte soporte del poder judicial. Por ejemplo, casi todos los reguladores de conducta en el mercado están facultados para procesar el comercio entre poseedores de información privilegiada en los mercados accionarios. Pero en la práctica, en la mayoría de las cortes es extremadamente difícil probar esa clase comercio. Mientras mayor sea la claridad de la ley, más duros los castigos, y más extensivos los poderes del regulador para acceder a información y perseguir malandrines potenciales, más efectivo es el papel del regulador en la prevención de tales abusos.

El respaldo legislativo para un regulador cuyo foco primordial es la regulación de competencia, incluye típicamente los siguientes poderes:

- Establecer reglas sobre la estructura competitiva de las industrias.
- Prevenir fusiones de instituciones financieras.
- Forzar al retiro de inversiones cuando la concentración de la industria deja de ser competitiva.
- Prohibir la colusión sobre el precio o la naturaleza de promesas hechas por instituciones financieras.

Los reguladores prudenciales difieren fundamentalmente de los de integridad en el mercado y de los de competencia. Aunque el enfoque regulador de los últimos puede incluir algunos elementos de toma de la iniciativa, como la concesión de licencias o la aprobación de mercados y fusiones, su posición primordial es reactiva –perseguir a los participantes en el mercado que rompan las reglas establecidas por el regulador. La naturaleza reactiva de estos reguladores es una consecuencia natural del objetivo de la eficiencia –el costo de vigilar el cumplimiento de estas normas para prevenir transgresiones normalmente es tan alto, que los costos de la falla del mercado resultan comparativamente mínimos. Este no es el caso con los reguladores prudenciales.

En lo que se refiere a la regulación prudencial, normalmente se considera tan alto el costo de las fallas del mercado debidas a información asimétrica (y los posibles riesgos sistémicos involucrados), que el gobierno interpone un regulador entre el prometedor y el tenedor de la promesa para eliminar, o al menos reducir sensiblemente, la necesidad de que el tenedor juzgue los riesgos. Esto crea una transferencia implícita del riesgo, del individuo al gobierno, dado que los acreedores de una institución fracasada que haya sido regulada prudencialmente tienen el incentivo natural de volcarse sobre el gobierno para reclamar la restitución de sus fondos. Muchos gobiernos han procurado hacer explícita esta obligación (y limitarla en el proceso), instituyendo programas públicos de seguro o garantía para los acreedores de instituciones prudencialmente reguladas.

Debido a tal obligación implícita para el gobierno, la regulación prudencial tiende a llevar la iniciativa, a ser más preventiva que reactiva. Evitar el incumplimiento de promesas en sectores en los que hay asimetría de información, o bien, inestabilidad sistémica potencial, implica que el regulador tenga el poder para responder rápida y flexiblemente a circunstancias cambiantes. Esto incluye poder para fusionar instituciones en apuros antes de que su capital se haya agotado completamente.

Típicamente, los poderes de ejecución efectivos para un regulador prudencial incluyen lo siguiente:

- Inspeccionar
- Requerir información
- Mandar (por ejemplo, que cesen ciertas actividades)
- Remover directores y auditores
- Suspender operaciones
- Nombrar un administrador
- Transferir compromisos.

La naturaleza preventiva de la regulación prudencial ha suscitado un debate sobre el respaldo legislativo ideal. Mientras que un regulador de integridad en el mercado o de competencia necesita que todos sus poderes y reglas estén clara-

mente definidos en la legislación, un regulador prudencial normalmente busca resolver los problemas antes de que se conviertan en casos para acción legal. Esto plantea un conjunto diferente de exigencias sobre la naturaleza de las reglas mismas para el caso de la regulación prudencial.

Actualmente los reguladores prudenciales en todo el mundo operan dentro de uno de dos modelos: el de "ley en negrilla" o el de "pautas". El primero (que se usa extensivamente en la regulación de compañías de seguros) pone todas las reglas prudenciales en la ley que rige bien sea a la institución financiera particular o sus regulaciones. El segundo (más adoptado para regulación bancaria) habitualmente implica conferir al regulador, desde el texto de la ley, un poder regulador muy amplio. Luego el regulador implementa este poder promulgando pautas o estándares prudenciales. En algunos países, los estándares tienen el mismo estatus legal que las regulaciones; en otros, derivan su carácter de forzoso cumplimiento de la facultad del regulador para imponer su voluntad mediante una regulación, de ser necesaria.

Desde el punto de vista regulador, el rasgo más atractivo del enfoque de pautas, por encima del de la ley en negrilla, es la flexibilidad que le confiere al regulador. En primer lugar, el regulador puede emitir o enmendar rápidamente una pauta, sin necesidad de tramitar legislación alguna a través del parlamento. En segundo lugar, no debe haber ninguna disputa sobre la interpretación de una pauta. Si en la letra de la misma hay alguna ambigüedad, el regulador puede emitir una nota interpretativa para aclarar la materia, o bien, enmendar la pauta. La jurisdicción última para la interpretación es del regulador. En contraste, cuando la interpretación de una regulación es motivo de disputa, la jurisdicción para la interpretación es, en últimas, de las cortes. Algunos de los fracasos reguladores más espectaculares del mundo pueden rastrearse hasta la inhabilidad de los diseñadores legales para diseñar legislación suficientemente estricta para su ejecución efectiva.

Financiación

Un prerrequisito fundamental para la efectividad reguladora es financiación adecuada. Sin recursos financieros suficientes, el regulador no podrá atraer personal con las destrezas requeridas, acometer análisis o inspecciones en el caso de los reguladores prudenciales, perseguir conducta de mercado impropia en el caso de fraude, ni forzar al retiro de inversiones en el caso de monopolio.

Hay dos modelos principales para financiar las agencias reguladoras en todo el mundo. El primero asigna recursos para el regulador a través del presupuesto del gobierno. El segundo recupera el costo de la regulación en la industria misma, mediante impuestos.

La ventaja del enfoque presupuestario es que impone el costo de la regulación a los contribuyentes, quienes son en últimas los beneficiarios de la regulación. La desventaja es que en cada ronda presupuestaria los reguladores se ven forzados a competir con programas sociales, por fondos. El modelo presupuestario también conlleva un conflicto potencial. En tiempos de escasez financiera, el bajo perfil público de la regulación la convierte en blanco perfecto para recortes de presupuesto. La merma de recursos reguladores durante una recesión puede llevar al fracaso regulador a medida que la economía se recupere y la actividad financiera se incremente.

La ventaja del modelo financiado en la industria es que elimina la financiación del regulador a través del proceso presupuestario del gobierno, asegurando de ese modo un nivel de fondos más estable a lo largo del ciclo empresarial. Otra ventaja es que, puesto que la industria asume directamente el costo, juega un papel natural de vigía del costo de la regulación. La desventaja está en que el costo de la regulación no recaiga sobre los beneficiarios sino sobre la propia industria regulada. Esta debilidad se mitiga en parte con la habilidad de la industria para transferir ese costo a sus clientes (cosa que debe ocurrir siempre que el sistema sea neutral desde el punto de vista regulador).

Base de destrezas

Para su efectividad, cada regulador depende decisivamente de su personal. Un regulador efectivo requiere una cultura reguladora sólida entre su personal y un conjunto apropiado de destrezas para enfrentar los que a menudo pueden ser asuntos extremadamente complejos.

Una cultura apropiada del personal es un concepto fácil de discutir pero muy difícil de alcanzar. La cultura ideal para un regulador es aquella en la que el personal está totalmente consciente de, y comprometido con, la filosofía reguladora de la agencia y el logro de sus objetivos reguladores. Es la cultura movida por un compromiso con los resultados, no con los insumos. En la práctica, muchos reguladores en todo el mundo están equipados con personal del sector público que viene de una cultura que suele no ser afín con el modelo ideal.

Reconociendo esta limitación y la desmotivación que crea para una regulación de alta calidad, cada vez más gobiernos en todo el mundo están permitiendo que las agencias reguladoras rompan con sus agrupaciones de servicio público centralizado. Los reguladores, a su turno, están adoptando estructuras industriales estilo sector privado, que retribuyen la excelencia y el compromiso, y están tratando de cambiar su foco de atención de los insumos (como tiempo gastado en el trabajo) a los productos (como objetivos logrados).

Una de las grandes dificultades que enfrenta todo regulador es que, pese a este distanciamiento de los términos y condiciones del sector público, las diferencias salariales entre la industria y el regulador siguen siendo tan grandes que el

personal más altamente calificado normalmente trabaja para la industria, no para el regulador. Esto dificulta a los reguladores mantenerse al día sobre los desarrollos de frontera en productos y técnicas de la industria.

Revisión regular

Los aspectos discutidos antes chocan fundamentalmente con la capacidad de los reguladores para llevar a cabo efectivamente sus deberes. Un soporte adecuado en cada una de estas áreas no garantiza que el regulador vaya a cumplir sus deberes eficientemente. Los dos pasos más importantes que pueden darse hacia el mantenimiento de un equilibrio apropiado entre eficiencia y efectividad son incluir la eficiencia como objetivo explícito de los estatutos del regulador, y ordenar un proceso de revisión periódica en la que, de ser posible, se incluyan representantes del regulador, de la industria y del gobierno.

Las siguientes subsecciones presentan un conjunto de principios con respecto a los cuales podría llevarse a cabo una revisión.[3]

Neutralidad competitiva

La neutralidad competitiva requiere que la carga reguladora que se aplica a una promesa financiera particular, se aplique igualmente a todas las instituciones financieras que hagan promesas de ese tipo. Este objetivo exige que haya barreras mínimas de entrada y salida de mercados y productos, y que las instituciones no estén sujetas a restricciones indebidas sobre los productos que ofrecen. Cuando se imponen restricciones sobre una promesa particular, para efectos prudenciales, debe aplicarse igualmente a todos los participantes en el mercado que hagan esa promesa.

Efectividad en función de los costos

La efectividad en función de los costos es una tensión fundamental que enfrenta todo regulador. A menudo las regulaciones pueden hacerse completamente efectivas haciendo prohibitivamente costosas ciertas acciones. Por ejemplo, a los bancos se los podría forzar a respaldar en un cien por ciento sus promesas de depósito, con títulos gubernamentales. Como alternativa, a las firmas que deseen suscribir riesgos de seguros se les puede exigir someter ante el regulador un bono de valor igual al de los títulos que están suscribiendo. Es claro que un enfoque de esta naturaleza sería contrario al objetivo de asegurar que el sistema financiero funcione eficientemente.

---

3 Estos principios de regulación eficiente fueron adaptados de Financial System Inquiry (1997).

Un sistema regulador efectivo en función de los costos requiere lo siguiente:

- Una presunción a favor de regulación más liviana a menos que un nivel más alto de regulación pueda justificarse en términos de costo-beneficio.
- Una asignación de funciones reguladoras entre agencias reguladoras que minimice traslapos, duplicidades y conflictos.
- Una clara distinción entre los beneficios de la regulación financiera y objetivos sociales generales.
- La asignación de costos de regulación a aquellos que disfrutan de los beneficios.

Transparencia

La transparencia de la regulación implica que todas las garantías se hagan explícitas y que todos los compradores y vendedores de productos y servicios financieros sean cabalmente informados de sus derechos y responsabilidades. En otras palabras, es importante que todas las partes involucradas entiendan la naturaleza y el grado de las promesas financieras.

Flexibilidad

Una de las influencias más penetrantes en la evolución continua del sistema financiero es la tecnología. Las innovaciones tecnológicas tienen el potencial para reconfigurar los servicios financieros y los mecanismos de entrega en un lapso muy corto. Estos desarrollos y el impacto que pueden tener sobre las industrias y productos regulados significan que la flexibilidad reguladora es crucial. El marco regulador y los poderes de los reguladores individuales tienen que ser suficientemente flexibles para poder, sin perder su efectividad, adaptarse a estructuras institucionales y de productos cambiantes a medida que ocurren los cambios.

Responsabilidad

Las agencias reguladoras deben operar independientemente de los intereses sectoriales. Cada agencia debe ser responsable ante sus grupos de interés.

Implementación reguladora

La efectividad reguladora depende tanto del respaldo disponible para el regulador como de los métodos o herramientas que éste utilice para implementar sus facultades y responsabilidades reguladoras. Esta sección revisa las principales herramientas disponibles para los reguladores.

Cada herramienta es considerada por separado, por la forma en que puede aplicarse a promesas financieras de diversa intensidad (en términos de sus tres características: dificultad inherente de cumplir la promesa, dificultad que enfrenta el consumidor para evaluar la capacidad de crédito del prometedor, y adversidad causada por el incumplimiento de la promesa). Esta sección reparte las herramientas en cuatro categorías principales: prerrequisitos de entrada al mercado (concesión de licencias, restricciones a la propiedad y requerimientos de capital), condiciones sobre la marcha para la participación continua en la industria (requerimientos de estructura de mercado, reglas de conducta en el mercado, revelación de información, deberes de gobierno y fiduciarios, restricciones de balance, asociaciones entre instituciones financieras, requerimientos de liquidez, y contabilidad), métodos de supervisión (mecanismos de recepción de quejas, seguimiento por fuera del sitio e inspecciones), y prácticas de ejecución (procesamiento, resolución de problemas y programas de respaldo). La sección termina con algunos comentarios sobre la delegación de responsabilidades e incentivos.

Prerrequisitos de entrada

Como principio general, la libertad de entrada es el fundamento básico de la política de competencia. No obstante, muchos reguladores financieros imponen algunas restricciones a la entrada como parte de un régimen de integridad en el mercado o de un régimen prudencial.

Concesión de licencias

La forma más elemental de restricción de entrada es una licencia. Cuando hay potencial para que instituciones financieras saquen provecho de los consumidores mediante promesas falsas o desorientadoras, o mediante la manipulación de las actividades de la institución, la concesión de licencias provee un nivel mínimo de seguridad para los consumidores de los servicios de la institución. Entre otras salvaguardias, una licencia provee un registro rastreable de la locación, los propietarios y la gerencia de la firma. También impone una sanción implícita en términos de retiro de la licencia a las instituciones que observen mal comportamiento. El enfoque de las licencias como instrumentos de protección del consumidor ha llevado a muchos países a eximir a las instituciones de la necesidad de tener una licencia siempre que no hagan promesas financieras al público en general.[4]

4 La definición de "comercio público" puede variar enormemente, desde situaciones que excluyen únicamente a instituciones totalmente privadas (cuya propiedad no se ofrece en modo alguno al público) hasta situaciones que excluyen ofertas que se limitan a menos de un determinado número de suscriptores.

El régimen de licencias puede hacerse más restrictivo a medida que se incremente la intensidad de las promesas que hacen las instituciones involucradas, mediante lo siguiente:

- Exigencia de calificaciones o acreditación profesional del personal o la gerencia.
- Exigencia de un plan empresarial detallado.
- Exigencia de cometidos de cumplimiento obligatorio por parte de los directivos con respecto a ciertas acciones o situaciones.
- Exigencia al tenedor de una licencia de someterse a diversas formas de regulación sobre la marcha.
- Imposición de pruebas de "aptitud e idoneidad" para directivos, gerencia o personal.
- Imposición de restricciones sobre la propiedad, incluida la limitación o prohibición de emisión de licencias a ciertos grupos.
- Imposición de limitaciones sobre tamaño mínimo.

Comúnmente se exigen calificaciones profesionales para áreas complejas, como la de comercio de títulos, y también cuando la institución trata con consumidores no sofisticados, por ejemplo en el caso de asesores de inversiones minoristas o de agentes de seguros.

Las pruebas para personas aptas e idóneas pueden aplicarse a nivel de junta directiva y alta gerencia, para limitar la entrada de individuos de integridad cuestionable al mundo de la prestación de servicios financieros. Entre los reguladores de agentes de títulos y de inversiones colectivas, es común negar licencias cuando los solicitantes tienen en su pasado judicial delitos como el fraude. Los reguladores prudenciales también aplican pruebas de aptitud e idoneidad al personal especializado para asegurar que la institución tenga la base necesaria de destrezas para manejar los riesgos a los cuales está expuesta.

Restricciones sobre la propiedad

Las restricciones sobre la propiedad son una forma de exigencia para la entrada y a menudo son impuestas como un medio para contrarrestar (aunque sea modestamente) los efectos anticompetitivos de los demás elementos de las restricciones de entrada, particularmente en el caso de las promesas de alta intensidad. Por ejemplo, muchos países limitan la expedición de licencias bancarias a instituciones que no tengan otras licencias de servicios financieros. Otros prohíben la expedición de licencias bancarias a corporaciones no financieras, y otros prohíben la expedición de licencias a entidades extranjeras.

Una segunda forma de restricción sobre la propiedad implica límites de concentración. Es común entre los reguladores prudenciales –aunque de ninguna

manera exclusivo de ellos– limitar la propiedad de una institución financiera por parte de un inversionista individual, o grupo de partes inversionistas relacionadas, a un porcentaje máximo. Esto está diseñado para evitar que el control de la institución caiga en manos de un grupo reducido y luego sea usado para beneficio de ese grupo, y no para desempeñar las funciones financieras generales para las cuales se le concedió la licencia.

Por la misma razón, y para asegurar que no surjan conflictos de intereses entre la institución financiera y sus clientes, algunos reguladores limitan o prohíben la tenencia directa de acciones por parte de empresas comerciales en ciertas instituciones financieras.

Exigencias de capital

Típicamente, las exigencias de capital adquieren una de dos formas: exigencias de tamaño mínimo y exigencias de adecuación de capital variable. Las dos sirven a propósitos muy diferentes y normalmente se emplean para enfrentar distintas fallas del mercado.

Los reguladores de conducta en el mercado acostumbran emplear restricciones de tamaño mínimo como un instrumento tajante para asegurar que haya cierta sustancia detrás de las promesas que hacen las instituciones financieras. Por ejemplo, cuando se juzga que el riesgo de fraude o de abuso del mercado es particularmente alto, un regulador de integridad en el mercado puede optar por imponer una exigencia de capital mínimo como parte de su régimen de licencias. El capital sirve para desterrar el fraude, imponiendo un alto costo a la pérdida de la licencia.

Las restricciones de tamaño mínimo deben aplicarse parcamente porque pueden inhibir el arranque de nuevos intermediarios, actuando de ese modo como una barrera a la competencia.

La imposición de una exigencia de adecuación de capital variable usualmente sirve a un propósito distinto. Tal exigencia tiene la intención de absorber pérdidas inesperadas en que incurran las instituciones financieras. En consecuencia, usualmente se expanden para que sean congruentes con el tamaño del balance de la institución y con el nivel de riesgo que ésta asume. En el caso de muchas promesas financieras, la disciplina del mercado y el propio interés de los inversionistas son suficientes para asegurar que la institución financiera esté suficientemente capitalizada. Sin embargo, los inversionistas racionales nunca capitalizarán una institución hasta el punto en que su probabilidad de fracaso sea cero. Cuando haya de por medio promesas intensas, el regulador puede necesitar imponer una exigencia de adecuación de capital variable para reducir a un nivel aceptable la probabilidad de fracaso, en vista de la naturaleza de las promesas involucradas.

Desde la introducción del Concordato Basle en 1975, la adecuación de capital se ha usado mucho en regulación bancaria y de otras formas de recepción de

depósitos. La gran mayoría de los reguladores de seguros implementa el mismo principio imponiendo requerimientos de solvencia mínima a las compañías de seguros de vida y generales. Algunos reguladores de títulos también imponen exigencias de suficiencia de capital en consonancia con los riesgos en que incurren quienes se exponen a ellos, aunque esto es menos común.

En el caso de los reguladores prudenciales, las exigencias de adecuación de capital establecen un nivel de solvencia detonador que provee al regulador cierta holgura para resolver una situación de apuro antes de que la institución involucrada se torne incapaz de cumplir sus promesas.

Al igual que las restricciones de tamaño mínimo, las exigencias de suficiencia de capital deben aplicarse parcamente porque pueden inhibir el arranque de nuevos intermediarios. Lo más común es que se apliquen a áreas en las que la intensidad de la promesa financiera es extremadamente alta y donde hay de por medio regulación prudencial; por ejemplo, en la recepción de depósitos y en los seguros.

Exigencias reguladoras sobre la marcha

Además de los prerrequisitos para la participación en muchas áreas del sistema financiero, casi todos los reguladores imponen también una serie de exigencias sobre la marcha. Típicamente, entre éstas se cuentan la observancia continua de las condiciones para la licencia, incluidas cualesquiera exigencias de propiedad y capital. Entre otras herramientas reguladoras sobre la marcha están exigencias de estructura de mercado, reglas anticolusión, reglas de impugnación del mercado, revelación de información, reglas de conducta en el mercado, deberes de gobierno y fiduciarios, restricciones de balance, asociaciones entre instituciones financieras, exigencias de liquidez y exigencias contables.

Exigencias de estructura de mercado

La estructura de una industria es importante, porque puede influir en la forma en que las firmas se comporten en el mercado. Las regulaciones referentes a la estructura industrial son primordialmente privativas de la regulación de competencia e incluyen control de fusiones, ejecución de retiro de inversiones para el cierre de instituciones existentes, y concesión de exenciones de estas medidas para efectos prudenciales.

Las fusiones pueden ser procompetitivas, anticompetitivas o neutrales. Así, al regular fusiones tiene que juzgarse con base en los hechos en cada caso. Lo importante es el resultado para la competencia y la eficiencia.

Es importante reconocer que las políticas de entrada y de estructura de mercado no son las únicas formas en las que los gobiernos influyen en la competencia.

En la medida en que la regulación de integridad en el mercado y prudencial lleve a exenciones e imposiciones que debiliten los cimientos de entrada libre y una estructura de mercado competitiva, estas regulaciones pueden crear de por sí desequilibrios competitivos.

Muchas políticas gubernamentales no relacionadas con la regulación también tienen efectos colaterales no intencionales sobre la competitividad, particularmente en el sector financiero. En muchos casos, la legislación gubernamental o la falta de ella puede impedir el desarrollo de un sistema financiero competitivo. Por ejemplo, la tecnología ha sido un motor de cambio de primer orden en el sistema financiero global. No solamente ha cambiado las fronteras de los productos o mercados tradicionales, sino que además ha cambiado los mecanismos de entrega en muchos casos. Si la legislación no responde a estas circunstancias cambiantes, puede impedir la adopción de nuevas tecnologías y crear desventajas competitivas tanto dentro de la industria como internacionalmente. En otros casos, la ausencia de un marco legislativo apropiado puede dar una ventaja competitiva a instituciones que operen al margen de las regulaciones, pero en competencia directa con instituciones reguladas.

Los impuestos son otra fuente de interferencia competitiva. En muchos países, reglas tributarias introducidas para fomentar un determinado sector o producto, pueden conferir ventajas competitivas no intencionales a industrias relacionadas. Los siguientes aspectos del sistema tributario típicamente influyen sobre la competencia en el sector financiero:

- Impuesto sobre ganancias de capital
- Imputación de dividendos
- Impuestos sobre retención de intereses
- Concesiones tributarias para productos o sectores particulares
- Provisiones de unidades bancarias extranjeras
- Variaciones entre regímenes tributarios estatal y federal.

Reglas anticolusión

El comportamiento anticompetitivo –fijación de precios, precios desleales o colusión entre compradores o vendedores para fijar el precio u otros aspectos competitivos de un producto o servicio– es una forma de conducta impropia en el mercado, aunque típicamente su regulación corresponda a la jurisdicción de regulación de competencia y no a la de regulación de integridad en el mercado.

El comportamiento anticompetitivo habitualmente se enfrenta mediante la creación y vigilancia policial de leyes sobre práctica comercial, las cuales son motivadas por la necesidad de proteger a los consumidores de precios explotadores impuestos por instituciones que tienen excesivo poder en el mercado. También

son motivadas por el deseo de aprovechar las fuerzas del mercado para asegurar la asignación eficiente de los recursos financieros entre proyectos de inversión competidores, incluida la prevención de una insuficiente prestación de servicios esenciales para el crecimiento y el bienestar económicos.

Reglas de impugnación

En general, los mercados se mantienen competitivos siempre que sean impugnables. Esto supone primordialmente que no haya barreras significativas de entrada ni de salida. En algunos casos, las barreras son inherentes a la industria (por ejemplo, cuando se necesita un desembolso sustancial de capital para conseguir economías de escala mínimas), y en otros son impuestas artificialmente (por ejemplo, cuando los miembros existentes de una industria forman "clubes" no oficiales mediante acreditación industrial o acceso común a infraestructura). En principio, incluso un mercado altamente concentrado puede ser competitivo si hay proveedores alternativos capaces de ingresar al mercado a un costo mínimo. En general, los reguladores de competencia buscan desmantelar barreras de entrada artificiales y también asegurar que no haya limitaciones artificiales impidiendo las salidas de la industria.

En el sector financiero existe un conflicto básico entre los objetivos de los reguladores de competencia, quienes prefieren una entrada completa y abierta, y los de los reguladores de integridad en el mercado y prudenciales, quienes necesitan equilibrar el deseo de competencia con la necesidad de justicia y seguridad. Las formas más ligeras de restricción de entrada, incluidas licencia básica y licencia con restricciones de conducta, solamente crean tensiones menores con el objetivo de competencia. No obstante, mientras más penetrantes sean las restricciones, incluidas exigencias de capital mínimo y restricciones sobre la propiedad, pueden crearse tensiones significativas, particularmente cuando tales restricciones tienen como resultado una concentración del mercado y valores de franquicia muy altos para los tenedores de licencias.

Revelación de información

Así como la libertad de entrada es el fundamento de la regulación de competencia, la revelación de información es el fundamento de la regulación de integridad en el mercado. La falla del mercado subyacente a muchas promesas financieras puede resolverse sencillamente, asegurando que todas las partes de la promesa estén cabalmente informadas acerca de todos los aspectos que sean relevantes para entender la naturaleza de la promesa, definir el precio de la misma y evaluar su probabilidad de cumplimiento.

El proceso de formación del precio es un foco de atención de primer orden para los reguladores de integridad en el mercado. Los precios del mercado financiero pueden ser extremadamente sensibles a la información, cosa que genera potencial para uso impropio de ésta. Sin embargo, el papel de la información se extiende mucho más allá del abuso del mercado. Cuando la información con que cuentan las partes para basar en ella sus decisiones es inadecuada, puede haber una pérdida de eficiencia en la medida en que las partes den un precio al costo de la incertidumbre en sus transacciones.

La regulación de la revelación de información es central para la protección del consumidor en los mercados financieros, porque provee la base sobre la cual tomar decisiones informadas. Pero los factores importantes son la calidad y la utilidad de la información, no su cantidad. Información excesiva o compleja puede ser contraproducente: no solamente confunde a los consumidores, sino que además puede desmotivarlos para leer los documentos que hacen pública la información. Además, la revelación de información compleja puede ser costosa para el emisor.

La regulación de la revelación de información normalmente adquiere algunas, si no todas, de las siguientes formas:

- Publicación general de información, incluida publicación sobre la marcha de material informativo, publicación de derechos y comisiones y publicación de información específica para productos de inversión.
- Reglas que gobiernan la publicación de datos contables que revelan la salud financiera general de las instituciones.
- Provisiones sobre prospectos que gobiernen la información requerida para consecución de capital.
- Reporte especial ante los organismos reguladores.

La publicación general de información material es relevante para la operación eficiente de mercados organizados, como las bolsas de valores. La publicación de derechos y comisiones ayuda a proteger los derechos de los consumidores cuando compran servicios financieros, como asesoría sobre inversiones o seguros.

Las reglas que gobiernan la publicación de datos contables (por ejemplo, reglas que gobiernan el grado de información requerido, su frecuencia y su oportunidad) varían muchísimo de un país a otro y dependen fuertemente de su efectividad sobre la calidad de los estándares contables subyacentes.

Las reglas que controlan la emisión de prospectos para consecución de capital son importantes para crear confianza de los inversionistas en el mercado. Casi todos los reguladores hacen transacciones entre el valor de la información adicional y el costo en que puede incurrirse para reunir y verificar el material en prospecto.

Hay una diferencia entre la información que requieren los reguladores de instituciones financieras y la requerida para publicación general. En muchos casos,

el regulador tiene necesidades de información específica que no necesariamente es relevante para el público. Cuando las instituciones son propensas a la inestabilidad sistémica, y cuando hay un regulador prudencial involucrado, hay argumentos para eximir a las instituciones de los rigores del informe público, a cambio del alto nivel de revelación que demanda el regulador.[5]

Reglas de conducta en el mercado

Además de regular la revelación de información, la regulación de integridad en el mercado busca también asegurar que:

- Los mercados sean sólidos, ordenados y transparentes
- Los usuarios de los mercados financieros sean tratados con justicia
- Los mercados estén libres de conducta desorientadora, manipuladora o abusiva.

Entre las herramientas reguladoras para cumplir estos objetivos están imponer prohibiciones y procesar a aquellos que participen en negociaciones entre poseedores de información privilegiada, manipulación del mercado, publicidad falsa y desorientadora, y fraude.

A medida que las promesas financieras se tornan más intensas (por ejemplo, en el caso de negociaciones de títulos, recepción de depósitos y seguros), el regulador del caso puede imponer requerimientos de conducta más exigentes para reducir la probabilidad de conducta impropia.

Deberes de gobierno y fiduciarios

Las instituciones financieras operan con un alto nivel de confianza de la comunidad. Ciertamente, sin esa confianza estas instituciones de ninguna manera contribuirían mucho a la eficiencia del sistema financiero. El nivel de gobierno interno impuesto al sector corporativo general, es comúnmente inferior al nivel acorde con el grado de confianza involucrado en la intermediación.

Las provisiones de gobierno intentan regular las estructuras, los controles y los procedimientos internos de las instituciones financieras, en un esfuerzo por asegurar la prudencia, apuntalar la confianza, minimizar los conflictos y evitar explotación del consumidor. Y son particularmente importantes cuando la institución juega un papel fiduciario en el que actúa para el inversionista o cliente en una posición de confianza.

---

5 Este caso no es aceptado universalmente, y algunos países han impuesto exigencias de publicación general a todas las instituciones reguladas prudencialmente.

Las siguientes herramientas reguladoras se utilizan para estimular el buen gobierno:

- Auditores independientes.
- Nombramiento de un porcentaje o número mínimo de directivos que son independientes de la gerencia.
- Nombramiento de un custodio independiente, con hipoteca y segregación claras de los bienes del cliente.
- Valuación independiente de activos.
- Límites a los precios y tarifas que pueden cobrarse por determinados servicios.
- Reglas para limitar otros conflictos de intereses, incluidos límites sobre transacciones de partes relacionadas.

Aunque por lo general estas herramientas se aplican en la regulación de comercio de títulos, fondos de pensiones e inversiones colectivas, cada vez más se están aplicando reglas generales de gobierno en la recepción de depósitos y en los seguros.

Restricciones de balance

Las restricciones de balance interfieren de una manera importante con las operaciones naturales del mercado. Como tales, se usan primordialmente cuando hay de por medio promesas de alta intensidad, para aislar los riesgos limitando los tipos de activos y pasivos que pueden combinarse en un balance, y limitando la exposición neta del balance total.

Los reguladores usan las siguientes restricciones de balance:

- Límites sobre desajustes entre activos y pasivos
- Prohibiciones sobre clases particulares de activos o pasivos
- Restricciones sobre el tipo de activos en tenencia
- Tenencias obligatorias máximas o mínimas de determinados activos.

Los riesgos que surgen de un desajuste de vencimientos entre activos y pasivos son una preocupación particular de los reguladores de seguros de vida. A menudo los reguladores buscan limitar el riesgo de desajuste imponiendo restricciones a la estructura de vencimientos de los balances de seguros.

También se usan comúnmente prohibiciones para separar los riesgos de diferentes tipos de intermediación financiera. Por ejemplo, muchos países prohíben a los receptores de depósitos invertir en promesas tipo renta variable, o limitan el nivel de esas inversiones a los fondos de los accionistas.

Entre los reguladores de compañías de seguros y de comerciantes de títulos son comunes las restricciones de activos por tipo o por calificación de crédito. Rara vez se imponen restricciones de activos a inversiones colectivas, aunque habitualmente los reguladores intentan asegurar que las inversiones por estos medios sean coherentes con las afirmaciones contenidas en la información publicada y con los contratos fiduciarios.

Los reguladores de receptoras de depósitos normalmente imponen límites de exposición por prestatario y por sector, para asegurar que estas instituciones ganen los beneficios de la diversificación y no expongan indebidamente su capital a fuentes únicas de riesgo. Menos comunes a principios del siglo XXI son las restricciones que fuerzan a estas instituciones a invertir o prestar proporciones mínimas de sus activos a industrias particulares o a determinados sectores de la comunidad. Aunque cierto número de países todavía impone a los bancos exigencias de reserva, éstas se han tornado fundamentalmente redundantes debido a las exigencias de adecuación de capital.

Asociaciones entre instituciones financieras

Al igual que las restricciones de balance, las regulaciones que limitan las asociaciones entre instituciones financieras interfieren con las operaciones naturales del mercado. Una vez más, son relevantes principalmente en el caso de promesas de alta intensidad, como una forma de aislar las exposiciones a riesgos. Muchos países tratan de segregar lo siguiente:

- Recepción de depósitos provenientes de seguros
- Recepción de depósitos provenientes de negociaciones de títulos
- Negociaciones de títulos provenientes de corretaje de títulos valores
- Diversas combinaciones de éstas y otras segregaciones.

Algunos países permiten que estas variadas actividades financieras tengan lugar a través de subsidiarias. Otros permiten que diferentes actividades se lleven a cabo en subsidiarias de *holdings* no operativas, siempre que tengan medidas preventivas (antiincendios) adecuadas. Entre las barreras antifuegos se cuentan limitaciones sobre el uso de nombres de marca comunes, exigencias de directivos independientes entre las distintas subsidiarias y limitaciones sobre exposiciones intercompañías.

Exigencias de liquidez

Las exigencias de liquidez están diseñadas para asegurar que una institución regulada tenga los fondos disponibles para cumplir cualesquiera compromisos que

tenga concernientes a la liquidez de sus promesas. Las promesas que no implican tales compromisos no necesitan esta forma de regulación.

Los reguladores de receptores de depósitos y los fondos de inversión de capital variable usan comúnmente las restricciones de liquidez, cuando el fondo acomete la readquisición de unidades al valor comercial.

Las tenencias mínimas de activos altamente líquidos son una primera línea de defensa sólida contra la inhabilidad de estas instituciones para cumplir su promesa de convertir activos ilíquidos en pasivos líquidos. Algunos reguladores prudenciales también exigen a las instituciones tener políticas de liquidez y operar sistemas de manejo de liquidez.

Exigencias contables

Las exigencias de contables suelen adquirir la forma de restricciones sobre la valuación de activos y pasivos. En la inmensa mayoría de los países, reglas aplicables de contabilidad corporativa proveen un campo considerable para que la instituciones escojan entre métodos alternativos de valuar tanto los activos como los pasivos. Cuando la institución involucrada hace promesas particularmente onerosas, como las que hay de por medio en la recepción de depósitos y los seguros, y donde la solvencia es fundamental para la capacidad de la institución de cumplir sus promesas, el regulador puede escoger restringir el campo de metodologías de valuación disponibles para la institución. Tales restricciones son aplicadas comúnmente por los reguladores prudenciales en las áreas de provisión para préstamos y pérdidas en la banca, y la medición de reclamaciones pendientes en seguros.

Supervisión

Además de establecer reglas de conducta, los reguladores necesitan hacer seguimiento al cumplimiento de las reglas por parte de la industria. Hay tres métodos básicos para controlar el cumplimiento; por orden creciente de penetración e intensidad de recursos, son éstos: mecanismos de quejas del consumidor, seguimiento por fuera del sitio e inspecciones en el sitio.

Mecanismos de quejas

El enfoque menos entrometido y menos costoso de la supervisión es basarse en las quejas directas de los consumidores. Es particularmente apropiado cuando otras formas más invasivas de supervisión resultan prohibitivamente costosas. En muchos casos es suficiente para identificar contravenciones a las regulaciones. La gran mayoría de los reguladores de competencia y de conducta en el mercado,

por ejemplo, se basan fuertemente en tribunales de quejas del consumidor como un medio para descubrir la falta de cumplimiento. Cuando los costos sociales del rompimiento de las reglas son más altos, normalmente los reguladores se ven forzados a pensar en enfoques más intensivos en recursos.

Seguimiento fuera del sitio

El seguimiento fuera del sitio implica revisiones de datos estadísticos y de otros tipos, proveídos por las instituciones reguladas. A menudo los reguladores de integridad en el mercado lo utilizan para evaluar el cumplimiento de las exigencias de revelación de información. Por ejemplo, muchos de ellos exigen a las compañías someter a revisión reguladora prospectos propuestos como parte del proceso de consecución de fondos provenientes del público. Los reguladores prudenciales lo utilizan más extensivamente para prevenir violaciones a las regulaciones. El objetivo general del análisis fuera del sitio es detectar el deterioro de la posición financiera de una institución, comparando su posición actual con su experiencia histórica y con la del grupo de sus pares.

Algunos reguladores prudenciales usan técnicas estadísticas, incluidas la regresión lineal, el análisis logit y probit, el análisis discriminatorio, e incluso redes neurales artificiales para detectar la probabilidad de apuro financiero.

Inspecciones

Las inspecciones en el sitio son una forma intensiva en tiempo y recursos, de probar el cumplimiento de las regulaciones por parte de la institución. Son casi totalmente privativas de los reguladores prudenciales. Aunque algunos reguladores de integridad en el mercado las utilizan, el costo en recursos, el amplio rango de instituciones que ellos comúnmente cubren, y la menor intensidad de las promesas de esas instituciones, dificultan a estos reguladores justificar el uso extensivo de las inspecciones. En particular, el carácter inoportuno de las inspecciones puede ser contencioso a menos que haya de por medio asuntos prudenciales.

Las metodologías de inspección van desde el enfoque estadounidense, en el que grandes equipos de inspectores invierten largos períodos escudriñando mediante una revisión comprensiva de la mayoría de las áreas de observancia de las regulaciones, hasta el enfoque británico, más basado en el riesgo, en el que pequeños equipos invierten períodos relativamente cortos revisando asuntos específicos identificados por el análisis fuera del sitio.

Las inspecciones en el sitio pueden ser particularmente útiles en la identificación de áreas en las cuales la información reportada sea insuficiente o desorientadora. También son útiles para probar el grado en que las instituciones financieras implementan los principios de gobierno y conducta establecidos por el regulador.

Cumplimiento forzoso

Las técnicas de que disponen los reguladores para resolver problemas con instituciones reguladas van desde el procesamiento de aquellas que no observan las regulaciones, hasta la acción preventiva para cambiar el comportamiento o forzar fusiones y salidas de la industria. En el caso de la regulación prudencial, el proceso de ejecución está diseñado para que sea más preventivo, de manera que proteja las obligaciones implícitas o explícitas del gobierno. La medida de estas obligaciones suele definirse mediante programas explícitos de apoyo industrial.

Procesamiento

La amenaza de procesamiento es la principal herramienta ejecutiva que utiliza la mayoría de los reguladores de competencia y de conducta en el mercado. Cuando las promesas financieras que hay de por medio no son especialmente onerosas, el regulador no necesita jugar ningún papel especial en la resolución de problemas, cosa que deja en manos de las partes interesadas y de las cortes. Siempre que las leyes que gobiernan los derechos y la liquidación de propiedad sean adecuadas, en esta forma pueden resolverse apropiadamente muchas dificultades institucionales.

Los organismos autorreguladores pueden jugar un papel útil en la resolución de disputas entre instituciones financieras, mediante el arbitraje. El arbitraje es un método contractual, no judicial, para resolver disputas. Puede ser una forma justa y de bajo costo de elevar la confianza del inversionista en un mercado.

No obstante, cuando el proceso normal del mercado es insuficiente, el regulador tiene una clara responsabilidad de actuar. Estas circunstancias incluyen situaciones en las que hay un desequilibrio injusto entre los recursos financieros del ofensor y la parte ofendida –por ejemplo, en el caso de explotación del consumidor por parte de una firma grande.

Cuando los problemas incluyen conducta impropia en el mercado, puede requerirse que el regulador intervenga para castigar a la firma involucrada, revocarle una licencia, confiscarle activos o imponerle multas y hacerla devolver las ganancias mal obtenidas.

Cuando el problema incluye comportamiento anticompetitivo puede requerirse que el regulador procese al ofensor (por ejemplo, en el caso de colusión), que detenga una fusión propuesta, o que fuerce al cierre de una firma que tenga indebido poder de mercado.

Resolución preventiva de problemas

Cuando las promesas financieras son más onerosas, lo cual es común en el caso de la regulación prudencial, el papel del regulador en la resolución de problemas se hace más exigente.

Siempre que el regulador haya seguido de cerca las instituciones reguladas por él, las infracciones de regulación deben poderse rectificar antes de que la institución financiera se torne incapaz de cumplir sus promesas. En la práctica, este proceso puede complicarse debido a la poca frecuencia y a la imprecisión de los datos reportados. Esta dependencia de la información reportada refuerza el incentivo de los reguladores para imponer restricciones contables.

El nivel más exigente de resolución de problemas se da cuando el regulador asume el control de la institución que los sufre. Esto puede hacerlo instalando a un administrador o forzando a la terminación de las operaciones. Es una medida muy común en el caso de la regulación prudencial, donde el regulador tiene la responsabilidad de intervenir cuando la adecuación de capital o solvencia estatutaria caiga por debajo del nivel crítico.

Programas de apoyo

Muchos reguladores emplean programas de apoyo tales como seguro de depósito y fondos de garantías estatutarios para los seguros y el comercio de títulos, a fin de respaldar las promesas hechas por las instituciones reguladas en el evento de que otras medidas preventivas fallen. Hay muchas variaciones en los programas de apoyo de esa naturaleza:

- Garantías íntegramente respaldadas con fondos
- Garantías parciales (limitadas por tamaño de exposición)
- Programas sin fondos (que dependen de un impuesto a la industria una vez que ocurre el problema)
- Programas de prima variable (en los que las instituciones pagan primas acordes con sus riesgos estimados)
- Programas de aseguramiento privado.

Aunque estos programas dan al regulador cierto grado de holgura en caso de falla institucional, también tienen potencial para crear problemas de incentivos a través del riesgo moral. Cuando el programa es total o parcialmente respaldado con fondos, también puede introducir otro estrato de regulación, si el medio de aseguramiento de la industria busca proteger su propia exposición mediante cierto grado de supervisión reguladora.

Delegación de responsabilidades

En muchas partes del sistema financiero existen organizaciones autorreguladoras, ya sea como instituciones formales de propiedad de los miembros o como asociaciones industriales. Organismos reguladores tales como miembros de la bolsa y cámaras de compensación, llevan a cabo la mayoría de la operación y supervisión cotidianas de mercados organizados, como los de valores y los de derivados.

La existencia de algunos organismos autorreguladores no solamente es inevitable sino también positiva. En el caso de mercados organizados, a éstos no les es posible funcionar sin un conjunto de reglas operativas y un organismo que las haga cumplir. Muchas de estas reglas serán materia de interés interno entre los miembros pero no para el regulador. Es interés de los miembros establecer y hacer cumplir reglas que aseguren un mercado justo y abierto.

Los intereses e incentivos de estas organizaciones están muy en línea con los de los reguladores oficiales. Consecuentemente, algunos países han dejado la regulación de esos mercados íntegramente en manos de dichos organismos; otros han permitido a sus reguladores oficiales delegar en ellos algunas de sus responsabilidades, y otros han adoptado un enfoque corregulador.

La medida en que la supervisión reguladora pueda delegarse a organismos autorreguladores depende del equilibrio de las fuerzas del mercado entre los miembros. El potencial para que miembros particulares ejerzan una influencia indebida en el mercado significa que, en la práctica, la autorregulación tiende a funcionar mejor cuando hay a la vez baja concentración de la industria y fuerte supervisión oficial. El campo para la delegación se reduce a medida que se incrementa la intensidad de las promesas, por dos razones: en primer lugar, la responsabilidad del regulador se incrementa y consecuentemente es más difícil delegarla, y en segundo lugar, las restricciones de entrada dispuestas por los reguladores de conducta en el mercado o por los reguladores prudenciales, a menudo se traducen en que estas industrias sean más concentradas que otras. Los organismos autorreguladores y las asociaciones industriales pueden jugar un papel útil en la integridad en el mercado, formulando códigos de conducta para sus miembros.

Incentivos

Alinear al máximo grado posible las estructuras de incentivos de los diversos grupos de interés en una industria regulada, eleva la efectividad de la regulación. (Esta sección se basa en Claessens y Klingebiel, 1999.) Los tenedores de promesas de renta variable en instituciones financieras tienen la capacidad y el incentivo para hacer seguimiento de las acciones de sus instituciones. El potencial de pérdida de su inversión les da un incentivo básico para estimular un comportamiento

prudente. Sin embargo, en la práctica este incentivo no es mayor que el que tienen otras industrias, y en un aspecto importante puede ser más débil.

En otras industrias, el mercado externo impone una disciplina a propietarios y gerentes, evaluando y revaluando constantemente los riesgos involucrados en comprar acciones de la compañía, o bien, en hacer negocios con ella como cliente o como proveedor de crédito comercial. En el caso de grandes instituciones financieras cotizadas en bolsa, esta disciplina aún está presente. En instituciones más pequeñas y no cotizadas, la presencia de un regulador (especialmente de uno prudencial) puede debilitar el incentivo para que los participantes en el mercado inviertan los recursos necesarios para hacer un seguimiento preciso a la institución. Este incentivo se debilita considerablemente si la exposición de los participantes en el mercado y de los clientes está totalmente, o incluso parcialmente, cubierta por un programa de seguro de depósitos o de garantías de la industria.

En general, los otros aspectos de la regulación (en particular de la prudencial) operan para hacer más que sólo remplazar la disciplina perdida del mercado. Ciertamente, la consecuencia de no remplazar una debilitada disciplina del mercado sería una tasa de fracaso superior al promedio para la economía –resultado que sería incongruente con los objetivos de la regulación.

Aunque la gran mayoría de las regulaciones procuran crear incentivos compatibles con la asunción de riesgos reducidos y el comportamiento honesto, la compatibilidad de incentivos no puede darse por sentada. La historia está llena de ejemplos en los que una regulación inapropiada ha creado incentivos negativos que han contribuido al fracaso de las instituciones. Los incentivos son importantes no solamente para las industrias reguladas, sino también para el regulador. Incentivos para que el regulador haga un seguimiento eficiente y tome medidas apropiadas basadas en ese seguimiento, son compatibles con los intereses de la comunidad en cuyo nombre él actúa. La necesidad de esa clase de incentivos surge del potencial para que los reguladores se conviertan en "cautivos" de las industrias que regulan y del incentivo natural que tienen para abstenerse de denunciar casos de apuro.[6]

Una forma de promover mejor regulación es ofrecer a los reguladores mejores pagos de incentivos. Otra es atarle las manos al regulador en caso de problema. En Estados Unidos y en un creciente número de países se ha legislado la medida "acción correctiva pronta e intervención estructurada temprana", para reguladores bancarios. Ésta exige lo siguiente:

6 Es más fácil para un regulador abstenerse de denunciar y esperar que el problema desaparezca, que cerrar una institución y enfrentar la desgracia inmediata de haber fallado en su seguimiento.

- Mayor capital.
- Respuestas estructuradas, preespecificadas y públicamente anunciadas de los reguladores, automáticamente disparadas por criterios de desempeño (como una caída en la adecuación de capital por debajo de un nivel especificado).
- Resolución obligatoria de un banco deficiente en capital, una vez que llegue a una razón de capital establecida como detonador.
- Contabilidad y reporte de capital en valor comercial.

Este enfoque no es universalmente popular entre los reguladores, debido a que les quita discreción y mecaniza su papel. Igualmente importante es que los reguladores consideran que este tipo de medida para incentivar, refleja una pérdida de confianza del gobierno en la capacidad del regulador para cumplir sus objetivos.

3. Compañías de seguros (acopio de riesgos)

Este capítulo discute el mercado global de seguros y los factores que afectan el crecimiento de los seguros en distintos países. Explora la diversidad de formas en que las compañías de seguros contribuyen al crecimiento económico: promoviendo estabilidad financiera entre hogares y firmas, movilizando ahorros, aliviando la presión sobre los presupuestos gubernamentales, fomentando el intercambio y el comercio, y prestando asistencia a la comunidad en la mitigación de riesgos. Luego se concentra en la aplicación del marco regulador para las compañías de seguros y examina las herramientas y técnicas reguladoras requeridas.

El marco regulador descrito en el capítulo 2, introduce una serie de principios guía que pueden aplicarse en la construcción de un sistema regulador para las IFNB. Este y los próximos tres capítulos revisan las agrupaciones de IFNB y la forma en que puede aplicárseles el marco regulador. Al hacerlo, se expanden sobre los instructivos de los grupos industriales introducidos en el capítulo 1 y las formas en que pueden contribuir al crecimiento económico. Este capítulo se basa fundamentalmente en Skipper (2000).

El mercado de seguros

Los mercados de seguros varían mucho en tamaño y estructura en todo el mundo. De acuerdo con los estándares de otras instituciones financieras, los seguros constituyen un mercado genuinamente internacional, con un gran número de jugadores globales que tienen subsidiarias y oficinas en muchos países.

La medida más común del tamaño de los mercados de seguros es la de primas brutas amortizadas. A nivel global, en 1997 el monto de primas brutas amortizadas fue superior a US$ 2,1 billones. El crecimiento de primas durante la última década fue en promedio de alrededor del 5% anual. El crecimiento de primas en mercados emergentes ha sido particularmente fuerte y superior al promedio mundial.

Los seguros de vida representan casi el 60% de las primas mundiales, y el balance de primas distintas a las de vida es apenas ligeramente superior al 40%. Este promedio oculta variaciones regionales considerables, dentro de las cuales Asia, por ejemplo, muestra la máxima proporción de pólizas de vida, más del 75%, lo que refleja la alta propensión de los asiáticos a ahorrar mediante seguros de vida.

Los mercados de seguros estadounidense y japonés, con casi US$ 700.000 millones y US$ 500.000 millones, respectivamente, de primas brutas amortizadas en

1997, corresponden a casi la mitad del mercado mundial de seguros.[1] Entre los mercados emergentes, Corea tiene el mercado de seguros más grande, con poco más de US$ 100.000 millones de primas brutas amortizadas en 1997. En esta cifra dominan los seguros de vida y la misma refleja un tratamiento tributario favorable y la alta propensión de los coreanos a ahorrar a través de compañías de seguros de vida.

La penetración de seguros mide la razón de primas amortizadas anualmente a producto interno bruto (PIB). Esta medida de la importancia relativa de los seguros se muestra en el cuadro 3.1, para mercados emergentes seleccionados. El cuadro muestra que, a excepción de Corea, Sudáfrica e Israel, la penetración de seguros en los mercados emergentes está muy por debajo del promedio para los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Como puntos de referencia, el cuadro incluye las cifras de penetración correspondientes a Suiza, Japón y Reino Unido, países que en 1999 tenían las razones de penetración más altas entre los sistemas financieros desarrollados; tales razones, de 12,8, 11,2 y 13,4%, respectivamente, contrastan con el promedio de 6,5% de la OCDE.

Factores que afectan el crecimiento de los seguros

Los mercados nacionales de seguros han evolucionado para responder al ambiente particular de cada país. Las principales características de esos ambientes que influyen en la penetración de los seguros son sus factores económicos, demográficos, sociales y políticos.

Factores económicos

Dado que los seguros de vida juegan un papel de primer orden en los ahorros de los hogares, no es de sorprender que la demanda de los mismos sea la más fuerte en países que tienen altas tasas de ahorro y altos ingresos per cápita. De hecho, los estudios de la industria de seguros encuentran persistentemente que la elasticidad de ingresos de seguros es superior a la unidad (es decir, las primas de seguros crecen más rápidamente que el ingreso nacional).

Aparte del ingreso, factores económicos como la inflación y la profundidad del mercado también afectan la penetración de los seguros. Normalmente, los incrementos de la inflación están asociados con el aumento de la incertidumbre

1 Como observa Skipper (2000), las cifras japonesas son subestimaciones debido a que no incluyen las pólizas suscritas por Kampo (en afiliación con el correo postal japonés) ni las suscritas por Zenkyoren (aseguradora cooperativa agrícola).

CUADRO 3.1
PENETRACIÓN DE SEGUROS DE VIDA Y NO DE VIDA EN PAÍSES SELECCIONADOS (PRIMAS COMO PORCENTAJE DEL PIB)

País	Total	No de vida	De vida
Suiza	12,84	4,78	8,06
Japón	11,17	2,3	8,87
Reino Unido	13,35	3,05	10,3
OCDE	6,48	2,64	3,85
Argentina	2,3	1,5	0,81
Brasil	2,01	1,66	0,35
Chile	3,78	1,13	2,65
México	1,68	0,86	0,82
China	1,63	0,61	1,02
India	1,93	0,53	1,39
Indonesia	1,42	0,75	0,66
Corea, República de	11,28	2,89	8,39
Malasia	3,88	1,72	2,16
Filipinas	1,37	0,61	0,76
Tailandia	2,27	0,97	1,3
República Checa	3,4	2,32	1,08
Grecia	2,07	0,93	1,14
Hungría	2,6	1,55	1,05
Polonia	2,94	1,97	0,96
Turquía	1,26	1,03	0,23
Egipto	0,65	0,46	0,18
Israel	6,14	3,25	2,89
Marruecos	2,78	2,01	0,77
Nigeria	0,95	0,88	0,07
Sudáfrica	16,54	2,62	13,92

Fuente: Swiss Re (2000: cuadro IX, p. 33).

general dentro de la comunidad. En momentos de alta inflación y volatilidad económica, los consumidores tienden a buscar inversiones a más corto plazo, más líquidas. Puesto que los seguros de vida usualmente son percibidos como un compromiso fijo a largo plazo, normalmente la alta inflación está asociada con una reducción en la demanda de estos seguros. Este efecto se exacerba más debido a la percepción de que la inflación reduce el valor nominalmente fijo de las pólizas de vida.

La profundidad del mercado también puede influir en la demanda de seguros. En mercados como Corea, donde hay a la vez una alta propensión al ahorro y un limitado conjunto de medios alternativos de ahorro, la penetración de los seguros de vida puede ser sorprendentemente alta.

Factores demográficos

Los cambios demográficos parecen afectar el consumo de seguros. Se reconoce ampliamente que la población mundial está envejeciendo como consecuencia de tasas decrecientes de fertilidad y crecientes de longevidad. La creciente esperanza de vida al nacer generalmente se traduce en un aumento de la demanda de productos de los seguros de vida y pensiones a base de ahorros.

Otro factor demográfico que ha influido en la demanda de seguros es la educación. El empirismo casual sugiere que una población más educada está mejor capacitada para entender la necesidad de seguros, tanto de vida como de otros tipos.

Otro factor demográfico que parece haber influido en la demanda de seguros es la estructura de los hogares. Las sociedades occidentales están dominadas por familias nucleares, formadas por esposo, esposa e hijos dependientes. En sociedades más agrarias y en las de muchos mercados emergentes, la estructura dominante es la de familia extensa, en la que los abuelos y a veces otros parientes viven y trabajan juntos. En la medida en que las familias extensas dan abrigo y comodidad a los mayores, reducen la necesidad de ahorros para el retiro y, por ende, la demanda de seguros de vida.

Finalmente, la urbanización y la industrialización conducen a la especialización dentro de la fuerza de trabajo. La especialización incrementa la vulnerabilidad a cambios de gustos, tecnológicos, y de las circunstancias económicas. Este aumento de la vulnerabilidad a las consecuencias adversas de pérdida de ingresos, salud y propiedad tiende a incrementar la demanda de seguros.

Factores sociales

Los factores culturales pueden jugar un papel importante en la determinación del nivel de penetración de los seguros. En muchos países, especialmente en Asia, los productos de seguros de vida son comprados primordialmente como instrumentos de ahorro. De manera que los países que tienen una alta propensión a ahorrar, tienden a tener una mayor penetración de seguros. En algunas culturas los estándares sociales han influido en la penetración de los seguros. Por ejemplo en Corea se considera descortés rechazar una oferta de amigos cercanos o de parientes. Puesto que los seguros normalmente se venden de persona a persona, en ese país son muchas las pólizas que se venden sólo para caducar poco después.

En otras culturas, los estándares sociales operan en contra del crecimiento de los seguros. Por ejemplo, en muchos países musulmanes, especialmente en Asia, se considera que los seguros tradicionales son incongruentes con las creencias religiosas. En algunos países se ajustan los productos para que respondan mejor a estas creencias.

Factores políticos

La forma más obvia en que los gobiernos influyen en el crecimiento de los seguros es a través de la política tributaria. Países como Corea y Sudáfrica, que dan concesiones tributarias sustanciales a los seguros de vida, tienden a tener mercados de seguros mejor desarrollados. En el capítulo 7 se aborda con más amplitud el papel de las concesiones tributarias y otros incentivos como medios para promover el crecimiento de las instituciones financieras.

Los gobiernos también pueden influir en el crecimiento de los seguros en otras varias formas. La más fundamental de ellas es la provisión gubernamental directa de seguros. Como se dijo en el capítulo 1, desde hace mucho tiempo los gobiernos han sido proveedores de seguro social. En muchos países se han involucrado activamente también en la provisión de seguros comerciales. Los motivos para la provisión pública de seguros comerciales varían de un país a otro, e incluyen:

- Nacionalismo.
- Propiedad pública de recursos económicos (como sucede en las economías de dirección centralizada).
- Intención de extender el seguro social, proveyendo seguros al alcance de la gente para un amplio rango de eventualidades.
- Situaciones de industria naciente.

En el capítulo 7 se trata más el asunto de la participación pública en la prestación de servicios financieros.

La estabilidad política también puede influir en la demanda de seguros. Puesto que los seguros de vida implican horizontes de largo plazo, la estabilidad política y económica conduce a una industria aseguradora fuerte. Los ambientes políticos inestables deprimen la demanda de seguros (especialmente de aseguradoras locales) debido a que los individuos tienden a perder confianza en la capacidad de los aseguradores de cumplir sus promesas.

Los gobiernos también determinan el ambiente competitivo en el que opera la industria. Posiblemente el aspecto competitivo importante por excelencia que enfrentan los gobiernos en el área de seguros sea si permitir o no la competencia extranjera en el mercado doméstico. Algunos consideran la competencia extran-

jera como un factor positivo para el crecimiento y la eficiencia, en la medida en que es una fuente tanto de capital como de experticia para los mercados locales y un medio para diversificar los riesgos lo más ampliamente posible. Otros la consideran un factor negativo para el crecimiento, en la medida en que aseguradoras extranjeras financieramente fuertes pueden "escoger para ellas" los mejores riesgos, debilitando de ese modo, e incluso impidiendo, el crecimiento de la industria local. La argumentación sobre la competencia extranjera se amplía en el capítulo 7.

Además, los gobiernos pueden tener influencia directa sobre el crecimiento de la industria aseguradora, mediante la provisión de fuentes alternativas de ahorro a largo plazo. Un programa público generoso de pensiones puede desalentar el crecimiento del componente de ahorro contractual de los seguros de vida. De otro lado, se ha argüido que una de las razones del crecimiento tan fuerte que ha tenido la industria de seguros de vida en Alemania es la percepción generalizada de que el programa público de pensiones no va a ser capaz de cumplir sus promesas.

Finalmente, el sistema regulador que instituye el gobierno puede ser un factor decisivo en el desarrollo de una industria segura, pero competitiva.

Contribución de los seguros al crecimiento económico

En el capítulo 1 se afirmó que generalmente hay sinergia entre el desarrollo financiero y el desarrollo económico. Esta sección considera en mayor detalle las formas en las que los seguros contribuyen a este proceso.

Al nivel más elemental, los seguros promueven la estabilidad financiera entre hogares y firmas. La esencia del seguro es que el asegurado –que financieramente está menos capacitado para resistir reveses de fortuna– transfiere esos riesgos a una entidad que está en mejor posición para soportar riesgos debido a su tamaño y a su capacidad para acopiar riesgos. En esta forma, los seguros hacen posible que el riesgo sea manejado eficientemente dentro de la comunidad. Sin seguros, los individuos y las familias enfrentarían una mayor probabilidad de verse financieramente desamparados frente a resultados adversos de eventualidades particulares. Sin seguros, la tasa de fracaso empresarial sería mayor, con las consecuentes pérdidas para otras empresas, para empleados y para los ingresos fiscales. La estabilidad que dan los seguros estimula a individuos y firmas a especializarse, a crear riqueza y a absorber únicamente los riesgos que razonablemente pueden soportar.

Una segunda forma importante en que los seguros respaldan el crecimiento económico es mediante su capacidad de movilizar ahorros. Los estudios han demostrado que, en promedio, los países que ahorran más tienden a crecer más rápidamente. Las aseguradoras de vida son conductoras efectivas para la movilización

de ahorros del sector familiar y su canalización hacia el sector corporativo. En el proceso, las aseguradoras ofrecen servicios de divisibilidad, caja de valores y acopio de riesgos. La naturaleza de largo plazo de las obligaciones de seguros de vida conduce a la formación de capital. El hecho de que las aseguradoras de vida típicamente sean grandes y especializadas en análisis de proyectos, de información y de inversiones, también conduce a la formación eficiente de capital.

Una tercera forma en que una industria aseguradora fuerte puede ayudar al crecimiento económico es aliviando la presión sobre el presupuesto gubernamental. Esto ocurre en la medida en que los seguros privados reducen la dependencia de programas gubernamentales de seguridad social. El seguro de vida en particular es un sustituto potencial de las pensiones públicas. Los estudios han confirmado que el mayor gasto privado en seguros de vida está asociado con una reducción del gasto gubernamental en programas de seguro social. Este aspecto se trata más ampliamente en la sección sobre instituciones de ahorro contractual.

Una cuarta forma en que los seguros complementan el crecimiento económico es mediante su impacto sobre el intercambio y el comercio. Los seguros apuntalan mucho del intercambio, el comercio y la actividad empresarial mundiales. Muchos bienes se transportan a grandes distancias entre comprador y vendedor. El seguro para cubrir el daño potencial durante el tránsito actúa para facilitar esos intercambios. El seguro es también un prerrequisito para comprometerse en determinadas actividades. Normalmente los préstamos garantizados con equipo y propiedad, solamente se extienden sobre la base de un seguro adecuado de los ítems que están sirviendo como garantía. Similarmente, los capitalistas de riesgos suelen requerir seguros de vida de las personas clave, antes de acometer inversiones arriesgadas que dependen fuertemente de las ideas o invenciones de esos individuos.

Finalmente, las compañías de seguros pueden asistir a la comunidad en la mitigación del riesgo. Las aseguradoras tienen un incentivo para minimizar los riesgos a los cuales están expuestas. Su escala y exposición significan que están en buena posición para analizar eventualidades causantes de pérdidas y para promover actividades que mitiguen el riesgo. Entre estas actividades están programas como educación para la prevención de incendios, educación en salud y seguridad ocupacionales, prevención de pérdida industrial, programas de alerta sobre robos e incentivos para que las partes aseguradas reduzcan el riesgo mediante precauciones de seguridad. La sociedad como un todo puede beneficiarse de estos programas y actividades de mitigación de riesgos.

Regulación de las compañías aseguradoras

El marco regulador desarrollado en el capítulo 2 puede usarse para evaluar el estilo y la intensidad de la regulación para las compañías de seguros.

La forma apropiada de regulación

Como todas las instituciones financieras, las compañías de seguros justifican regulación por las fallas de mercado asociadas con la competencia y la integridad en el mercado. Las aseguradoras de vida, en particular, suelen ser compañías internacionales muy grandes, con considerable poder comercial en su trato con clientes minoristas. En sistemas financieros tanto desarrollados como emergentes, el campo para la venta impropia de productos de seguros ha sido un problema para los reguladores de conducta en el mercado.

Más allá de estas necesidades básicas de regulación, existen fuertes argumentos en el sentido de que las compañías de seguros enfrentan también fallas de mercado asociadas con información asimétrica, debido a la complejidad de las aseguradoras y de los productos de seguros.

La identificación de un problema de información asimétrica es una condición necesaria pero no suficiente para justificar regulación prudencial. Para que se justifique este tipo de regulación hace falta que las promesas del asegurador tengan una alta clasificación en las tres condiciones siguientes:

- Su cumplimiento es oneroso para el asegurador.
- Es difícil para el asegurado evaluar la probabilidad de que el asegurador cumpla sus promesas.
- La falla de un asegurador en el cumplimiento de sus promesas ocasionaría significativas penalidades para los clientes minoristas o para la sociedad en general.

Puede no haber argumentos sólidos acerca de que el cumplimiento de la promesa objeto de seguro sea oneroso para el asegurador. Una póliza de vida, por ejemplo, es la promesa de pagar un beneficio definido en caso de muerte del asegurado. Aunque la compañía de seguros pueda hacer estimaciones sólidas de la probabilidad de muerte de cualquier individuo o grupo de individuos, no puede controlar el acaecimiento de la muerte. Del mismo modo, una aseguradora general está expuesta a hacer pagos definidos con base en eventualidades inciertas sobre las cuales ésta no tiene ningún control. La estricta especificación de las eventualidades detonadoras y el hecho de que la aseguradora no tenga capacidad para influir en la ocurrencia de esas eventualidades, coloca las promesas de seguros entre las promesas financieras más onerosas.

Las promesas de seguros son extraordinariamente difíciles de evaluar. La magnitud y complejidad de las compañías de seguros, sean de vida o no, es tal que no es razonable esperar que el cliente minorista promedio evalúe los riesgos involucrados o la capacidad de la aseguradora para cumplir sus promesas. Las aseguradoras (de vida o no) basan sus precios en probabilidades estadísticas de la ocurrencia de eventualidades particulares. Con el tiempo, cualquier cantidad de

eventualidades puede cambiar estas probabilidades significativamente, a favor ya sea del asegurado o de la aseguradora (por ejemplo, inundaciones, enfermedad, avances médicos, etc.). La dificultad de evaluar las promesas de seguros se incrementa más en el caso de riesgos con muchas complicaciones (como ocurre con los seguros de vida y con los seguros de algunas obligaciones). En estos casos, el asegurado puede haber tenido que pagar primas por muchos años antes de llegar a hacer una reclamación, lo que crea un significativo desacople de oportunidad entre los flujos de efectivo de las dos partes.

Finalmente, el que una aseguradora incumpla sus promesas puede causar penalidades significativas. En el caso de los seguros generales, puede argüirse que las promesas aseguradas son especiales por cuanto, por su naturaleza misma, transfieren el riesgo de los miembros de la comunidad menos capacitados para evaluarlo o para asumir las consecuencias de resultados adversos, a aquellos que son profesional y financieramente capaces de hacerlo. En el caso del seguro de vida, las pólizas suelen estar motivadas por el deseo de asegurar a aquellos que puedan quedar financieramente devastados por la muerte de quien gana los ingresos fundamentales, como esposas e hijos. Es significativo que la parte asegurada pague todas estas transferencias de riesgos.

El hecho de que las promesas de seguros tengan una alta clasificación en los tres criterios que justifican la regulación prudencial, explica por qué la mayoría de los países las incluye dentro de la red prudencial. No obstante, el argumento para la regulación prudencial de los seguros surge de la función de acopio de riesgos que éstos desempeñan, no de su papel como instituciones de ahorro contractual. Si bien este último papel es importante, la naturaleza de las promesas involucradas es mucho más débil que las de las involucradas en acopio de riesgos. Este punto se amplía en la sección sobre instituciones de ahorro contractual.

Aunque en general hay acuerdo en cuanto a que los seguros se caracterizan por fallas de mercado en las áreas de competencia, conducta en el mercado e información asimétrica, pocos se atreverían a argumentar que las compañías de seguros constituyen una amenaza sistémica. Ciertamente es verdad que la falla de una aseguradora podría causar perturbaciones a los mercados si fuera suficientemente grande. Pero esta posibilidad probablemente no sea peor que la que ocurriría en caso de falla de una firma manufacturera muy grande. Aunque el impacto sobre los tenedores individuales de pólizas podría ser devastador, se limitaría fundamentalmente a los directamente afectados. Las aseguradoras no se caracterizan por la alta liquidez de las obligaciones que enfrentan los receptores de depósitos. Aun cuando puedan depender de nuevas pólizas para generar utilidades, la pérdida de nuevas pólizas en la eventualidad de preocupaciones de mercado es improbable que cause, por asociación, el fracaso de otras compañías de seguros sólidas. El curso normal de cierre de una aseguradora en apuros es mediante fusión con otra o mediante cierre gradual durante un determinado período, en consonancia con la vida de las pólizas involucradas.

Como sucede en otras áreas en las que se justifica la regulación prudencial, el objetivo de la regulación de los seguros no debe ser eliminar completamente el riesgo –al fin y al cabo el oficio de los seguros es fundamentalmente el manejo de riesgos–, ni pasar inadvertidamente el riesgo de la aseguradora al gobierno. Casi todos los reguladores prudenciales trabajan bajo el principio de que la responsabilidad primaria por la prudencia corresponde a las juntas directivas y a la gerencia de las compañías involucradas. El papel del regulador es trabajar con la industria para promover prácticas empresariales sanas y para proteger contra riesgos indebidos a los consumidores de productos de seguros.

Herramientas y técnicas reguladoras

Tradicionalmente, los reguladores de seguros en todo el mundo se han basado en seis herramientas reguladoras principales:

- Exigencias de entrada
- Solvencia (exigencias de capital)
- Restricciones de balance
- Restricciones sobre asociaciones con otras instituciones financieras
- Exigencias contables
- Exigencias de gobierno.

En términos generales, este conjunto de herramientas es congruente con el marco presentado en el capítulo 2. El grado en que los reguladores de seguros en todo el mundo se concentren en materias de conducta en el mercado, como las prácticas de publicación de información y de ventas, depende primordialmente de si el regulador tiene la responsabilidad delegada de regular la conducta en el mercado como parte de sus responsabilidades prudenciales, o si esas responsabilidades están en manos de un regulador distinto, de conducta en el mercado.

En 1994, la creación de la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros, AISS (International Association of Insurance Supervisors) significó un gran avance en la cooperación internacional entre reguladores de seguros. Desde que se constituyó, la AISS ha producido varios documentos cuyo propósito es estandarizar el enfoque internacional de la regulación de seguros y mejorar la cooperación internacional. Entre esos documentos se cuentan:

- Principios Esenciales de Seguros (Insurance Core Principles).
- Principios de Supervisión de Seguros (Insurance Supervisory Principles).
- Guía sobre Regulación y Supervisión de Seguros para Economías de Mercados Emergentes (Guidance on Insurance Regulation and Supervision for Emerging Market Economies).

- Concordato de Seguros (Insurance Concordat).
- Modelo de Memorando de Entendimiento (Model Memorandum of Understanding).
- Estándar de Supervisión sobre Licencias (Supervisory Standard on Licensing).
- Estándar de Supervisión sobre Inspecciones en el Sitio (Supervisory Standard on On-site Inspections).
- Estándar de Supervisión sobre Derivados (Supervisory Standard on Derivatives).

De éstos, el documento clave es el primero, el cual actualizó y remplazó al segundo. Los principios esenciales –que en términos generales siguen los principios esenciales de los reguladores bancarios internacionales–, reflejan un esfuerzo por armonizar los enfoques y métodos reguladores en todo el mundo. Y aunque en esta etapa temprana están redactados en términos muy generales, constituyen una guía útil con respecto a la práctica óptima internacionalmente aceptada.

Organización de un regulador de seguros

Los principios de la AISS exigen que el regulador esté organizado de tal manera que sea efectivo. Esto significa que debe ser independiente y responsable, tener poderes y personal calificado suficientes y ser transparente en sus operaciones.

Licencias (exigencias de entrada) y cambios de control

Los principios de la AISS sobre exigencias de entrada, incluyen:

- Todas las compañías que deseen suscribir seguros en el mercado doméstico deben tener licencia para ello.
- Para conceder una licencia, el regulador debe evaluar la aptitud de propietarios, directores y alta gerencia, y la solidez del plan empresarial, incluidos su plan capital y los márgenes de solvencia proyectados.
- El regulador debe revisar cualesquiera cambios en el control de una compañía de seguros y debe establecer requisitos claros para cambios de control.
- Para permitir acceso a su mercado doméstico, un regulador puede optar por confiar en el trabajo de supervisión llevado a cabo por un regulador de otra jurisdicción, siempre que las dos jurisdicciones de regulación sean ampliamente equivalentes.

El regulador debe revisar los cambios de propiedad y de control, y establecer criterios claros que tienen que cumplirse cuando se produzcan cambios.

Implícito en estas condiciones (y explícito en otra parte de los principios de la AISS) está el requisito de que el regulador tenga poder legal para expedir una licencia y para retirarla después de expedida.

Gobierno y controles internos corporativos

El tamaño y la complejidad de las compañías de seguros han llevado a muchos reguladores a imponer estándares sobre el gobierno y los controles internos corporativos de las aseguradoras. Los principios de la AISS señalan que los reguladores deben establecer requisitos con respecto a lo siguiente:

- Los papeles y responsabilidades de la junta directiva.
- Los controles internos que la junta directiva y la gerencia aprueban y aplican internamente (éstos deben estar abiertos a revisión del regulador).
- Supervisión prudencial de las operaciones de la aseguradora por parte de la junta directiva.
- Distinción entre estándares para compañías constituidas localmente y para sucursales de compañías constituidas en otras jurisdicciones.

En algunas jurisdicciones los estándares reguladores de gobierno corporativo se extienden mucho más allá de estos requerimientos básicos, para manejar asuntos como políticas y manuales de procedimientos internos, procesos para la adopción de políticas de gobierno, exigencias para la separación de deberes, etc.

Estándares prudenciales (solvencia)

Las compañías de seguros, por la naturaleza de su negocio, están expuestas a riesgos. Un principio sobre el que hay acuerdo general es que en una institución financiera debe haber capital disponible para responder a pérdidas inesperadas.[2] Esta clase de capital es un parachoques necesario para absorber discrepancias entre gastos y utilidades previstos y reales. La solvencia es una medida de capital en el sentido de que mide la diferencia entre activos y pasivos de una aseguradora. La diferencia entre solvencia y capital contable surge de ciertas restricciones que puede imponer el regulador para la inclusión o exclusión de ciertos activos.[3] En todo caso, los conceptos son esencialmente comparables.

---

2 Este concepto del papel del capital en una institución financiera es muy distinto del papel del capital en una compañía no financiera. En la segunda, el capital es visto básicamente como una fuente de fondos para operaciones empresariales (*ver* Matten, 2000: vii).

3 Por ejemplo, el regulador puede excluir activos que se tengan en forma de inversiones en compañías relacionadas, o de préstamos a la junta o a la alta gerencia, o a partes relacionadas con ellos.

La guía de la AISS sobre solvencia es muy vaga. Únicamente exige que los niveles mínimos de capital estén claramente definidos y reflejen el tamaño, la complejidad y los riesgos empresariales de la aseguradora. En la práctica, casi todos los reguladores de seguros imponen un nivel mínimo fijo de capital para conceder una licencia y alguna forma de exigencia de capital ajustable de acuerdo con la escala de las operaciones de la aseguradora. Estos requerimientos varían muchísimo de una jurisdicción a otra. La exigencia expansible normalmente está relacionada con los ingresos de primas o con los pasivos de reclamaciones por pagar. A este respecto, la regulación de seguros es menos avanzada que la bancaria, donde hay un propósito más riguroso por ligar las exigencias de capital a los riesgos efectivamente asumidos por la compañía en cuestión.

Varios países, incluidos Estados Unidos, Canadá, Noruega y Australia, han procurado poner en funcionamiento una exigencia de capital más comprensiva, basada en los riesgos (*ver* recuadro 3.1).

La medida de solvencia depende muchísimo de la medición de activos y pasivos. Los principios de la AISS recomiendan que se fijen estándares con respecto tanto a los activos como a los pasivos de las aseguradoras. En relación con los pasivos, las pautas indican que el regulador debe especificar claramente qué debe incluirse como pasivo de la compañía. Esto incluye reclamaciones incurridas pero aún no pagadas, reclamaciones incurridas pero aún no reportadas, sumas debidas a terceros, sumas en disputa, primas recibidas de antemano, provisiones técnicas fijadas por actuarios y el monto de crédito que se ha de permitir para sumas recuperables bajo arreglos de reaseguramiento.

Con respecto a los activos, las pautas señalan que el regulador debe fijar exigencias que atiendan a los requerimientos de diversificación, los límites que deban imponerse a la tenencia de activos de ciertas clases (como propiedades), la salvaguardia de los activos, los requerimientos de acople de activos y pasivos (especialmente cuando hay riesgos que conllevan complicaciones) y la liquidez de activos.

La medida de solvencia se ve afectada no solamente por el rango de activos y pasivos que se incluya, sino también por su método y valuación. Ciertamente, la medición de pasivos asociados con la actividad de reclamaciones posiblemente sea el riesgo importante por excelencia para la solvencia de una aseguradora. Los pasivos se dan con respecto a reclamaciones vigentes (reclamaciones aún no radicadas contra pólizas existentes) y a reclamaciones futuras (reclamaciones contra pólizas existentes que para el momento de la valuación todavía no han ocurrido). Las variaciones en la medición de estos pasivos pueden tener un impacto material sobre la medición de la solvencia de la aseguradora.

Los principios de la AISS indican que los reguladores deben fijar estándares para la valuación de estos pasivos y para las provisiones técnicas resultantes. Esto por lo general se hace conjuntamente con el cuerpo relevante de estándares contables para el país. Aunque casi todos los países fijan esa clase de estándares, la

RECUADRO 3.1
SOLVENCIA FRENTE A ADECUACIÓN DE CAPITAL BASADA EN LOS RIESGOS

Internacionalmente se ha establecido una distinción entre lo que ligeramente puede denominarse el enfoque de solvencia de la Unión Europea y el enfoque norteamericano de la regulación de seguros con base en los riesgos. La diferencia esencial es que el primero basa la exigencia reguladora de capital de la institución en una medida o combinación de medidas de pasivos, en tanto que el basado en los riesgos utiliza una medida más amplia, cimentada en las medidas tanto de activos como de pasivos, o, en sus formas más sofisticadas, en medidas modeladas del perfil de riesgos de la compañía. En la práctica hay muchas variaciones de los dos perfiles, y también regímenes híbridos, resultado de lo cual es que las diferencias a menudo no son bien entendidas. Subyacente a ambos enfoques está la filosofía implícita de que las pérdidas esperadas debidas a reclamaciones son un costo normal del negocio de los seguros y deben estar cubiertas con provisiones suficientes. El riesgo se refiere a las pérdidas inesperadas que surgen de las divergencias entre los resultados esperados y los efectivos. La falla se produce cuando una divergencia excede a la capacidad de la institución para absorberla. El papel del capital es constituir un parachoques contra pérdidas inesperadas. El asunto a considerar no es otro que cómo medir mejor el capital mínimo necesario para reducir el riesgo de fracaso a un nivel aceptable. Si bien las dos filosofías son idénticas, de todas maneras las diferencias en la metodología de la medición son significativas.

El enfoque de solvencia típicamente aplica un "multiplicador" a una o más de las siguientes medidas de pasivos: primas netas amortizadas, reclamaciones netas estimadas incurridas, obligaciones netas por pólizas (reservas en el caso de seguros de vida y reclamaciones en el caso de otro tipo de seguros), y suma total en riesgo (suma total asegurada menos provisiones). Los múltiplos normalmente son distintos para los seguros de vida que para los otros, y varían de acuerdo con la clase de seguro (incrementándose para los riesgos con más complicaciones). Los múltiplos pueden aplicarse de manera independiente o en combinación. Por ejemplo, la directiva de la Unión Europea impone a las compañías de seguros distintas de las de vida, un margen de solvencia que es el mayor de un monto calculado sobre primas netas amortizadas y un monto calculado sobre la base de las reclamaciones. El cálculo de solvencia habitualmente está respaldado por reglas que gobiernan la valuación de los pasivos y por reglas que restringen el carácter elegible de ciertos activos para ser incluidos en la medición de capital.

El enfoque basado en los riesgos proyecta una red más amplia. Reconoce que el riesgo surge no solamente de la incertidumbre en la valuación de los pasivos (riesgo de los seguros), sino también de la incertidumbre en la valuación de los activos. Esta última se debe a fluctuaciones en los valores de los activos, a su vez debidas a fluctuaciones en los precios del mercado y también a cambios en la posición crediticia (incluida la preestablecida). En sus variantes menos complejas, el método basado en los riesgos extiende el enfoque de solvencia sencillamente agregando exigencias de capital basadas en medidas de riesgo de los activos (normalmente basadas en reglas tomadas de la regulación bancaria). En sus variantes más complejas, busca además incrementar el rango de grados de riesgo del lado de los pasivos. En su forma más sofisticada, este enfoque se apoya en modelos internos de riesgo inesperado construidos por las propias compañías de seguros.

En la práctica, la decisión del regulador entre uno y otro enfoque se reduce a la cuestión de relevancia. Si bien el basado en los riesgos es conceptualmente superior, su utilidad depende decisivamente de la calidad de los modelos empleados, la confiabilidad de los datos y la presencia de suficiente personal calificado tanto en la compañía aseguradora como en la agencia reguladora. En contraste, aunque el enfoque de solvencia es comparativamente poco sofisticado y puede no detectar problemas en ciertos casos, es relativamente sencillo de entender y de aplicar.

práctica varía dependiendo de si el regulador permite o no el descuento para tener en cuenta el valor de oportunidad del dinero al evaluar las obligaciones futuras, y del grado en que se agregue un margen prudencial o conservador a la obligación evaluada, por la incertidumbre que pueda conllevar la medición.

Además de fijar estándares de valuación para los pasivos, los principios de la AISS exigen a los reguladores fijar, siempre que sea apropiado, estándares para la valuación de los activos. Una vez más, las prácticas varían de acuerdo con la permisión de descuentos y también según si el regulador impone o no valuación íntegramente basada en los precios del mercado.

Otros principios

En total hay 17 principios esenciales. Más allá de las áreas clave de licencias, gobierno corporativo y solvencia, los principios cubren un amplio rango de aspectos secundarios:

- El uso de derivados y otros instrumentos financieros por fuera del balance (restricciones sobre su uso, exigencias de revelación de información y establecimiento de controles internos).
- Reaseguramiento (revisión de provisiones más reglas sobre el grado en que el reaseguramiento puede incluirse en la valuación de activos y pasivos).
- Conducta en el mercado (exigencia para asegurar que las compañías de seguros actúen en todo momento con honestidad, destreza, cuidado, justicia y prudencia).
- Reporte financiero (establecimiento de la frecuencia y de las exigencias contables de los reportes al regulador).
- Inspecciones en el sitio (derecho a inspeccionar y a recibir información).
- Sanciones (poder para imponer sanciones a las compañías que no cumplan los estándares prudenciales y para ordenar a una compañía que cese prácticas que sean inseguras).
- Operaciones transnacionales (asegurar que ninguna compañía que opere transnacionalmente pueda escapar de las regulaciones del caso [este principio se expande en una recomendación sobre coordinación y cooperación, dada por separado]).
- Confidencialidad (sujeta a restricciones profesionales de secreto con respecto a la información obtenida en el curso de sus actividades reguladoras).

Aunque en los principios de la AISS no se trata explícitamente el tema de las asociaciones, en el mundo entero una práctica común entre los reguladores de seguros es restringir a las empresas clasificadas como aseguradoras el negocio que pueda hacerse sobre su balance. La AISS acepta que las aseguradoras puedan tener la necesidad legítima de embarcarse en derivados y otros negocios por fue-

ra del balance. Consecuentemente, sugiere que los reguladores fijen exigencias con respecto a estas actividades, incluidas restricciones sobre su uso, revelación de información sobre la cantidad de posiciones por fuera del balance, y controles internos para medir y hacer seguimiento a estas posiciones. Más allá de este tipo de negocio, los reguladores usualmente exigen que las actividades ajenas a los seguros se lleven a cabo en subsidiarias, o bien, en compañías separadas, dentro de una estructura de *holding* no operativa.

Pautas específicas de la AISS para mercados emergentes

Las pautas específicas preparadas por la AISS para economías de mercados emergentes reflejan su reconocimiento de los desafíos únicos que enfrentan las industrias aseguradoras en los mercados emergentes. A la vez que reconoce el carácter único de las economías de mercados emergentes, la AISS reconoce también que hay un amplio rango de experiencias dentro de este grupo y que la implementación de sus principios tiene que adaptarse a cada situación.

Las pautas observan que la inestabilidad de las industrias aseguradoras de los mercados emergentes se ha debido fundamentalmente a una combinación de entornos macroeconómicos inestables y manejo laxo dentro de las compañías, muchas de las cuales son de propiedad del Estado. En general, la supervisión reguladora ha sido igualmente laxa y necesita mucho de una revisión a fondo.

La AISS ofrece la siguiente guía:

- Crear la infraestructura legal esencial para el efectivo funcionamiento en el mercado (en particular, en muchos países se necesita fortalecer no solamente las regulaciones de seguros sino también los principios contables, los códigos comerciales y las leyes corporativas subyacentes).
- Crear una autoridad supervisora de seguros con los poderes suficientes para conceder licencias, aplicar estándares prudenciales, imponer sanciones e imponer exigencias de destrezas y de fondos (el regulador debe ser independiente de las autoridades políticas y de la industria, y también debe responder por el uso de sus poderes y recursos).
- Estimular mecanismos de autorregulación como códigos de conducta industriales y organismos de acreditación profesional.
- Promover la disciplina del mercado mediante revelación de información, competencia y buen gobierno interno.
- Separar las compañías aseguradoras de otras actividades comerciales y financieras, el aseguramiento del reaseguramiento y también los seguros de vida de otras actividades de seguros (éstas son restricciones más fuertes que las normalmente permitidas en los mercados desarrollados).

- Controlar la concesión de licencias a compañías de seguros, así como también la continuidad de su derecho a operar, mediante estrictas exigencias de capital mínimo (la subcapitalización es un problema común de los mercados emergentes).
- En la supervisión continua, incluir examen en el sitio; y legislar la medición y las reglas de seguimiento para la valuación de activos y pasivos.
- Puesto que los mercados emergentes suelen sufrir porque tienen limitadas oportunidades de inversión y por insuficiente revelación de información, prestar particular atención a los procedimientos de las compañías para evaluar y manejar los riesgos, y fijar estándares con respecto a diversificación, al acople de la valuación de activos, etc.
- Seguir de cerca el reaseguramiento y evitar inhibir el acceso doméstico a reaseguradoras extranjeras de alta calidad (el reaseguramiento es un medio importante para evaluar el respaldo de capital extranjero, pero también en los mercados emergentes se ha abusado de él como medio para transferir efectivo al exterior).
- En las primeras etapas de desarrollo del mercado, hacer que el regulador apruebe tanto los montos de las primas como los productos de seguros (sería necesario hacerle un estrecho seguimiento a esta práctica, con miras a devolverle al mercado por lo menos la determinación de las primas, tan pronto como esté suficientemente maduro).

Supervisión

Los principios de la AISS ponen en claro que la supervisión sólida de las aseguradoras exige tanto seguimiento fuera del lugar como inspecciones en el sitio. Con respecto al seguimiento fuera del lugar, las pautas sugieren que se establezca un proceso para lo siguiente:

- Establecimiento del alcance y la frecuencia de los informes de las compañías aseguradoras.
- Establecimiento de las exigencias contables para estos informes.
- Aseguramiento de que las auditorías externas tengan un nivel estándar aceptable.

Con respecto al seguimiento en el sitio, los principios sugieren que los reguladores acometan lo siguiente:

- Llevar a cabo inspecciones regulares para revisar el negocio de la compañía e inspeccionar libros, registros y cuentas.
- Tener el poder para exigir y recibir cualquier información que consideren necesaria de las compañías que tienen licencia en su jurisdicción.

4. Instituciones de ahorro contractual

Las instituciones de ahorro contractual son el medio primario para movilizar ahorros y asignar recursos para usos productivos en la gran mayoría de las economías y, consecuentemente, son cruciales para el proceso de formación de capital. Las instituciones no bancarias de ahorro contractual pueden dividirse en tres grupos principales: compañías de seguros de vida, fondos de inversión y fondos de pensiones. El capítulo 3 se refiere a las compañías de seguros de vida. Este capítulo trata sobre los fondos de inversión y los fondos de pensiones.

El mercado de ahorro contractual

La industria no bancaria, no aseguradora, de ahorro contractual, involucra inversiones colectivas en las que se acopian fondos de varias entidades e inversionistas, y un profesional en manejo de inversiones (o gestor) los maneja en nombre de ellos. La característica que define a esta industria es que los propios inversionistas asumen el riesgo de pérdida asociado con las variaciones de precio en el mercado y el incumplimiento de prestatarios. En otras palabras, el profesional a cargo ejerce un papel de fiduciaria, manejando las inversiones a cambio de unos honorarios, en vez de asumir una posición principal en la transacción.

Las inversiones colectivas pueden distinguirse por la naturaleza de las inversiones mismas que se hagan o por la naturaleza de los fondos invertidos. El vehículo genérico de las inversiones colectivas es un fondo de inversión, en el que los fondos invertidos no tienen ningún propósito específico y, por tanto, no hay restricciones especiales sobre la forma ni sobre el manejo de los mismos, más allá de las especificadas en las leyes generales sobre fideicomisos. Sujetos únicamente a los términos del contrato o prospecto de su fideicomiso, los fondos de inversión invierten en un amplio rango de activos de riesgo, desde dinero en efectivo hasta productos derivados.

El papel del "fideicomiso" en estos vehículos es fundamental. Originalmente, un fideicomiso implica una relación de confianza entre el fiduciante y el fideicomisario en beneficio de terceros que, por una u otra razón, son incapaces de controlar sus propias inversiones. El fideicomisario, al aceptar esa responsabilidad, queda sujeto a los términos del contrato de fideicomiso para actuar en pro de los intereses de los terceros. Históricamente, los fideicomisarios actuaban primordialmente sobre bienes raíces de personas fallecidas. En casi todos los países, cualquier compañía puede actuar como fideicomisaria corporativa o privada (por

ejemplo, para manejar un fideicomiso familiar), en tanto que a los fideicomisarios públicos se les exige una licencia.

Con el tiempo, las bases tradicionales de los fideicomisos han sido superadas por el papel de éstos en inversiones colectivas y también por su papel en la inversión de fondos de clientes privados. En muchos países los bancos fiduciarios, por ejemplo, invierten en activos de alta productividad fondos depositados por individuos acaudalados. En muchos otros las compañías fideicomisarias (o simplemente fiduciarias) supervisan el cumplimiento de las responsabilidades fiduciarias en inversiones colectivas ofrecidas públicamente.

La relación entre el fideicomisario y el profesional en manejo de inversiones no siempre es clara. En algunos países, las fiduciarias ejercen un papel puramente supervisor, en tanto que gestores independientes de los fondos asumen la responsabilidad de las decisiones de inversión. En otros, los papeles de profesional en manejo de inversiones y fideicomisario se combinan en una única entidad responsable. En países donde se ha separado a las fiduciarias del manejo de inversiones colectivas, tales compañías aún conservan el derecho de manejar fondos fiduciarios depositados directamente en sus manos (por ejemplo, de propiedades de personas fallecidas), y a algunas se les permite también acopiar fondos fiduciarios y ofrecer participación al público a través de un prospecto.

Como resultado de estos diferentes modelos, hay un amplio rango de experiencias en materia de crecimiento de los propios fideicomisos (la cantidad de fondos manejados así), profesionales en manejo de inversiones (bancos; bancos de inversión; gestores especializados no bancarios, de fondos) y fiduciarias. Cuando fideicomiso y manejo de inversiones están separados por la ley, el sector fiduciario tiende a ser relativamente pequeño. Cuando no se impone esta separación, las compañías fideicomisarias a veces son la forma dominante de manejo de inversiones para inversiones colectivas.

Pese a la distinción conceptual entre fondos de inversión, fiduciarias y fondos de pensiones, de acuerdo con la naturaleza de los fondos que se invierten, en la práctica suele ser difícil distinguir los grupos. En muchos países las mismas instituciones ofrecen tanto fondos de inversión como fondos de pensiones. En otros, los fondos de pensiones a menudo actúan como punto de acopio, pero luego invierten las contribuciones para pensiones en una serie de fondos de inversión. Igualmente, cuando una fiduciaria prefiere no sostener mucho personal de inversiones, puede invertir los recursos acopiados provenientes de propiedad raíz en fondos de inversión existentes. Las fiduciarias a menudo actúan también como fideicomisarias de fondos de inversión (donde una estructura fiduciaria gobierna la operación de esos fondos).

En términos absolutos, las instituciones de ahorro contractual son más prominentes en Estados Unidos, donde su crecimiento ha sido verdaderamente espectacular en las últimas décadas (*ver* cuadro 4.1). De acuerdo con Kumar (1997: 1) y

con la OCDE (2000: 20-24),[1] allí los activos de ahorros contractuales crecieron de US$ 118.000 millones en 1960 a la asombrosa suma de US$ 6,6 billones en 1990, y luego la cifra continuó creciendo hasta US$ 15,4 billones en 1997. De los grupos institucionales que comprenden este sector, en términos absolutos los fondos de pensiones experimentaron el crecimiento de activos más espectacular, de US$ 58.000 millones en 1960 a US$ 2,5 billones en 1990 y a US$ 6,1 billones en 1997. De 1960 a 1997, los activos de fondos de inversión (incluidos fondos tanto a término indefinido como a término definido) pasaron de US$ 17.000 millones a US$ 4,2 billones. Si bien los activos de seguros de vida crecieron significativamente, de US$ 43.000 millones a US$ 3,4 billones durante el mismo período, su participación del total de activos institucionales decreció de alrededor del 36% al 22%.

El crecimiento del sector de ahorros contractuales, particularmente en la última década, fue igualmente impresionante en otros sistemas financieros desarrollados. En los mercados emergentes, aunque en términos absolutos el crecimiento fue mucho más moderado, algunos de los incrementos fueron asombrosos en términos porcentuales, dado que una década atrás en muchos países las bases eran casi inexistentes.

El crecimiento de los fondos de inversión ha estado estrechamente asociado con el desarrollo de la titulación, por la cual se agregan liquidez y divisibilidad a bienes que de otro modo serían ilíquidos y de gran escala. En el capítulo 6 se describe en mayor detalle este proceso en relación con las hipotecas. El crecimiento de fondos de inversión también se ha visto impulsado por el crecimiento de los fondos de pensiones ya que, además de invertir directamente en instrumentos del mercado de capitales, en muchos países los fondos de pensiones vuelven a invertir sus activos en la industria de fondos de inversión, como una forma conveniente de crear un portafolios diversificado de bienes.

En el gráfico 4.1 se muestran los activos totales de las instituciones de ahorro contractual, incluidos tanto los fondos de pensiones como los fondos de inversión, en relación con el PIB para varios países.

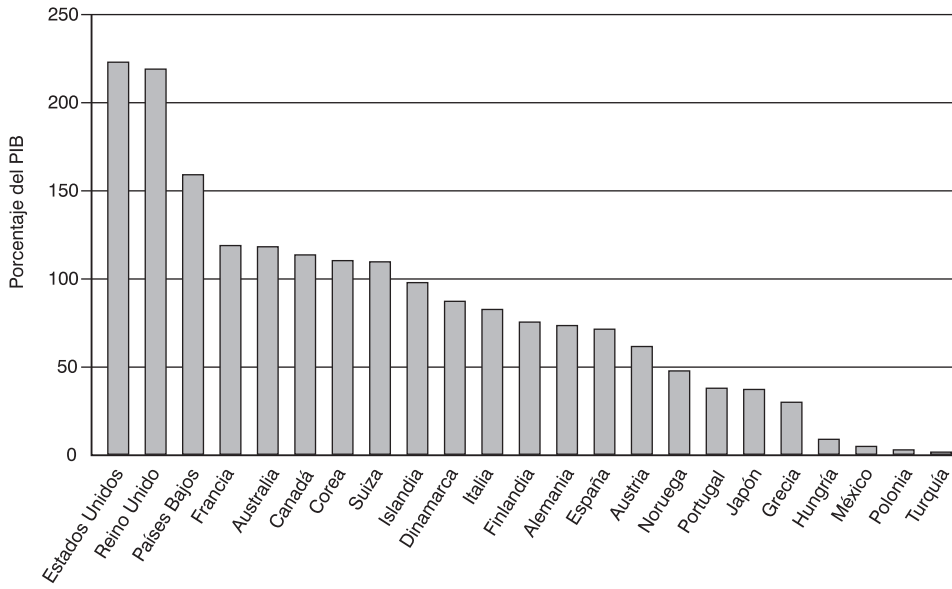
1 Cifras de Kumar (1997: 1) para 1960 y de la OCDE (2000: 20-24) para los demás años.

CUADRO 4.1
ACTIVOS FINANCIEROS DE INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES EN PAÍSES SELECCIONADOS, 1990 Y 1997
(EN US$ MILES DE MILLONES)

	Total inversionistas institucionales		Compañías de seguros		Fondos de pensiones		Sociedades de inversión		Otros inversionistas institucionales	
País	**1990**	**1997**	**1990**	**1997**	**1990**	**1997**	**1990**	**1997**	**1990**	**1997**
Alemania	599,0	1.201,9	400,3	666,1	51,5	60,6	147,2	475,2	—	—
Australia	145,6	384,3	72,9	138,3	50,3	183,1	18,8	50,4	3,7	12,6
Austria	38,8	93,6	24,5	45,2	—	3,4	14,3	44,9	—	—
Bélgica	87,0	180,6	55,5	80,4	3,9	11,6	25,6	82,2	2,1	6,4
Canadá	332,7	616,8	137,7	179,7	164,6	263,0	30,4	174,1	—	—
Corea	121,8	164,5	47,8	70,2	7,9	7,9	66,1	86,3	—	—
Dinamarca	74,2	124,5	51,1	81,1	19,5	30,4	3,7	13,1	—	—
España	64,5	290,7	48,7	111,5	14,4	10,0	15,9	179,2	—	—
Estados Unidos	6.630,0	15.432,6	1.884,9	3.355,5	2.533,1	6.059,2	1.154,6	4.187,5	1.215,4	2.184,1
Finlandia	44,7	72,7	8,7	16,7	—	—	0,1	3,1	35,9	52,9
Francia	655,7	1.329,2	262,6	764,7	—	—	393,1	564,5	—	—
Hungría	—	3,2	—	1,7	—	0,3	—	1,2	—	—
Islandia	2,8	6,3	0,3	0,7	2,3	4,9	0,3	0,7	—	—
Italia	146,6	607,3	66,2	150,4	38,5	34,4	41,9	209,3	—	213,3
Japón	2.427,9	3.205,1	1.074,3	1.594,5	—	611,7	390,0	665,3	963,5	333,7
Luxemburgo	94,1	442,1	—	13,9	—	—	94,1	428,1	—	—
México	23,1	19,2	2,7	5,9	—	0,8	20,4	12,6	—	—
Noruega	41,5	69,9	33,8	46,5	5,1	10,1	2,6	13,4	—	—
Países Bajos	378,3	666,8	116,5	221,3	229,7	368,2	32,1	69,0	—	8,3
Polonia	—	3,5	—	3,0	—	—	—	0,5	—	—
Portugal	6,2	54,2	1,9	21,8	1,1	10,5	3,0	21,4	0,2	0,5
Reino Unido	1.116,8	2.624,4	454,4	1.213,5	536,6	1.066,6	125,8	344,3	—	—
República Checa	—	8,4	—	3,3	—	0,6	—	1,3	—	3,3
Suecia	196,8	316,7	79,5	149,5	3,8	6,0	38,8	76,7	74,7	84,5
Suiza	271,7	236,8	115,5	183,6	137,7	—	18,6	53,2	—	—
Turquía	0,9	2,3	0,4	1,2	—	—	0,5	1,0	—	—

— No disponible
Fuente: OCDE (2000: 20–24).

GRÁFICO 4.1
ACTIVOS FINANCIEROS DE INSTITUCIONES DE AHORRO CONTRACTUAL, 1998



Fuente: OCDE (2000: cuadro S.6, p. 26).

NOTA SOBRE EL CRECIMIENTO DE LOS FONDOS DE PENSIONES

La relación entre activos y pasivos de los fondos de pensiones se complica por la presencia de programas públicos, así como por el rango de características de esos fondos. Los programas nacionales de pensiones se diferencian por lo siguiente:

- El grado en que la provisión sea dada públicamente
- El grado en que las contribuciones privadas sean obligatorias
- El grado en que las obligaciones de pensiones sean financiadas por inversiones
- El que las pensiones sean de beneficio fijo o de aporte fijo
- Quien ostente la responsabilidad del manejo del fondo.

En casi todos los países, la provisión de pensiones es una combinación de provisión pública, ahorros privados obligatorios para el retiro, ordenados públicamente por ley, y ahorros privados voluntarios para el retiro.

La provisión pública tiene una larga historia. Ciertamente, hasta hace muy poco la provisión para la generación retirada era en general vista como una res-

ponsabilidad de los gobiernos. Sin embargo, el envejecimiento de las poblaciones a nivel mundial y la consecuente explosión de obligaciones de pensiones públicas han forzado a algunos a reconsiderar la mezcla de la provisión entre pública y privada.

La explosión de obligaciones de pensiones públicas se ha visto exacerbada por la tendencia a que la provisión pública sea de beneficio fijo, por naturaleza, y esté en gran medida desprovista de fondos. Los programas de beneficio fijo atan los derechos reconocidos de pensiones a una combinación de los salarios durante el empleo y el término del servicio. En contraste, los programas de aporte fijo amarran el derecho reconocido de pensión al monto aportado y al retorno de las inversiones del programa durante el tiempo de los aportes. En el caso de aportes fijos, los trabajadores asumen el riesgo de desempeño del fondo, a menos que dicho desempeño sea garantizado directamente por el gobierno o a través de un fondo de garantías. En el caso de los beneficios fijos, el empleador (o una compañía de seguros, en la que el fondo se ofrece como una póliza de vida o como una pensión fija) asume el riesgo de desempeño del fondo, en tanto que el trabajador asume el riesgo de solvencia del empleador (o compañía de seguros) en la medida en que el fondo resulte comprobadamente insuficiente. Los programas de beneficio fijo están ligados más directamente a la reposición de ingresos durante el retiro, en tanto que los de aporte fijo son más del tipo de inversiones generales.

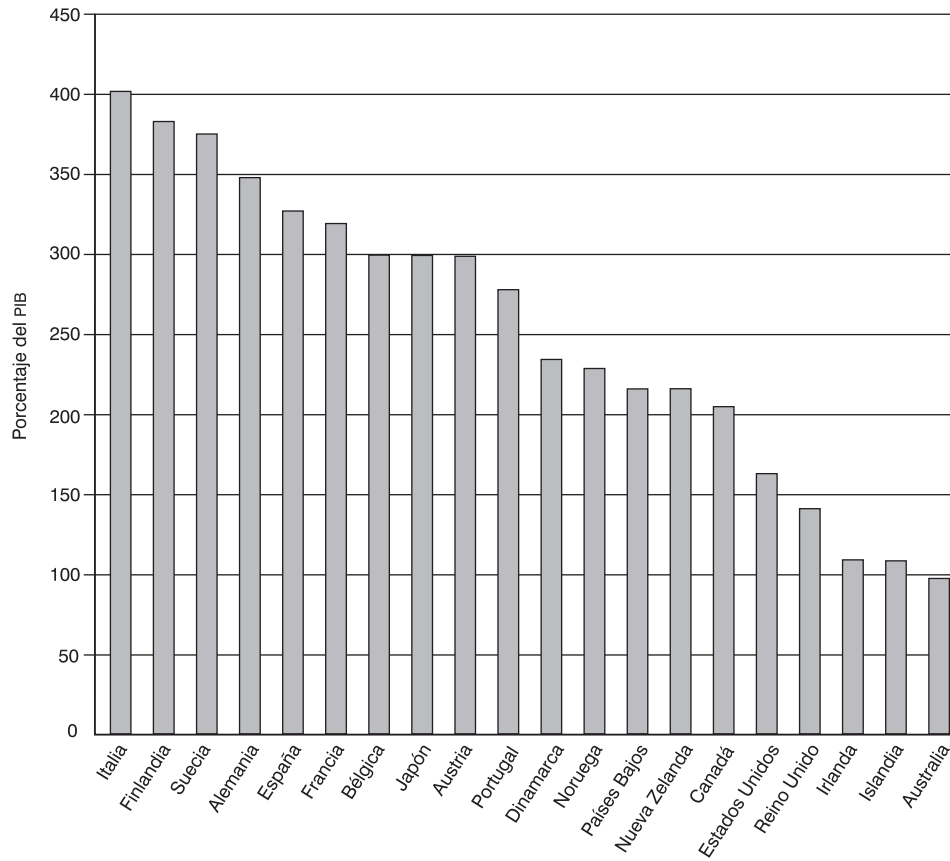
En principio, cualquiera de estas estructuras de reconocimiento de pensiones puede tener provisión de fondos o no tenerla. En los esquemas con provisión de fondos, los pasivos están íntegramente respaldados por inversiones. En los que no tienen provisión de fondos (pago sobre la marcha), los recursos son transferidos directamente de las generaciones que estén trabajando en el presente a la generación de retirados, mediante el proceso presupuestario del gobierno. En la práctica, casi todos los programas públicos de pensiones en todas partes del mundo se describen más correctamente como parcialmente respaldados por fondos que como sin provisión de fondos. Para los efectos de esta explicación, los programas sin fondos y con fondos parciales comparten las mismas características, y a unos y otros se hace referencia como sin fondos. Puesto que, por definición, los programas sin fondos no respaldan (cabalmente) las obligaciones de pensiones con inversiones efectivas, son apropiados únicamente para estructuras de beneficio fijo, donde tal beneficio incluye la posibilidad de una tasa universal única de pensión.[2] Aunque muchos gobiernos han identificado impuestos específicos con aportes para pensiones, pocos han asignado efectivamente esos fondos a inver-

2 Es difícil conceptualizar los programas sin fondos para esquemas de aporte fijo, puesto que se supone que el resultado final de las contribuciones definidas depende del desempeño del fondo. No obstante, como observa Vittas (1998), varios países, incluido Suecia, recientemente han introducido programas públicos, sin fondos, de aporte fijo, basados en cuentas nocionales y tasas de retorno nocionales.

siones; la preferencia ha sido, por el contrario, financiar las pensiones fundamentalmente con ingresos fiscales corrientes. Los programas públicos de pensiones generalmente han tendido a ser de beneficio fijo y sin fondos.[3]

En el gráfico 4.2 se muestra el nivel de la obligación implícita sin fondos de estos programas con respecto al PIB, para los países de la OCDE. Las obligaciones se calculan estimando el valor actual neto del gasto en pensiones. Entre los países que tienen las obligaciones implícitas más grandes, típicamente la deuda

GRÁFICO 4.2
DEUDA PÚBLICA IMPLÍCITA DE PENSIONES EN PAÍSES DE LA OCDE, 1994



Fuente: OCDE (1996: cuadro 2.2, p. 36).

3 De acuerdo con Iglesias y Palacios (2000), en la práctica sencillamente no existen planes de beneficio fijo íntegramente respaldados con fondos, dirigidos por gobiernos nacionales.

por pensiones es varias veces mayor que el nivel de deuda gubernamental sobre emisiones.

Casi todos los países que han optado por pasar parte de la carga de la provisión de pensiones al sector privado, han impuesto el ahorro obligatorio para pensión en una u otra forma. Entre los programas de pensión por mandato, la industria se divide aún más de acuerdo con dónde resida la responsabilidad por el manejo de los activos. Los programas basados en los empleadores o en la industria reflejan los orígenes de muchos esquemas privados de pensiones como beneficios patrocinados por el empleador, diseñados para atraer y retener personal. El manejo de estos fondos típicamente está en manos del empleador o de un comité de inversiones constituido por representantes tanto de los empleados como del empleador (o sindicato, donde el programa es el resultado de negociaciones organizadas entre empleadores y sindicatos).

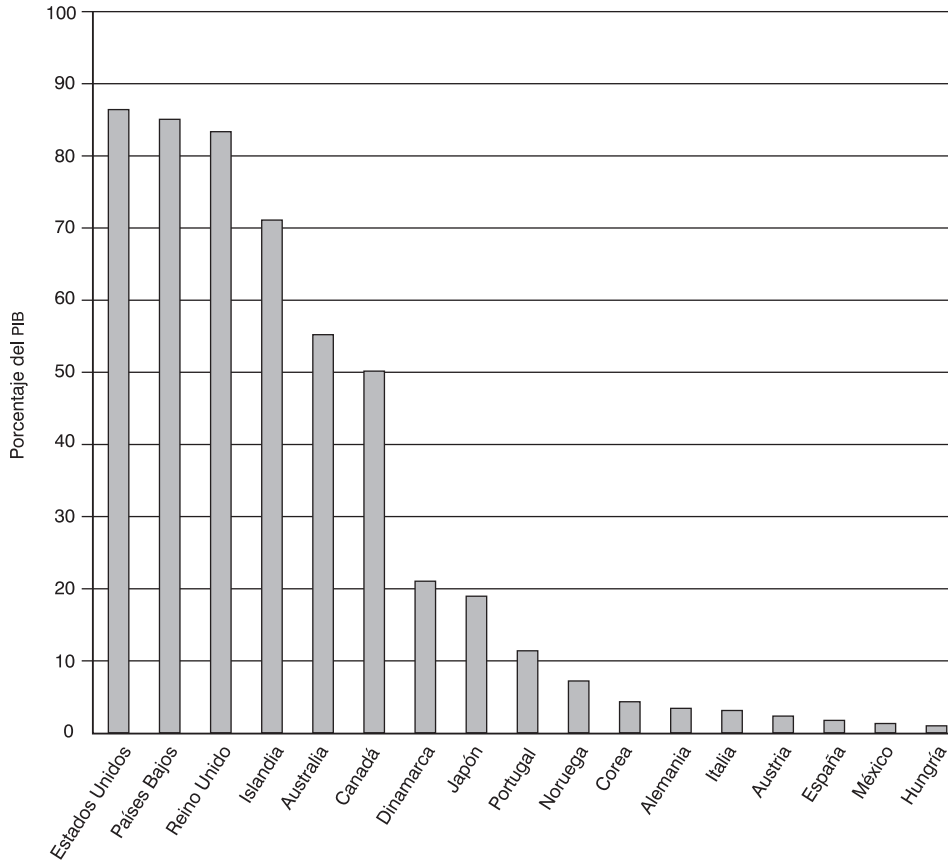
En algunos países el gobierno ha conservado el manejo de los activos de los fondos obligatorios de pensiones. Los mejores ejemplos de programas de pensiones totalmente respaldados por fondos, manejados públicamente, están en países asiáticos como Singapur y Malasia, donde los fondos nacionales providentes están entre los inversionistas institucionales más importantes del país.

El cubrimiento de pensiones en todo el mundo es significativo y creciente. Palacios y Pallarés-Miralles (2000) estiman que unos 800 millones de trabajadores (alrededor del 30% de la fuerza laboral total) están cubiertos por un programa de pensiones, ya sea proveído públicamente o impuesto por mandato público. El cubrimiento se relaciona fundamentalmente con el ingreso per cápita, de manera que los países que tienen mayor ingreso per cápita generalmente proveen una tasa más alta de cubrimiento. De este cubrimiento, cerca de la mitad se da en forma de programas públicos, sin fondos o con fondos parciales, de beneficio fijo. Alrededor de otro tercio se da en forma de programas de beneficio fijo, con fondos manejados públicamente. El balance consta sobre todo de programas de aporte fijo, de manejo ya sea público o privado, y diversas combinaciones de programas de beneficio fijo y aporte fijo. Iglesias y Palacios (2000) estiman que las existencias totales de activos de pensiones de todos los tipos han crecido hasta el punto en que actualmente son tanto como el 50% del PIB mundial. El gráfico 4.3 muestra los activos de fondos privados de pensiones (obligatorios y voluntarios) en relación con el PIB, para varios países de la OCDE.

En las últimas décadas han surgido varias tendencias distintas en la provisión de fondos de pensiones en todo el mundo:

- Una tendencia hacia la reforma de pensiones, que ha incluido un incremento en la provisión de pensiones, especialmente entre los países de mercados emergentes.
- Un incremento en los niveles de los fondos de los programas públicos de pensiones.

GRÁFICO 4.3
ACTIVOS DE FONDOS PRIVADOS DE PENSIONES EN PAÍSES DE LA OCDE, 1998



Fuente: OCDE (2000: cuadro S.8, p. 28).

- Un cambio de los programas de beneficio fijo en favor de los programas de aporte fijo.
- Un cambio hacia la privatización del manejo de programas públicos centralizados.
- Una tendencia a dar a los individuos mayores opciones y control sobre el manejo de sus activos para pensión, bien sea a través de fondos automanejados o mediante la elección individual de fideicomisos de pensiones de oferta pública, estimulada por el crecimiento de los activos de los fondos de pensiones privados voluntarios y las ventajas que tiene para los individuos

consolidar la inversión de sus fondos dispersos entre distintos empleadores y diferentes programas.

Como resultado de estas reformas y la creciente tendencia hacia la provisión privada de pensiones, la literatura sobre el tema ha empezado a definir los sistemas nacionales de pensiones por su combinación particular de tres pilares. En este marco, el primer pilar es un programa público de pensiones con fondos del gobierno, que está dirigido a aliviar la pobreza en la vejez para aquellos miembros de la sociedad que, por cualquier razón, se retiran con activos insuficientes. El segundo pilar son los aportes obligatorios de los trabajadores a fondos de pensiones, los cuales transforman estas contribuciones en ingresos para el futuro. El tercer pilar son los ahorros voluntarios para el retiro, adicionales a los ahorros obligatorios del segundo pilar.

Factores que afectan el crecimiento de las instituciones de ahorro contractual

En general, los factores enunciados en el capítulo 3 como influyentes en el crecimiento de las compañías de seguros de vida son igualmente relevantes para otras instituciones de ahorro contractual. Como en el caso de los seguros de vida, los factores dominantes que influyen en el crecimiento de estas instituciones son el ingreso y la riqueza. Hasta cierto punto, este argumento es circular: Por otra parte, bajos ingresos y poca riqueza conducen a bajos ahorros, y bajos ahorros significan que es poca la necesidad de instituciones de ahorro contractual. De otro lado, la ausencia de un grupo bien desarrollado de instituciones de ahorro contractual puede inhibir de por sí la tasa de ahorro, reduciendo la diversidad de oportunidades de inversión. En todo caso es un hecho que los países más pobres generan muy pocos ahorros del sector privado y, por tanto, tienen poca necesidad de instituciones cuyo papel primordial es ensanchar el rango de instrumentos de ahorro. A medida que estos países empiezan a crecer, los ahorros suelen incrementarse agudamente, pero con frecuencia se los mantiene en depósitos bancarios y otras formas altamente líquidas. En muchos casos, los bancos son las únicas instituciones disponibles en áreas rurales y suburbanas, y la limitada demanda de una gama más completa de instrumentos de inversión no justifica el desarrollo de instituciones y productos de ahorro contractual más especializados.

La cuestión para los mercados emergentes es en qué punto del crecimiento de los ingresos y la riqueza debe esperarse e incluso estimularse el surgimiento de instituciones de ahorro contractual especializadas.

Además de los factores generales comunes para los seguros de vida, otros factores, como la provisión de seguridad social con fondos públicos, y consideracio-

nes de regulación pueden influir en el surgimiento y crecimiento de instituciones de ahorro contractual.

Provisión gubernamental de seguridad social

La naturaleza y el grado de participación pública en la provisión de pensiones puede tener implicaciones significativas para la medida en que se acumulen activos de pensiones y el grado en que esos activos contribuyan al crecimiento y el desarrollo económicos.

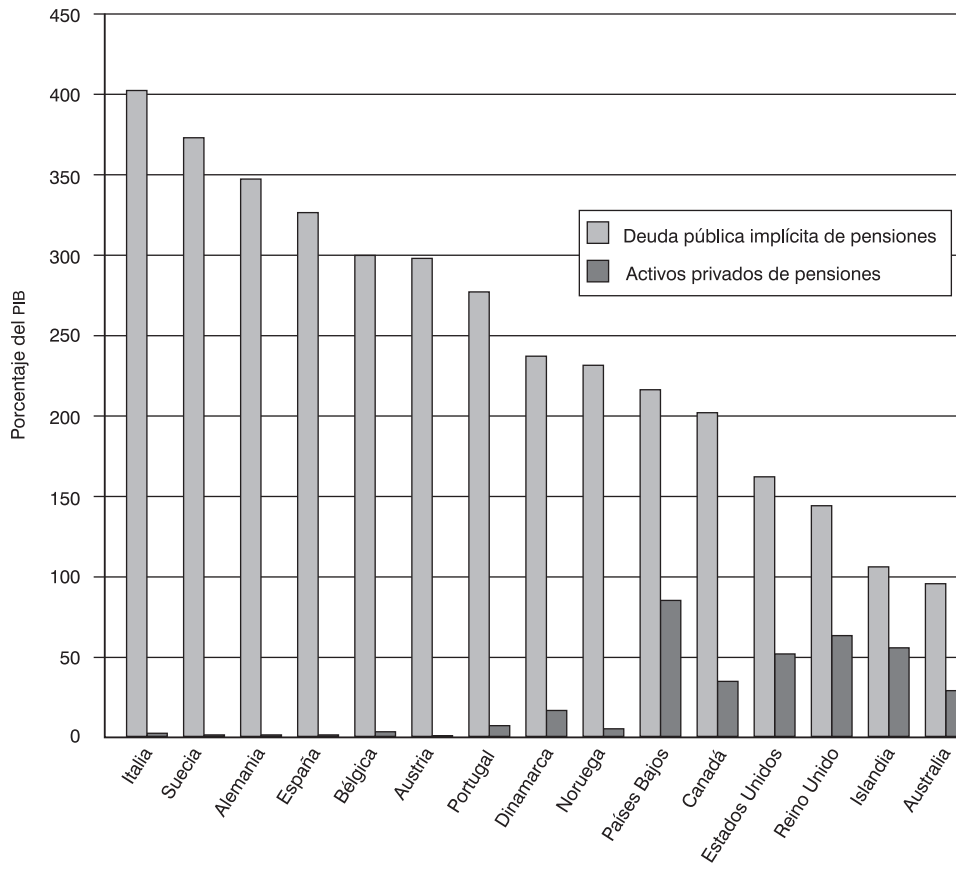
La seguridad social proveída por el sector público es esencialmente ahorro socializado. Para muchos individuos, especialmente los de menores niveles de ingreso, la existencia de un programa público de pensiones obvia la necesidad de cualquier ahorro adicional privado para el retiro. Entonces, la existencia de un programa público puede ser un impedimento sustancial para los ahorros privados para pensiones. Este impedimento puede acentuarse cuando el programa público impone condiciones calificadoras. Por ejemplo, en un creciente número de países las pensiones públicas son vistas más como una red de seguridad que como un derecho reconocido, y juegan tanto un papel distributivo como un papel de ahorro. Para calificar para una pensión pública, los individuos se someten a una prueba de medios basada en el ingreso y la riqueza. Bajo estas circunstancias, el impuesto implícito asociado con la prueba de medios reduce en gran medida el incentivo para que quienes tienen menores ingresos hagan ahorros privados para el retiro.

En el gráfico 4.4 es evidente el grado en que las obligaciones públicas de seguridad social superan la acumulación de pensiones privadas en países de la OCDE. Las cifras muestran activos privados para pensiones y obligaciones públicas implícitas de pensiones en una serie de países, ambos como proporciones del PIB. En general, mientras mayor sea la obligación pública, menores son los activos privados para pensiones.

Puesto que la provisión pública de ingresos para el retiro desplaza la provisión privada, la naturaleza del programa público es de capital importancia para determinar el impacto del crecimiento de las pensiones sobre la acumulación de activos. Cuando el programa público no tiene fondos, lo más probable es que remplace los ahorros privados por transferencias gubernamentales del período en curso. Esto no solamente reduce la necesidad de un sector de ahorro contractual, sino que reduce también la demanda de activos de inversión, disminuyendo de esa forma la disponibilidad de recursos para el desarrollo de mercados domésticos de deuda y renta variable.

Una forma de resolver este problema ha sido que los gobiernos respalden con fondos parte de sus obligaciones públicas de pensiones. En algunos casos, los gobiernos han privatizado la función de inversión (por ejemplo, contratándola

GRÁFICO 4.4
DEUDA PÚBLICA DE PENSIONES Y ACTIVOS DE PENSIONES PRIVADOS COMO PORCENTAJES DEL PIB EN PAÍSES DE LA OCDE, 1994



Fuente: OCDE (1996: cuadro 2.2, p. 36; 2000: cuadro S.8, p. 28).

por fuera con una serie de gerentes de fondos del sector privado). En la medida en que esto lleva a una asignación eficiente de recursos en mercados de capitales, el manejo privado de un programa público de pensiones con fondos parciales puede dar un impulso significativo a los ahorros y a la eficiencia económica nacionales.

Pero algunos gobiernos no han privatizado la función de inversión, sin importar su compromiso con el respaldo total de fondos, y han asumido ellos mismos el papel de manejo de inversiones que tienen las instituciones de ahorro contractual. Fuera de la probable ausencia de incentivos apropiados para el manejo efi-

ciente de los recursos involucrados, existe la tentación de que los fondos de pensiones dirigidos por el gobierno inviertan los recursos de la comunidad en los propios instrumentos de deuda gubernamental (de hecho, en muchos países las regulaciones les exigen hacerlo).

Establecer por mandato la inversión privada para pensiones es otra forma de resolver la falta de incentivos para acumular activos, falta que surge de un programa público, sin fondos, existente. La justificación para el ahorro obligatorio para pensión normalmente se basa en el argumento de que los individuos adolecen de una especie de miopía cuando se trata del retiro. Para muchos trabajadores, el retiro está demasiado lejos para preocuparse por él durante sus años económicamente más productivos; en términos económicos, se argumenta que su preferencia intertemporal de plazos es demasiado alta para que emitan juicios racionales acerca de ahorros para el retiro. Cualesquiera que sean los méritos de esta justificación, el impedimento natural de un programa público existente de pensiones bien puede ser suficiente para inhibir la acumulación sustancial de activos privados para pensiones, si no hay un mandato público de por medio. En la práctica, es poca la diferencia entre un programa privado obligatorio para pensión y uno público, con fondos totales, cuyo manejo haya sido contratado con el sector privado.

Incentivos tributarios

Muchos países dan ventajas tributarias a los ahorros canalizados a través de compañías de seguros de vida o de fondos de pensiones aprobados. Qué tan deseable sea este incentivo es una cuestión que cada país debe evaluar en el contexto de sus objetivos a largo plazo y de sus limitaciones presupuestarias corrientes. La justificación de los incentivos tributarios usualmente se basa en si existe o no la necesidad de estimular los ahorros nacionales; en situaciones de mercados emergentes, normalmente esto será una razón de peso. Una situación en la que pueden justificarse prontamente incentivos tributarios en aras de la equidad es aquella en que se introduce un programa privado obligatorio para pensión, explícitamente como un medio para eliminar un programa de pensiones público, sin fondos. En este caso, a la generación presente se le exige financiar no solamente los ingresos para su propio retiro, sino también los de la generación existente de retirados.

Las leyes tributarias también pueden influir en la estructura del sector de ahorros contractuales. Por ejemplo, en muchos países los fideicomisos son gravados en las manos de los receptores después de la distribución, en tanto que las compañías son gravadas antes de la distribución. A menos que los receptores últimos del ingreso tengan el derecho de compensar los impuestos pagados por las compañías mediante un sistema de imputación, reglas tributarias de esta naturaleza crean un incentivo para estructurar los vehículos de ahorro contractual como fideicomisos y no como sociedades.

Regulación

La industria de ahorros contractuales depende decisivamente de un alto nivel de confianza. Puesto que los ahorros suelen estar atados por largos períodos, es fundamental que los inversionistas individuales tengan confianza en que sus ahorros están seguros. La confianza en la seguridad de estas instituciones se eleva mucho mediante cimientos reguladores sólidos. Escándalos como el ocurrido en Filipinas a principios de la década de 1970, pueden conducir tanto a una pérdida de confianza de parte de los inversionistas como a una falta de disposición de los reguladores a expedir nuevas licencias.

Una regulación represiva puede inhibir el desarrollo de instituciones de ahorro contractual, especialmente cuando impone restricciones de balance que limitan el manejo de riesgos y la capacidad de ganar dinero. Las restricciones de balance, a menudo impuestas en nombre de la seguridad, pueden ser particularmente represivas en términos de inhibir el crecimiento de estas instituciones. Por ejemplo, en muchos países de Europa continental, históricamente los fondos de pensiones y las compañías de seguros han sido restringidos por regulación para invertir predominantemente en promesas de tipo deuda. En forma similar, hasta los ochenta las compañías de seguros australianas fueron un mercado cautivo para bonos del gobierno. En algunos países en desarrollo donde las restricciones de inversión están menos orientadas a la deuda, el campo para la inversión sigue estando restringido por regulaciones que limitan la inversión en activos extranjeros, por razones de balanza de pagos.

Entre los mercados emergentes, Corea, India, Tailandia y Malasia estimularon el desarrollo de fondos de inversión proveyendo un marco regulador de apoyo, en gran medida desregulado. Como quiera que sea, durante la crisis asiática de 1997 y 1998 surgieron problemas con la integridad de la industria, lo que ocasionó un replanteamiento de los fundamentos del enfoque de la regulación.

Contribución de las instituciones de ahorro contractual al crecimiento económico

Las instituciones de ahorro contractual contribuyen al crecimiento y el desarrollo económicos a través de su impacto sobre los ahorros y la asignación de recursos, su adición a la profundidad y liquidez de los mercados de capitales, y los beneficios sociales de brindar seguridad en la vejez.

Impacto sobre los ahorros y la asignación de recursos

Las instituciones de ahorro contractual ayudan a las naciones a movilizar los ahorros proveyendo un rango más grande y más atractivo de oportunidades de inver-

sión. Al agregar divisibilidad a activos de gran escala, habilitan a los inversionistas para crear portafolios mejor diversificados. En el curso ordinario de una inversión, los individuos no tienen la capacidad para comprar derechos de pertenencia sobre activos a gran escala, como propiedad raíz comercial y muchos bienes extranjeros. También es difícil para los pequeños inversionistas adquirir portafolios de capitales bien diversificados o evitar riesgos con productos derivados. Acopiando los recursos de muchos pequeños inversionistas, los fondos de inversión tienen la capacidad para ofrecer a cada participante un portafolios mejor diversificado y un uso más eficiente de las herramientas de manejo de riesgos que lo que de otro modo sería posible.

Agregando liquidez a sus tenencias, ya sea mediante la facilidad de readquisición por compra o mediante la oferta de las acciones de los fondos en el mercado bursátil, los fondos de inversión ofrecen, además, a los inversionistas un nivel mucho mayor de flexibilidad en el manejo de sus asuntos. El efecto neto de estos servicios de divisibilidad y liquidez debería ser estimular los ahorros totales así como también hacer un mejor trabajo de acoplamiento de las preferencias del inversionista con el rango de posibilidades de inversión. Al extender la posibilidad de diferentes inversiones tanto geográficamente como entre grupos de ingresos, las instituciones de ahorro contractual ayudan no solamente a movilizar ahorros, sino también a asegurar la asignación eficiente de los mismos a los usos más productivos.

El impacto de la reforma de pensiones sobre los ahorros y el crecimiento económico nacionales puede ser enorme. El máximo impacto probablemente sea el que se produce cuando las reformas remplazan un programa público de pensiones sobrecargado, sin fondos, por un programa privado obligatorio, respaldado con fondos.

Los efectos de cualquier fuente sobre el crecimiento son notablemente difíciles de medir. Las evidencias disponibles de estudios de programas de pensiones sugieren, no obstante, que esos efectos son positivos y posiblemente sustanciales. En estudios de simulación para Australia, Bateman y Piggott (1998) encuentran que la introducción de pensiones privadas obligatorias incrementarían los ahorros nacionales en un 70% y el PIB en un 1,5%. En un estudio similar para México, Ayala (1996) encuentra que el PIB se incrementaría entre 0,4 y 2,1%. En Suiza y Chile, donde las reformas están vigentes desde hace suficiente tiempo como para evaluar empíricamente el impacto, la tasa de ahorro nacional se elevó del 6,0 al 8,5%, y del 16,7 al 26,6% del PIB, respectivamente, desde la introducción de la reforma de pensiones (James, 1997).

Profundidad y liquidez en los mercados de capitales

Al proporcionar a pequeños inversionistas acceso a mercados mayoristas de capitales, las instituciones de ahorro contractual incrementan la demanda de produc-

tos del mercado de capitales, como deuda y renta variable. El impacto más obvio de este incremento de la demanda se produce sobre la liquidez y rotación de estos mercados. Adicionalmente, la introducción de nuevos inversionistas a través de fondos de inversión y de fondos de pensiones deben ayudar a bajar el costo del capital para las firmas, lo que potencialmente estimula la formación de capital. El carácter inherente de largo plazo de las inversiones de fondos de pensiones es coherente con el desarrollo de los mercados de capitales de largo plazo que, de lo contrario, podrían no ser suficientemente respaldados por bancos y otros vehículos de inversión que miran a un plazo relativamente corto.

Al examinar la relación entre ahorros contractuales y profundidad del mercado de capitales en los países de la OCDE, Catalan, Impavido y Musalem (2000) encuentran una fuerte correlación positiva entre activos de ahorros contractuales como porcentaje del PIB, por un lado y, por el otro, capitalización del mercado y valor de las acciones negociadas. Sus resultados respaldan la proposición de que los ahorros contractuales ayudan a estimular la liquidez y actividad del mercado de capitales.

James (1997) ofrece aún más respaldo a la conclusión acerca del impacto del crecimiento de las pensiones sobre la profundización del mercado financiero, observando que en Chile los mercados financieros se han tornado más líquidos a medida que los fondos de pensiones han diversificado sus portafolios, que tanto el número de acciones negociadas como su rotación se ha incrementado, que la diversidad de instrumentos financieros negociados ha crecido y que ha mejorado el precio de los activos. Holzmann (1996) estima que la profundización del mercado financiero inducida por las reformas de pensiones de Chile incrementó la productividad total de los factores en un 1% al año (la mitad del incremento total).

Vittas (1996) arguye que los fondos de pensiones van aún más lejos en su contribución al crecimiento y al desarrollo. Que son una fuerza positiva para la innovación, para el gobierno corporativo y para la privatización. A medida que estos fondos crecen en tamaño e importancia, crean demanda para nuevos instrumentos y para mercados más amplios. Vittas cita el papel que jugó el crecimiento de los fondos de pensiones en el desarrollo de la titulación y de los derivados financieros en Estados Unidos. Además atribuye, por lo menos parcialmente, el surgimiento del comercio por paquetes y la reforma a nivel mundial de las comisiones de corretaje bursátil, a la presión ejercida por los fondos de pensiones. Su papel en el gobierno corporativo emana de la fuerza de su voz colectiva. También su papel en la privatización se deriva de su tamaño y consecuente capacidad para absorber activos de gran escala.

Una cosa que preocupa a algunos países es si permitir o no que los fondos de inversión y los fondos de pensiones accedan a inversiones en ultramar. Aunque pueda no haber mucho que argumentar frente a la proposición de que extender el rango de oportunidades de inversión favorece los intereses del público inver-

sionista, cuando la tasa de cambio es fija, la inversión extranjera por parte de instituciones de ahorro contractual puede significar pesadas demandas sobre escasas reservas de divisas. Esta presión puede mitigarse en la medida en que se dé al capital extranjero acceso a los mercados domésticos de capitales. El juicio crítico clave no es tanto si abrir o no, sino más bien cuándo y bajo qué condiciones abrir los mercados domésticos a la inversión extranjera y permitir a fondos domésticos invertir en el exterior.

Efectos indirectos

Además de su impacto directo sobre el crecimiento y el desarrollo económicos, los fondos de inversión y los fondos de pensiones contribuyen indirectamente al bienestar económico en la medida en que proveen alternativas al sistema bancario como vehículo para ahorros nacionales, contribuyen a la seguridad en la edad de retiro y alivian la presión sobre los presupuestos gubernamentales.

Puesto que los fondos de inversión y los fondos de pensiones invierten directamente en instrumentos de deuda y de renta variable, constituyen una alternativa distinta del sistema bancario para los ahorros. Ya se han mencionado los beneficios para los ahorradores individuales. Adicionalmente, el país puede beneficiarse del desarrollo de fuentes alternativas de intermediación financiera entre los proveedores y los usuarios de recursos financieros. La expansión de las alternativas de intermediación estimula la competencia y la eficiencia, y la reducción de su dependencia de los bancos hace al sistema financiero como un todo, menos vulnerable a las crisis bancarias y, consecuentemente, más flexible en su respuesta a choques externos.

Mientras mayor sea la seguridad que los individuos sienten con respecto al futuro, más dispuestos estarán a asumir riesgos empresariales normales en el presente y es más probable que contribuyan al bienestar económico general de la comunidad.

Las pensiones privadas también alivian la presión sobre los gobiernos, eliminando la dependencia de pensiones públicas. Esto no solamente reduce la obligación gubernamental implícita de pensiones, sino que además alivia la presión sobre los impuestos que, de lo contrario, podría inhibir la formación de capital y el crecimiento.

La forma apropiada de regulación

Los fondos de inversión caen con relativa claridad dentro de la categoría de instituciones que solamente justifican regulación de integridad en el mercado y de competencia. El caso para los fondos de pensiones es más complejo, en especial cuando se trata de fondos constituidos por mandato público pero manejados por

el sector privado. Por tanto, la consideración de la regulación comienza por los fondos de inversión.

Regulación de fondos de inversión

En términos de los criterios introducidos en el capítulo 2, las actividades de los fondos de inversión no acarrean ningún riesgo sistémico automático. La posible excepción a esto, lo mismo que con cualquier categoría de instituciones, se da cuando un fondo individual (o grupo de fondos) alcanza un tamaño de operación o un grado de interrelación con otras instituciones financieras debido al cual su fracaso puede tener consecuencias sistémicas.

Ese fue el caso de Long-Term Capital Management (LTCM) a finales de la década de 1990 en Estados Unidos. En virtud de su credibilidad en el mercado, LTCM pudo elevar una base de capital relativamente pequeña a una exposición de tales proporciones que su fracaso no solamente habría puesto en peligro varias instituciones financieras sino que también habría podido perturbar sustancialmente la operación de mercados mundiales de derivados. Al final, el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos jugó un papel como agente de una solución al problema, aunque estuvo a punto de comprometer fondos públicos como parte de esa solución. Al cierre de cuentas de la crisis de LTCM, la discusión se concentró en una regulación más estricta de las instituciones financieras que extienden crédito a fondos de esa naturaleza, y en mayores exigencias a los fondos en materia de revelación de información; es poco el apoyo que se ha dado a la sugerencia de regular prudencialmente tales fondos, como una forma de reducir el riesgo sistémico.

Igualmente, no hay argumentos para regular los fondos de inversión basándose en fallas de información asimétrica. Estos fondos no hacen promesas particularmente onerosas al público. En la gran mayoría de los casos, su "promesa" es manejar los recursos del inversionista aplicando la máxima capacidad del gestor, dentro de los parámetros establecidos por el prospecto de inversión. Los inversionistas de un fondo de inversión asumen posiciones principales y también asumen el riesgo en la misma forma en que lo hacen los inversionistas en renta variable. Protegerlos a un nivel más alto que el de otros inversionistas de capital crearía una desigualdad reguladora que no tendría base para su justificación. La protección primordial disponible para los inversionistas de fondos de inversión debe radicar en la licencia, la revelación de información y el buen gobierno, todo lo cual cae dentro de la regulación de integridad en el mercado y se discute en mayor detalle más adelante.

Regulación de fondos de pensiones

Es difícil analizar la forma apropiada de regulación para los fondos de pensiones, independientemente de la naturaleza y el nivel de participación gubernamental en la provisión de pensiones. Cuando las pensiones son enteramente voluntarias, hay a lo sumo una débil justificación para regularlas mucho más allá del nivel de regulación aplicado a los fondos de inversión. El argumento radica fundamentalmente en las concesiones tributarias que usualmente se aplican a los fondos voluntarios de pensiones, y en la necesidad que tiene todo gobierno de proteger de abusos su exposición tributaria. Aun así, la forma de regulación justificada por las consideraciones tributarias coincide más con la regulación de conducta en el mercado que con la prudencial. A medida que se incrementa la participación del gobierno, se fortalece la justificación de alguna forma de regulación prudencial.

En el otro extremo del espectro, las pensiones que son enteramente proveídas por el sector público a través de un programa sin fondos o con fondos parciales, son difíciles de regular, dado que el riesgo que enfrentan los "inversionistas" es fundamentalmente político. De hecho, ese riesgo cristalizó cuando muchos gobiernos reconocieron su incapacidad para cumplir sus obligaciones de pensiones no respaldadas por fondos, y este reconocimiento llevó al surgimiento de programas privados de pensiones, por mandato público, en un esfuerzo por remplazar los programas dependientes de fondos públicos.

La justificación de la regulación prudencial surge más claramente cuando el gobierno ordena contribuciones para fondos de pensiones, razón por la cual esta sección está primordialmente dedicada a la regulación de fondos obligatorios. Al eliminar la libertad del individuo para escoger su propio nivel de ahorro para el retiro, el gobierno asume cierto grado de responsabilidad. Pero es importante identificar los límites de esa responsabilidad. Esos límites están determinados a su vez por la naturaleza de las promesas que haya de por medio, tanto del gobierno como del sector privado.

Resulta útil comenzar con las promesas de pensiones menos onerosas y considerar en qué forma puede necesitarse fortalecer el enfoque de la regulación a medida que las promesas implícitas se tornen más onerosas.

Programas de aporte fijo manejados por fondos competitivos del sector privado

Los programas de pensión de aporte fijo conllevan una promesa fiduciaria. En ausencia de imposiciones reguladoras específicas, quien maneja los activos promete, por una tarifa de manejo, actuar justa y honestamente en la inversión de los mismos. En este caso, el propietario de la inversión para pensión asume íntegramente los riesgos del mercado y de incumplimiento en la inversión.

Siempre que el inversionista tenga libertad de escoger un gestor para el manejo de activos y que el mercado de esos gestores sea competitivo, puede argüirse que los requerimientos de regulación para este tipo de fondos no son mucho mayores que los requerimientos para fondos de inversión generales.

Las herramientas reguladoras primordiales para el manejo de este tipo de relación fiduciaria son exigencias para tener licencia, estándares de revelación de información, estándares de gobierno corporativo y exigencias de capital mínimo. Dentro de estas regulaciones hay varios aspectos en los que puede necesitarse que la regulación de pensiones sea más fuerte que las reglas equivalentes para fondos de inversión. Más adelante se contemplan con mayor amplitud la naturaleza de estas regulaciones y los rasgos específicos relevantes para la regulación de pensiones.

Es difícil justificar la imposición de más regulaciones intervencionistas en el caso de pensiones de aporte fijo competitivamente proveídas donde hay libertad de elección.

Programas de aporte fijo manejados por fondos no competitivos del sector privado

No todos los países han considerado apropiado permitir la competencia entre los gerentes de pensiones. De hecho, todavía se están debatiendo los argumentos para la competencia irrestricta. Las prácticas van desde países como Australia, donde hay varios miles de fondos de pensiones industriales y de oferta pública,[4] hasta países como Bolivia, donde el gobierno ha limitado el manejo de fondos obligatorios de pensiones a sólo dos agencias.

La oferta no competitiva puede darse debido a que el gobierno restringe el número de licencias disponibles para gerentes de pensiones (modelo latinoamericano), o bien, porque empodera al empleador (o a un sindicato) para determinar si ha de invertirse la pensión del trabajador (modelo adoptado por varios países de la OCDE, incluidos Australia y Suiza).

En Australia, donde la regulación prudencial de pensiones es relativamente ligera, está abierta la entrada para cualquier firma que cumpla los criterios del regulador para el ingreso. Aunque no haya mucho que objetar al principio implícito, el número excepcionalmente grande de pequeños proveedores en una economía tan pequeña, hace extremadamente difíciles la supervisión y la ejecución. Sin embargo, el hecho de que la decisión de inversión esté fundamentalmente en manos distintas de las del trabajador, hace el mercado mucho menos competitivo de lo que podría esperarse (casi todos los proveedores son efectivamente "cauti-

4 Además de estos grandes fondos, hay más de 200.000 fondos automanejados, con menos de cinco miembros.

vos" de empleadores o sindicatos) y torna aún más decisiva la fortaleza de las regulaciones y su ejecución.

Hay dos áreas principales en las que puede justificarse hacer más estrictas las regulaciones para la oferta no competitiva de pensiones de aporte fijo:

- Límites sobre el tamaño de las tarifas de manejo
- Restricciones sobre la composición del portafolios.

La primera surge del poder efectivo de monopolio que los proveedores de pensiones tienen con respecto a los inversionistas de pensiones cuando son pocas o nulas las posibilidades de escoger. La segunda surge de dos extremos posibles: cuando hay muy pocos proveedores, éstos tienen poder potencial de mercado en el mercado de inversiones, y cuando hay muchos pequeños proveedores "cautivos" existe el riesgo de que los mismos no estén en capacidad o no estén dispuestos a proveer a los inversionistas beneficios adecuados de diversificación.

El asunto es que cuando la legislación impone límites a las opciones del inversionista, ya sea determinando por mandato qué fondo tiene que usar, o restringiendo el número de fondos de entre los cuales puede escoger, el gobierno está fortaleciendo implícitamente su promesa de proteger los intereses de los inversionistas de pensiones. Esta promesa, a su vez, puede requerir intervención reguladora más fuerte para proteger la exposición del gobierno a sus promesas.

Programas de aporte fijo con un retorno mínimo garantizado por el gobierno

En un buen número de países es común imponer exigencias de retorno mínimo (y, en algunos casos, también máximo) a los proveedores privados de planes de pensión obligatoria. La argumentación para tales reglas de rentabilidad es reducir el riesgo que corren los inversionistas individuales de pensiones de que el desempeño de sus fondos sea inferior al promedio de la industria. Una restricción de esa naturaleza solamente se justifica cuando los aportes para pensión son obligatorios y cuando la elección de gerente de fondos o de tipo de fondo es limitada por ley. En efecto, la garantía refleja la obligación moral impuesta al gobierno de asegurar un ingreso de pensiones suficiente en un sistema en el que el individuo no tiene ningún control sobre su inversión.

En algunos casos, el mínimo se especifica en términos absolutos; por ejemplo, Suiza impone una tasa de retorno nominal mínima del 4%, en tanto que Singapur fija la suya en 2,5%.[5] En otros, se especifica con respecto a un punto de referencia;

5 Las cifras reportadas en esta sección fueron tomadas de Srinivas y Yermo (1999).

por ejemplo, Chile y Argentina definen una franja de rentabilidad que consiste en el menor de dos puntos porcentuales o una fracción fija por encima y por debajo del retorno anual promedio de la industria. Estos límites del retorno casi siempre son impuestos en combinación con ciertas limitaciones a la competitividad de la oferta.

Una garantía como ésta incrementa todavía más la intensidad de la promesa del gobierno a los inversionistas de pensiones. Para esta clase de promesa son apropiados dos tipos de regulación:

- Restricciones sobre la composición de los portafolios de los fondos de pensiones, para asegurar que haya una elevada probabilidad de que su desempeño caiga dentro de un rango limitado.
- Establecimiento de un fondo de garantías para suplir los déficit cuando éstos ocurran.

Los costos potenciales asociados con estas estrategias son significativos. Restringir la composición del portafolios de los gerentes de fondos de pensiones es casi con certeza ineficiente. Por ejemplo, Srinivas y Yermo (1999: 29) encuentran que en América Latina, donde tales restricciones son aplicables, la asignación de activos de diferentes gerentes de fondos de pensiones es muy similar, resultado de lo cual es que los "gerentes de fondos son virtualmente indistinguibles en términos de sus estrategias de asignación de activos e inversión". También encuentran que el desempeño ajustado al riesgo de los fondos de pensiones en América Latina, sufrió como resultado de la regulación de las inversiones y mejoró radicalmente una vez que se relajaron esas restricciones.

Programas de aporte fijo manejados por el sector público

El límite lógico en la restricción del número de proveedores de pensiones está en tener un programa único de pensiones manejado por el gobierno, al que los individuos hacen aportes obligatorios. En una variante de este modelo, el gobierno, a su turno, puede subcontratar con el sector privado parte del manejo de la inversión. Los programas de pensión de Singapur y Malasia son de este tipo general.

En este caso, el gobierno adopta explícitamente la responsabilidad del manejo de las pensiones y los intereses de los pensionados. Dentro de este modelo, puede argüirse que la naturaleza de la regulación es la misma que en el caso de aportes fijos con oferta no competitiva. No obstante, su implementación se complica por el hecho de que pocos gobiernos son entusiastas con respecto a establecer una agencia para regular solamente las propias actividades del gobierno.

Los peligros que conlleva este modelo son muchos y difíciles de contener con métodos reguladores convencionales. En primer lugar, siempre existe una tentación para el gobierno cuando un gran acopio de fondos queda directamente bajo su control. Como mínimo, existe la tentación de invertir esos fondos en títulos del

gobierno (cosa que es una práctica común) para ayudar a financiar las aspiraciones de gasto del presupuesto. Una preocupación más seria es que los fondos pueden dirigirse a financiar proyectos políticamente atractivos, sin prestar atención a los intereses de los inversionistas de pensiones. En segundo lugar, el gobierno interno de fondos manejados por el sector público es típicamente más débil que el de fondos equivalentes del sector privado, lo que incrementa la probabilidad de fraude y malversación de fondos.

Un efectivo programa de este tipo requeriría, como mínimo, lo siguiente:

- Un compromiso gubernamental muy fuerte de hacer pública la información tanto de la composición como del desempeño del portafolios.
- Un conjunto de estándares fuerte y revelado al público, sobre gobierno interno.
- Un compromiso de someterse a auditoría regular por parte de una agencia independiente de auditoría pública, para efectos de cumplimiento y eficiencia.
- El reporte de desempeño con respecto a puntos de referencia acordados públicamente.

Programas de beneficio fijo

Los programas de beneficio fijo tienen mucha mayor intensidad de promesa que los de aporte fijo. Cuando se privatiza o se contrata con el sector privado el manejo de activos para pensiones de beneficio fijo, se hace necesario imponer fuertes estándares reguladores para asegurar que pueda cumplirse la promesa de un beneficio especificado. El mismo problema surge cuando se convierten en mesadas los pagos de pensiones en bloque, del sistema. Puesto que una mesada puede extenderse por varios años y la totalidad de los fondos para la misma se han aportado previamente al momento del retiro, el retirado está significativamente expuesto al vendedor de esa mesada.

En ambos casos hay necesidad de regulación para imponer estándares estrictos para la seguridad del derecho adquirido de pensión. Al igual que con las diversas formas de programas de aporte fijo, los programas de beneficio fijo exigen elevados estándares de licencia, revelación de información y gobierno interno. Sin embargo, la herramienta reguladora primordial en este caso es el capital.

El problema de asegurar que los proveedores de programas de pensiones de beneficio fijo sean capaces de cumplir sus promesas, normalmente se aborda exigiendo revisiones actuariales periódicas de los fondos. A partir de las revisiones, se hace una evaluación de la capacidad del fondo para cumplir las promesas con las que se ha comprometido. Cuando los activos corrientes del fondo son insuficientes para cumplir esas promesas, se le exige al gerente inyectar capital adicional para recuperar su valor actuarial.

Herramientas y técnicas reguladoras para inversiones colectivas

El cuadro 4.2 presenta un resumen de los diferentes tipos de programas de pensiones y las principales respuestas reguladoras para manejar los riesgos particulares involucrados.

Cuadro 4.2
Tipo de programas de pensiones y respuestas reguladoras apropiadas

Programa de pensiones	Licencia, revelación de información y gobierno interno	Exigencias de capital mínimo de manejo	Restricciones sobre tarifas	Restricciones de portafolios	Fondo de garantías	Revisión actuarial
Aporte fijo						
Oferta competitiva	✓	✓				
Oferta no competitiva	✓	✓	✓	✓		
Retorno garantizado	✓	✓	✓	✓✓	✓	
Manejo público	✓✓					
Beneficio fijo	✓	✓✓				✓

Nota: ✓✓ indica que se justifica intensificar la regulación.

Licencias

Las exigencias para otorgar licencias para gerentes de fondos deben concentrarse en establecer si los individuos asociados con el gerente del fondo son personas aptas y apropiadas para llevar a cabo sus responsabilidades para con los inversionistas. Esto debe incluir referencias profesionales y pasado judicial, así como también exigencias de evidencias de calificaciones profesionales en consonancia con los tipos de inversiones que se estén ofreciendo.

Cuando el fondo hace afirmaciones particulares, como garantías de capital o facilidades de liquidez para los inversionistas que se salgan del mismo, las condiciones para otorgar la licencia deben incluir justificación de estas promesas y evidencias de la forma en que van a respaldarse dichas promesas. Mientras el regulador no esté convencido de que en circunstancias razonables puedan cumplirse las promesas, debe negarse o modificarse la licencia. El otorgamiento de licencia para operar también debe implicar que la entidad que la va a recibir reconozca que la continuidad de la misma depende de que ésta cumpla los estándares de revelación de información al público y de gobierno interno fijados por el regulador.

Las exigencias para otorgar licencias a gerentes de fondos de pensiones deben ser, en términos generales, similares a las que se aplican a los gerentes de fondos de inversión. En todo caso, dado que la protección de las pensiones contra fraude y desfalco es de importancia capital; dado que las inversiones involucradas son por naturaleza de largo plazo, y dado que las contribuciones para pensión habitualmente son obligatorias, los estándares para el otorgamiento de licencias deben ser más rigurosos para los fondos de pensiones que para los fondos de inversión. Por ejemplo, al determinar si los gerentes son aptos y apropiados para el manejo de aportes para pensiones, el estándar debe dejar por fuera la participación de cualquiera que tenga antecedentes criminales e incluso contra quien haya una demanda (hasta que esa demanda haya sido contestada y haya quedado claro que el individuo está libre de todo cargo). Es más, el estándar debe exigir evidencias de sistemas de respaldo de oficina capaces de cumplir las complejas exigencias legales y contables del manejo de pensiones.

Muchos países han utilizado restricciones en la concesión de licencias como una forma de configurar la estructura de la industria de pensiones. Exigencias mínimas de entrada estimulan una industria diversa y competitiva, pero potencialmente menos segura. En el otro extremo, países de América Latina han utilizado estrictas condiciones para el otorgamiento de licencias a fin de promover la seguridad por encima de la eficiencia. Estas condiciones más estrictas incluyen la concesión de licencias solamente a un pequeño número de firmas dedicadas exclusivamente a la prestación de servicios de pensión. En algunos casos, instituciones financieras existentes son excluidas de toda consideración para licencia. El equilibrio entre eficiencia y seguridad es una cuestión de juicio crítico y debe depender, al menos en parte, del estado de desarrollo financiero.

Revelación de información

La revelación de información es la piedra angular de la regulación de fondos de inversión. La inversión en fondos de inversión debe ser un prospecto dado a conocer al público, y los estándares de revelación de prospectos deben ser extraordinariamente altos y ejecutables por ley. Los castigos por dar información desorientadora sobre un prospecto deben ser onerosos. Dado el costo y la complejidad de imprimir y distribuir prospectos y el hecho de que más información no siempre ayuda a los inversionistas, los reguladores deben considerar la práctica adoptada por muchos países de exigir que haya un prospecto completo a disposición del regulador y para consulta de los inversionistas, pero insistir únicamente en la distribución de un prospecto abreviado que contenga las aplicaciones de inversión. El prospecto abreviado debe resumir todos los rasgos esenciales de la inversión de una manera que sea fácil de digerir para los inversionistas.

La naturaleza de las inversiones de los fondos de inversión es tal, que el desempeño debe medirse y reportarse siempre con base en los precios del mercado.

Cuando los mercados son demasiado magros para soportar la valuación regular basada en los precios del mercado, los estándares de revelación de información deben hacer que las alternativas sean claras y sin ambigüedad. Las exigencias de revelación de información son particularmente importantes en el caso de las fiduciarias, dado que muchas jurisdicciones han aplicado estándares relativamente laxos en esta área, basadas en el papel histórico de los fideicomisarios (en el que a menudo se consideraba más importante la confianza que el desempeño).

El segundo aspecto de la revelación de información que es relevante para los fondos de inversión, es su estructura de tarifas. Hay en el mundo un amplio rango de prácticas de revelación de información con respecto al reporte de tarifas. Sin embargo, es poca la justificación para cualquier cosa que sea menos que la revelación completa. Esto incluye la revelación de derechos de ingreso y de salida, tanto en términos absolutos como en relación con los promedios industriales. También debe incluir exigencias de que los fondos revelen todos los honorarios pagados a agentes y asesores de inversiones, así como la naturaleza de esos honorarios (si se trata de honorarios pagados una sola vez o de honorarios que continúan pagándose por el tiempo que el inversionista permanezca en ese fondo particular). La regulación de agentes y asesores también es aconsejable para asegurar que ellos revelen igualmente a los inversionistas los honorarios que les pagan los diferentes fondos de inversión. Solamente la revelación completa de información puede exponer todo el rango de conflictos de interés potenciales que enfrentan los asesores.

Cuando se considera que los fondos de inversión conllevan una amenaza sistémica potencial, debido a su tamaño y a la naturaleza de sus actividades, el regulador debe contemplar la posibilidad de exigir un reporte más regular y detallado de posiciones. Puesto que estos informes de posición serían comercialmente sensibles, el regulador tendría que mantenerlos como información confidencial.

Los estándares de revelación de información son igualmente cruciales para las inversiones de pensión obligatoria. El retorno total de las inversiones de pensión depende de dos factores: el retorno de los activos y los costos de administración del fondo. Para habilitar a los individuos para tomar decisiones informadas, siempre que se permita la elección, la revelación de información debe incluir todos los costos administrativos, así como el desempeño del fondo. Ambas cosas deben reportarse tanto en términos absolutos como en términos relativos a los promedios industriales o a puntos de referencia externos. Algunos países han adoptado el mismo estándar de revelación de información que se aplica a los fondos de inversión; concretamente, basada toda en los precios del mercado. Otros, particularmente en Europa, han adoptado el enfoque de la industria de declarar una tasa de retorno a intervalos anuales. La similitud entre fondos de pensiones y fondos de inversión sugiere que es preferible lo primero, y evidentemente la tendencia internacional va en esta dirección.

Cuando no se permite la elección, sigue siendo crucial el reporte de desempeño en términos tanto absolutos como relativos. Si bien ello no ayuda a los inversionistas de pensiones en la selección entre proveedores en competencia, sí permite un chequeo regular de la diligencia del gerente de pensiones. Con el tiempo, el desempeño razonable debe ser una condición para conservar el derecho privilegiado de manejar fondos obligatorios en un entorno no competitivo.

Gobierno interno

La regulación de los fondos de inversión también se apoya en un alto nivel de gobierno corporativo (*ver* recuadro 4.1). Como se dijo anteriormente, el papel de la confianza es fundamental para la operación de los fondos de inversión. Para ejercer cabalmente sus responsabilidades para con los inversionistas, el gerente de un fondo de inversión debe tener una cultura de cumplimiento y responsabilidad. Para estimular el desarrollo de una cultura de esa naturaleza, el regulador podría considerar la posibilidad de exigir al gerente que cree un comité de cumplimiento que incluya miembros externos (con calificaciones apropiadas), con la responsabilidad específica de reportarle al regulador faltas de cumplimiento. El regulador también puede imponer exigencias específicas para que el comité asegure que la información sea debidamente revelada a los inversionistas y que el gerente adopte políticas y procedimientos sólidos y los practique.

Las regulaciones de gobierno pueden incluir igualmente exigencias que cubran la responsabilidad de los gerentes de fondos de aconsejar a los clientes acerca de lo apropiado de ciertas inversiones para su situación particular. Este deber de atención debe estar respaldado por sanciones onerosas por violación, incluidos castigos financieros y, en casos particularmente escandalosos, la pérdida o suspensión de la licencia.

Además de estos controles internos, los reguladores de fondos de inversión, y especialmente los de fondos de pensiones, deben adoptar exigencias de gobierno protectoras, como el uso obligatorio de servicios de vigilancia, segregación apropiada de activos y auditorías externas. Las reglas de gobierno deben dirigirse también a prevenir conflictos de intereses y a restringir la inversión en bienes de partes relacionadas. En el caso de fondos de beneficio fijo, son también esenciales las revisiones actuariales externas regulares.

Exigencias de capital

Las exigencias de capital juegan mínimo dos papeles. En primer lugar, dan un nivel mínimo de peso a quienes buscan asumir la onerosa responsabilidad fiduciaria de manejar fondos de inversión o fondos de pensiones. En segundo lugar, constituyen un colchón de recursos en caso de fraude. Muchos países imponen un nivel mínimo de alrededor del 1% de los activos manejados, en tanto que

RECUADRO 4.1
¡EL GOBIERNO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN SÍ IMPORTA!

Como sucede con todas las corporaciones, los directores o fideicomisarios de un fondo de inversión o compañía de inversiones tienen la responsabilidad de supervisar el manejo de los negocios del fondo y el mandato de jugar un papel esencial en la protección de los intereses de los accionistas del mismo. Cuando se establece como una corporación, un fondo de inversión es gobernado por una junta directiva, en tanto que cuando se establece como una fiduciaria empresarial es gobernado por una junta de fideicomisarios. Los deberes de directores y fideicomisarios con respecto a los fondos de inversión son esencialmente idénticos. Según el derecho consuetudinario, de los directores corporativos se espera que ejerzan un "deber de atención y lealtad": a ellos se les exige ejercer la misma atención que una persona razonablemente prudente le daría a su propio negocio, y tener una lealtad indivisa hacia cualquiera que sea la corporación en cuya junta sirven. En el contexto de los fondos de inversión, se espera que éstos ejerzan un sano juicio empresarial en sus inversiones, que establezcan políticas y procedimientos para la operación segura del fondo, y que desempeñen las funciones de supervisión y revisión para proteger los intereses de los accionistas.

La naturaleza de los fondos de inversión es tal, que estos fondos tienen conflictos inherentes de intereses los cuales, a su vez, demandan estándares rigurosos de gobierno interno como contrapeso. Los fondos de inversión implican grandes acopios de activos líquidos manejados por asesores de inversión externos o por compañías de manejo, a cambio de unos honorarios. El fondo de inversión mismo típicamente no tiene empleados propios y tiene una estructura de pertenencia fragmentada, compuesta fundamentalmente por pequeños accionistas. Esta estructura puede llevar a conflictos directos entre los accionistas, cuyos intereses son proteger y valorizar su inversión, y el asesor de inversiones, cuyo interés es maximizar los honorarios.

En 1940, reconociendo la naturaleza única de los fondos y la inadecuada protección ofrecida dentro de las leyes federales de títulos valores (principalmente en lo que concierne a las provisiones sobre revelación de información y antifraude), el Congreso de Estados Unidos puso en vigencia la Ley de Compañías de Inversión. El precepto fundamental de 1940 es que los directores de fondos independientes deben servir como vigilantes de los intereses de los accionistas. Específicamente, la legislación estipula que como mínimo el 40% de la junta directiva tiene que constar de directores independientes que no tengan ningún otro negocio ni relaciones familiares con el asesor de inversiones, el representante legal, los funcionarios o empleados del fondo. Los directores independientes están investidos de responsabilidades especiales sobre materias clave, incluida la aprobación inicial y la renovación periódica de los contratos de asesoría de inversiones y de distribución. En este contexto, la ley ordena que esos contratos se renueven anualmente después de los dos primeros años siguientes a la aprobación inicial, dada por una mayoría de directores independientes del fondo. Las funciones clave de supervisión de los directores independientes son evaluar el desempeño del consejero de inversiones, el representante legal, el custodio y otras partes que desempeñan servicios para el fondo, y autorizar y renovar sus contratos de acuerdo con su desempeño. Durante el proceso de renovación anual, los directores independientes típicamente piden y revisan información detallada acerca de las organizaciones de asesoría y suscripción, y la calidad de los servicios que ellos proveen al fondo.

En los últimos años ha habido un movimiento creciente para mejorar el gobierno de fondos de inversión en Estados Unidos. Por ejemplo, en 1999 el Instituto Compañía de Inversiones convocó a un grupo asesor conformado por directores y líderes independientes en la industria de los fondos de inversión, para identificar prácticas óptimas en el gobierno de fondos (Advisory Group on

(*Continúa en la página siguiente*)

(*Continuación recuadro 4.1*)

Best Practices for Fund Directors, Investment Company Institute, 1999). Entre las 15 recomendaciones clave del informe del grupo asesor estaba un llamado para que los directores independientes constituyeran una "supermayoría" (mínimo de dos tercios) en todas las juntas de fondos, en vez del 40% prescrito por ley en esos tiempos. El informe recomendó también que ex funcionarios o ex directores de un asesor de inversiones del fondo, representante legal o ciertos afiliados, no sirvan como directores independientes del fondo. Que los directores independientes tengan asesoría legal, y que se reúnan por separado de la gerencia.

Además de las exigencias de gobierno interno impuestas a los fondos de inversión de Estados Unidos, los fondos son regulados por la comisión estadounidense de títulos valores y cambio, SEC (Securities and Exchange Commission), en materia de conducta en el mercado. La SEC impone cierto número de salvaguardias adicionales para los inversionistas, incluidas:

- *Revelación de información.* Todos los fondos de inversión tienen que informar cabal y completamente a los inversionistas mediante una circular o prospecto escrito. Se exige que el prospecto obligatorio como parte de una venta, describa, entre otras cosas, el objetivo de inversión del fondo, sus métodos de inversión, información sobre cómo comprar y redimir acciones, información sobre el asesor de inversiones, el nivel de riesgo que el fondo está dispuesto a asumir (incluidos instrumentos de inversión e influencia), y derechos y gastos del fondo. A los fondos de inversión se les exige radicar sus prospectos en la SEC antes de distribuirlos a los inversionistas; la información incluida en estos prospectos tiene que presentarse de manera clara y sencilla. Se les exige, asimismo, dar a sus accionistas informes anuales y semestrales que contengan información reciente sobre el portafolios, el desempeño, las metas de inversión y las políticas del fondo. Y también se les exige revelar sus tarifas en un cuadro estandarizado de tarifas al frente del prospecto.

- *Transacciones a distancia prudencial*. Los custodios y los contadores públicos también desempeñan funciones de vigilancia. Las regulaciones de la SEC exigen a los fondos de inversión tener custodios independientes y producir estados financieros certificados, preparados por contadores públicos independientes. Éstos aseguran que las transacciones y su desempeño sean coherentes con los informes periódicos de los fondos de inversión a sus accionistas, y con la información contenida en sus prospectos.

otros exigen un capital de hasta el 3% de los activos. Cuando un gerente de fondos promueve un fondo con garantías (por ejemplo, un retorno mínimo o una garantía de capital), el regulador debe incrementar la exigencia de capital para darle peso a la garantía, a menos que ésta esté respaldada por una parte externa, por ejemplo, una compañía de seguros.

El papel del capital es incluso más importante en el caso de fondos de pensiones de beneficio fijo y mesadas. Los participantes en un programa de beneficio fijo están expuestos a la solvencia del patrocinador en la eventualidad de que el desempeño de las inversiones del fondo no alcance el nivel necesario para sostener los beneficios prometidos. El receptor de una mesada de pensión está totalmente expuesto a la solvencia del proveedor.

En el caso de un fondo de beneficio fijo, el regulador debe exigir revisiones actuariales regulares de la capacidad del fondo para cumplir con los beneficios programados y asegurar que el patrocinador cubra cualesquiera deficiencias. Cuando el gerente de un fondo promueve el plan de beneficio fijo, el regulador debe exigirle tener suficiente capital para responder a cualesquiera cambios inesperados del valor del fondo. Muchos países limitan la promoción pública de planes de beneficio fijo y las ventas de mesadas a instituciones financieras prudencialmente reguladas, como las compañías de seguros de vida.

Límites a las tarifas de manejo

En un mercado competitivo de fondos de inversión y planes de pensiones, en el que hay suficientes opciones, el argumento para restringir el nivel de los derechos de manejo es relativamente débil. Asumiendo que se dé la revelación adecuada de tarifas en términos comparables con los de otros fondos, los inversionistas deben poder tomar decisiones informadas y asumir la responsabilidad de sus propias decisiones de inversión.

La justificación para poner tope a las tarifas es más fuerte en el caso de los fondos de pensiones "cautivos", donde los aportes son obligatorios y la elección de fondo está fuertemente restringida o incluso prohibida. En este caso, el gerente del fondo está en una posición de monopolio efectivo, de manera que la regulación de precios es una respuesta reguladora aceptable. El nivel del tope no debe fijarse tan alto que haya retornos excesivos para el monopolio. Tampoco debe fijarse tan bajo que el gerente del fondo se vea forzado a recortar gastos administrativos esenciales, a fin de ganar un retorno aceptable de su capital.

Pautas y restricciones de inversión

La esencia de los fondos de inversión es hacer que el gerente revele suficiente información para que los inversionistas asuman la responsabilidad de sus decisiones. El contrato de fideicomiso y el prospecto deben revelar claramente las inversiones permisibles que el fondo puede acometer, los riesgos que conllevan esas inversiones y la estrategia que el gerente del fondo se propone adoptar para manejar esos riesgos. Adicionalmente, diversos países prescriben normas prudenciales de distinto grado de intensidad, como las que exigen un nivel mínimo de diversificación y que restringen los tipos de inversiones (con el objeto de asegurar liquidez de fondos a término indefinido); y las que imponen porcentajes máximos que se puedan tener de cualquier emisor (asuntos de control).

La situación es mucho menos nítida en el caso de fondos de pensiones. En primer lugar, estos fondos son inversiones a largo plazo acometidas en nombre de los trabajadores que las proveen con ingresos para el retiro. Muchos de estos

inversionistas son relativamente poco sofisticados en materias financieras y pueden no estar en buena posición para tomar decisiones acertadas de inversión a largo plazo. En segundo lugar, cuando en un programa de aporte obligatorio hay libertad para escoger (segundo pilar), además de un programa público de pensiones como red de seguridad (primer pilar), hay potencial para problemas de riesgo moral. Inversionistas bursátiles pueden escoger deliberadamente portafolios de pensiones de alto riesgo, al saber que el estado los asegura efectivamente contra el peor de los casos.

Las respuestas reguladoras a estos problemas varían en intensidad. En algunos casos puede justificarse un enfoque más restrictivo, en aras de la seguridad. Al mismo tiempo, mientras más intensas e intervencionistas sean las restricciones, mayor será el costo potencial en términos de eficiencia de la inversión y más difícil puede ser para el programa cumplir su propósito de proveer ingresos suficientes para el retiro.

En el extremo más suave de la escala reguladora, muchos países contrarrestan estos problemas apoyándose en el principio de la "persona prudente" para gobernar las decisiones del gerente del fondo de pensiones. Este principio pone en el gerente del fondo una carga de responsabilidad para que invierta en la forma en que lo haría un inversionista prudente, dadas las circunstancias del individuo en cuyo nombre él actúa.[6] Esto normalmente se considera adecuado cuando la población inversora es razonablemente sofisticada. La debilidad de este enfoque es que depende de las cortes para determinar la sustancia del principio; pero cuando los sistemas judiciales están bien desarrollados y son confiables, puede funcionar muy efectivamente. Cuando no lo están, el resultado pueden ser largas demoras e incoherencia en el establecimiento de precedentes.

Cuando hay preocupaciones acerca de la efectividad del sistema judicial, o de la vulnerabilidad o credulidad de los inversionistas –por ejemplo, en países que están en las primeras etapas de la reforma de pensiones–, se justifica mayor intervención en el proceso de toma de decisiones de inversión.

Cuando se justifica más intervención, el enfoque más común es imponer regulaciones de diversificación mínima. Éstas pueden darse en términos de fijación de tenencias máximas de emisiones individuales de partes relacionadas, o tenencias máximas de inversiones en diferentes sectores de la economía o en diferentes tipos de inversión. Muchos países también descartan, o por lo menos limitan, el uso de influencias en el portafolios de pensiones, puesto que las influencias incrementan el riesgo para una estructura de activos dada. Algunos limitan el uso de productos derivados a transacciones para cubrirse contra riesgos.

---

6 Un método adicional para estimular la compatibilidad de incentivos entre los intereses de los propietarios de activos y los gerentes de activos, es exigir a los gerentes que inviertan su capital en el fondo mismo.

En el extremo más draconiano de la escala, las restricciones reguladoras pueden extenderse a tenencias mínimas de ciertas clases de inversiones y a prohibiciones de ciertos tipos de inversiones. Las tenencias mínimas se han utilizado mucho para crear mercados cautivos para títulos del gobierno. Las prohibiciones se han usado en razón de preocupaciones (a menudo fuera de lugar) acerca de riesgos, para excluir tenencias de capitales y de inversiones extranjeras; también se han usado para proteger reservas de divisas.

Aunque habitualmente estas restricciones se aplican en nombre de la seguridad, en general son contrarias a los intereses del inversionista para pensión y pueden ser costosas en términos de eficiencia de la inversión. Las exigencias de tenencia mínima también pueden estimular a los fondos de pensiones a tener cantidades desproporcionadas de las inversiones en algunos mercados. Esto no solamente conduce a un problema de control, sino que además puede destruir la liquidez de esos mercados. Desde la perspectiva de un desarrollo sistémico, la exclusión de inversiones de capital, que ha sido común en los países de mercados emergentes, inhibe también el crecimiento de los mercados de capitales al negarles el acceso a una de las fuentes de fondos más grandes y más rápidamente crecientes del sistema.

En la medida en que las restricciones de tenencia mínima y prohibición incrementan el riesgo y la ineficiencia en las inversiones de pensiones, aumentan la carga moral del gobierno. Si bien las regulaciones de este tipo son difíciles de justificar en términos de falla del mercado y de los objetivos de un programa de pensiones, pueden jugar un papel en la transición de un sistema de pensiones puramente público a uno dominado por pensiones privadas obligatorias.

A veces los reguladores aplican otro tipo de restricción a las inversiones, en un intento por incrementar la seguridad. Por ejemplo, el modelo latinoamericano de reforma de pensiones restringe los aportes obligatorios a un instrumento único de inversión creado específicamente para cuentas de pensiones privadas. De manera similar, cada proveedor está limitado a administrar solamente un fondo (o dos, en algunos casos). La razón que subyace a estos tipos de restricciones es la percepción de que las tareas de regular y supervisar una industria de múltiples instrumentos y múltiples fondos, son demasiado complejas para los reguladores. Limitar a los gerentes de pensiones a un solo fondo, y a los inversionistas a un solo instrumento, ayuda también a eliminar el problema de riesgo moral creado por la oferta de opciones, esencialmente eliminando del programa esa oferta de opciones. El costo principal de estas restricciones no es solamente que elimine el campo para que los inversionistas reduzcan el riesgo mediante la diversificación de sus tenencias para pensiones a través de distintos gerentes, sino que también elimina su capacidad para seleccionar una estructura de portafolios que se adapte mejor a su edad, su carrera y sus preferencias de riesgo.

En efecto, a los inversionistas jóvenes que están comenzando con su primer trabajo, se les exige tener la misma composición de portafolios que a trabajadores

más antiguos que están cerca de retirarse. Estas restricciones adicionales no deben aplicarse sin entender claramente sus costos.

Fondos de garantías

Los fondos de garantías asociados con fondos de pensiones se usan con dos propósitos principales. En primer lugar, en algunos países se usan para compensar a los inversionistas de pensiones por pérdidas incurridas por fraude. En segundo lugar, se usan para proveer una tasa mínima garantizada de retorno de las inversiones de pensiones. Esta segunda forma de garantía es común en América Latina.

El primer tipo de fondo de garantías normalmente es activado después de que ha ocurrido un fraude y habitualmente adquiere la forma de un gravamen a la industria. En vista del papel del gobierno en ordenar aportes obligatorios para pensiones y en limitar la oferta de opciones alternativas (donde impone tales restricciones), hay una fuerte justificación para los fondos de garantías de este tipo, los cuales plantean pocos temas de preocupación, si es que plantean alguno.

El segundo tipo de fondo de garantías es más problemático. La única justificación para garantizar un retorno mínimo de inversiones de pensiones surge del hecho de que el gobierno ordena los aportes obligatorios sin empoderar al individuo para controlar su inversión. La solución más obvia del problema es introducir mayor libertad de elección para el inversionista. Dondequiera que esto resulte impráctico por alguna razón, es importante establecer un mecanismo de entrega contra la garantía cuando sea necesario.

Pero crear un fondo de garantías exige un nivel más de regulación, para eliminar el problema de riesgo moral asociado al hecho de garantizar un retorno mínimo para los que tengan un bajo desempeño, financiado efectivamente por aquellos cuyo desempeño en la industria no sea bajo. Cuando el fondo de garantías es un verdadero acopio de fondos al que contribuyen los gerentes, se presenta el problema de cómo deben invertirse estos fondos y cómo debe regularse su manejo.

A veces los fondos de inversión y los fondos de pensiones justifican una regulación más allá del nivel congruente con las promesas que hacen. Cuando estos fondos alcanzan un tamaño suficiente para influir en los mercados o para plantear una amenaza sistémica, puede justificarse regulación adicional. Estas consideraciones son particularmente relevantes en el caso de la provisión de fondos de pensiones no competitivos, en el cual un número muy pequeño de instituciones puede crecer con el tiempo hasta llegar a una posición de dominio del mercado. También son relevantes cuando provisiones de tenencia mínima conducen al dominio de un mercado de pequeña cantidad de títulos valores.

Para limitar el dominio del mercado de fondos de pensiones, a veces los reguladores imponen tenencias máximas de las acciones de cualquier emisor o grupo de emisores relacionados. Similarmente, para limitar su impacto negativo sobre la liquidez de los instrumentos de deuda, algunos reguladores imponen tenen-

cias máximas sobre las emisiones de deuda de cualquier emisor o grupo de emisores relacionados. Estas regulaciones que limitan el monto de cualquier inversión dada que los fondos de pensiones puedan tener, tienen potencial para entrar en conflicto directo con restricciones de portafolios que limitan el rango de las inversiones.

Supervisión

Dado que la regulación de los fondos de inversión enfoca la conducta en el mercado, la supervisión habitualmente está dominada por el análisis, fuera del sitio, de datos e información recogidos a través del proceso regulador. La cantidad potencialmente grande de fondos y el amplio rango de sus actividades de inversión, hacen que resulte extraordinariamente costoso sostener inspecciones activas en el sitio. Normalmente las inspecciones e investigaciones de fondos de inversión son disparadas por quejas. En gran medida, los reguladores de fondos de inversión dependen de auditores externos, comités de cumplimiento e inversionistas descontentos, para descubrir transgresiones de regulación más allá de lo que es posible identificar a través de análisis fuera del sitio.

La razón para inspeccionar los fondos de pensiones es más fuerte, dado el mayor nivel de regulación que típicamente se aplica. Cuando un gran número de proveedores ofrecen pensiones competitivamente, la viabilidad de las inspecciones es, una vez más, cuestionable. Independientemente del costo, varios reguladores de grandes industrias de pensiones todavía procuran mantener un programa regular de inspecciones en el sitio. Por ejemplo en Australia, pese a tener varios miles de fondos de pensiones que corresponden a un mismo regulador, ese regulador mantiene un programa activo de inspección en el sitio. Debido a que se necesitarían muchos años para visitar toda la industria, el regulador se ve forzado a priorizar las inspecciones de acuerdo con sus propias evaluaciones internas de riesgo.

Los programas de inspección en el sitio no solamente son más fáciles de manejar, sino que además son cruciales en la medida en que la intensidad de la regulación se incrementa y decrece el número de proveedores de pensiones. A medida que la industria se torna más concentrada, los inversionistas de pensiones como grupo resultan cada vez más expuestos a la malversación, el fraude y el fracaso de un pequeño número de instituciones.

Aspectos especiales de la reforma de pensiones en mercados emergentes

Los principios para la regulación de pensiones obligatorias en un sistema desarrollado están relativamente bien definidos. La principal decisión para un gobierno es determinar en qué punto del espectro entre seguridad y eficiencia quiere

ubicarse. Si el público inversionista todavía es relativamente poco sofisticado, la balanza debe inclinarse hacia el lado de la seguridad, sacrificando algo de eficiencia. Sin embargo, siempre que los mercados estén bien desarrollados y tengan un alto nivel de integridad, el énfasis de la regulación de todas maneras debe estar en promover la competencia y la capacidad de elección del inversionista, en tanto que el enfoque regulador debe residir fundamentalmente en la licencia, la revelación de información y el gobierno corporativo. Herramientas reguladoras como restricciones de inversión y tasas de retorno garantizadas serán bastante irrelevantes.

La situación tenderá a ser mucho más ambigua para las economías de mercados emergentes. Si bien los ideales de competencia y capacidad de elección del inversionista tienden a ser objetivos de largo plazo, el problema inmediato normalmente implica cómo pasar lo mejor posible de un sistema de tan sólo el primer pilar, cercano a la bancarrota, a uno en el que el pasivo de pensiones a largo plazo del gobierno sea manejable. Para sumarse a la complejidad, el camino hacia un sistema de pensiones abierto, competitivo, habitualmente tiene que luchar con mercados de capitales subdesarrollados, limitadas reservas de divisas y fundamentos reguladores deficientes.

Las recompensas potenciales de una transición satisfactoria son, naturalmente, sustanciales. Una reforma de pensiones exitosa puede eliminar un pasivo financieramente debilitante que pendía del viejo sistema del primer pilar. Puede incrementar los ahorros nacionales. Puede ser una fuente de desarrollo de mercado de capitales y un estimulante para el crecimiento. Puede ser una fuente de innovación financiera. Puede ser un medio para reducir el desequilibrio de riqueza dentro de la comunidad. Con tan alto rendimiento, no es de sorprender que varios países hayan iniciado el proceso de reforma en los últimos años. La pregunta es cuál es la mejor manera de manejar la transición y, en particular, cómo explotar mejor las sinergias entre el sistema de pensiones y los mercados domésticos de capitales.

Durante la última década o algo más, América Latina ha estado en el primer plano de la reforma de pensiones. A raíz del éxito del experimento chileno iniciado en 1980 (*ver* recuadro 4.2), Argentina, Colombia, Perú, Uruguay y México han seguido todos un patrón similar de reformas. Si bien hay algunas variaciones en los detalles, todas estas reformas comparten elementos comunes:

- Los segundos pilares son todos obligatorios y manejados por el sector privado.
- Los segundos pilares son por naturaleza de aporte fijo.
- Las industrias de fondos de pensiones están sujetas a una regulación muy estricta relativa a la estructura de la industria (limitadas licencias y uno o dos fondos por proveedor), a la composición del portafolios (restricciones de inversión y exclusiones), y al desempeño (mezcla de tasas máximas y mínimas de retorno, respaldadas por fondos de garantías).

RECUADRO 4.2
EL MODELO CHILENO DE REFORMA DE PENSIONES

Chile suele ser visto como un modelo para la reforma de pensiones, tanto por el éxito de la estructura final a que ha llegado, como por la forma en que el gobierno manejó el proceso de cambio. (Este estudio de caso se basa particularmente en Vittas, 1996).
En el momento de sus reformas iniciales de pensiones, Chile impuso límites muy estrictos de portafolios sobre diferentes categorías de inversiones, que incluyeron 100% para títulos valores del Estado, 80% para bonos hipotecarios, 70% para pasivos bancarios, 60% para bonos corporativos y 20% para cuotas de fondos de pensiones. Se prohibieron todas las demás inversiones, incluidos capitales e inversiones extranjeros.
Con el tiempo, se introdujeron las siguientes liberalizaciones:

- En 1982 se redujo al 40% el límite para los pasivos bancarios.
- El 1985 se redujeron al 50 y al 40% los límites para títulos valores del estado y bonos corporativos, respectivamente.
- En 1985 se permitió la inversión de pensiones hasta un 30% en patrimonio social de empresas estatales privatizadas, con un máximo del 5% por emisor.
- En 1986 se permitió la inversión de pensiones en el patrimonio social de compañías de propiedad dispersa.
- En 1989 se permitió la inversión en compañías de finca raíz, sujeta a límites individuales y globales.
- En 1990 se permitió la inversión en títulos valores extranjeros, sujeta a un límite muy bajo, pero lentamente creciente.
- En 1993 se permitió la inversión en capitales de riesgos y fondos de infraestructura.
- En 1995 se elevaron los límites sobre patrimonio social e inversiones extranjeras al 37 y al 9%, respectivamente.

Para mediados de la década de 1990, los fondos de pensiones chilenos habían desarrollado portafolios bien diversificados. Como una muestra del éxito de la relajación gradual de estas restricciones de portafolios, Srinivas y Yermo (1999) encuentran una marcada mejora en el desempeño de los fondos de pensiones durante el período transcurrido desde la introducción de las reformas. Al cabo de una década de subdesempeño con respecto a un punto de referencia de portafolios equilibrado, los fondos de pensiones efectivamente superaron todos los puntos de referencia en los cinco años comprendidos entre 1993 y 1997, momento para el cual la relajación de las restricciones de portafolios estaba fundamentalmente completa.

Las regulaciones más restrictivas han sido las que gobiernan la composición del portafolios. Utilizando una muestra de tres países –Chile, Perú y Uruguay–, Srinivas y Yermo (1999) estiman que el costo de estas regulaciones draconianas ha sido sustancial. Ellos encuentran que las restricciones estructurales creaban una falsa impresión de oportunidad de elección para el inversionista. Durante el período en que estas restricciones estuvieron vigentes, los portafolios de los fondos eran básicamente idénticos y la competencia entre fondos era insignificante. Los portafolios de pensiones estuvieron significativamente por debajo de los puntos de referencia del mercado y, a menos que mejore el desempeño de los fondos, las

tasas de reposición de ingresos para los trabajadores retirados estarán sustancialmente por debajo de lo que habrían estado en inversiones alternativas.[7] Su conclusión de que el desempeño inversionista de Chile mejoró notablemente a raíz de que se relajaron las restricciones, respalda su argumento de que regulaciones draconianas tienen un alto costo en eficiencia.

Pero estas conclusiones no sugieren que el enfoque escalonado de los países latinoamericanos fuera necesariamente inapropiado. La justificación del enfoque inicial de "mano dura" está principalmente en la combinación de experiencia limitada con manejo de fondos y con mercados domésticos de capitales subdesarrollados. En palabras de Srinivas y Yermo (1999: 11), "Los límites a la asignación de activos son una forma de aislar los activos de pensiones de la agencia y los riesgos sistémicos de los mercados de capitales. Como consecuencia, la autorregulación del tipo persona prudente puede no ser viable en países en los que la infraestructura del mercado de capitales esté subdesarrollada y no haya controles prudenciales vigentes".

Inicialmente, las inversiones de pensiones se limitaron a bonos del gobierno y otros bonos de alta calidad. A medida que se relajaron estas restricciones para incluir deuda corporativa y renta variable, tales inversiones, a su turno, estimularon el crecimiento de esos mercados.

Aunque las evidencias son todavía preliminares, e inevitablemente cada situación tiene sus propias características únicas, las siguientes sugerencias derivadas de la experiencia latinoamericana pueden constituir una guía útil para abordar aspectos clave en el escalonamiento de reformas:

- Las restricciones de portafolios, incluida la exclusión de ciertas clases de activos de mayor riesgo, tienen un papel que jugar en las primeras etapas del proceso de reforma de pensiones.
- Estas restricciones deben relajarse progresivamente a medida que los mercados de capitales crecen y maduran, y que el sistema regulador madura. Una forma natural de progresión hacia la relajación podría ser, primero, deuda gubernamental, luego pasivos bancarios, en seguida deuda corporativa, luego patrimonio social, y finalmente inversiones extranjeras.
- La ausencia de mercados domésticos profundos de capitales no debe inhibir la reforma de pensiones. A medida que se relajen las restricciones de inversión, las consecuentes inversiones estimularán naturalmente el crecimiento de las clases de activos afectadas.

---

7 Por ejemplo, se estima que en Chile un portafolios balanceado habría superado el desempeño de la industria de fondos de pensiones, ganando un retorno anual promedio de 17,4% durante los 15 años transcurridos hasta 1997, en contraste con 10,2% en la industria de pensiones.

- La liquidez exige manejo cuidadoso; los fondos de pensiones que "compran y retienen" reducen la liquidez, en tanto que los fondos que hacen excesivas transacciones en pro del desempeño a corto plazo pueden incrementar el costo de administración del fondo.
- Los activos extranjeros incrementan la diversificación, reduciendo de ese modo el riesgo o incrementando los retornos esperados, especialmente cuando los fondos de pensiones son muy grandes en relación con los mercados domésticos. Sin embargo, de acuerdo con Vittas (1996: 3), "Las inversiones extranjeras irrestrictas pueden institucionalizar la fuga de capitales e impedir que los mercados domésticos cosechen los beneficios de crear fondos de pensiones con recursos financieros de largo plazo". La inversión extranjera debe introducirse progresivamente en los activos de los fondos de pensiones, y debe ir acompañada de otras formas diseñadas para fortalecer la economía en general y para reducir su vulnerabilidad a la fuga de capitales.
- En últimas, un sistema de pensiones obligatorio sólidamente regulado, en el que inversionistas individuales con buena formación financiera tengan libertad de elección entre un rango manejable de proveedores y productos competitivos, tenderá a dar los máximos beneficios a todos los involucrados.

5. Mercados de títulos valores

Este capítulo examina la importancia de los mercados de renta variable y de bonos como componentes esenciales del sistema financiero. Revisa el notable crecimiento de los mercados emergentes durante los años 1990, examinando el desarrollo del marco regulador y de la infraestructura comercial, e identificando algunos de los factores que motivan el crecimiento de los mercados emergentes de capitales –regulación mejorada, privatización de bienes estatales, y crecimiento de inversionistas institucionales. Luego explora los profundos beneficios que tiene el desarrollo de mercados de capitales para el crecimiento y la estabilidad económicos, incluida la creación de una estructura financiera más equilibrada a través de la asignación mejorada de recursos y de un mejor manejo de riesgos. Enseguida revisa los puntales de la estructura reguladora para los mercados de títulos valores –un enfoque regulador que depende de la revelación de información a una distancia prudencial, la autorregulación de mercados e intermediarios y un fuerte gobierno corporativo. La sección final trata sobre prioridades seleccionadas de política para mercados emergentes.

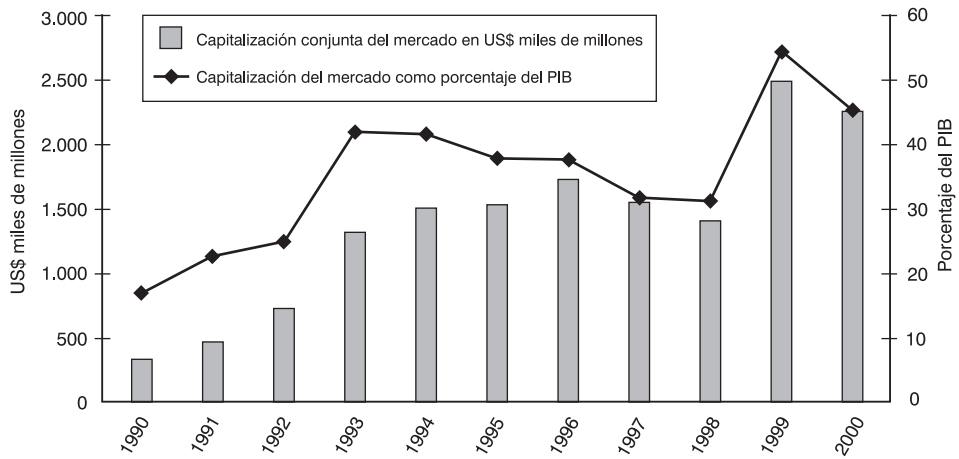
Los años noventa presenciaron un período de crecimiento vertiginoso de los mercados de capitales de los países en desarrollo. Hubo grandes logros en el desarrollo de mercados de capitales: construcción de estándares reguladores, mejoras en infraestructura y mayor profundidad y liquidez del mercado. Partiendo de una dependencia casi exclusiva de los sistemas bancarios en la década de 1980, en la de 1990 los países empezaron a concentrarse en el desarrollo de mercados de títulos valores.

La creciente profundidad y cobertura de los mercados emergentes durante los noventa es una historia de éxito. La capitalización combinada de una selección de mercados emergentes de renta variable[1] se incrementó de US$ 339.300 millones en 1990 a US$ 2,2 billones en 2000 (*ver* gráfico 5.1). Como participación del PIB, la capitalización promedio del mercado en estos países aumentó del 16,7 al 45,5% durante este período, en tanto que su participación en la capitalización del mercado mundial se ensanchó de 3,6% en 1990 a casi 7% en 1999 (las cifras de capitalización del mercado mundial provienen de la base de datos central del Banco Mundial: Global Development Finance World Development Indicators). Merca-

1 La muestra incluye 22 mercados emergentes de renta variable: Argentina, Brasil, Chile, China, Corea, Egipto, Grecia, Hungría, India, Indonesia, Israel, Jordania, Malasia, México, Marruecos, Nigeria, Filipinas, Polonia, República Checa, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.

dos de renta variable sobresalientes, como el de China, han crecido en importancia tanto en relación con la economía doméstica como en relación con otros mercados de renta variable en todo el mundo.

GRÁFICO 5.1
CAPITALIZACIÓN DEL MERCADO EN MERCADOS EMERGENTES, 1990-2000

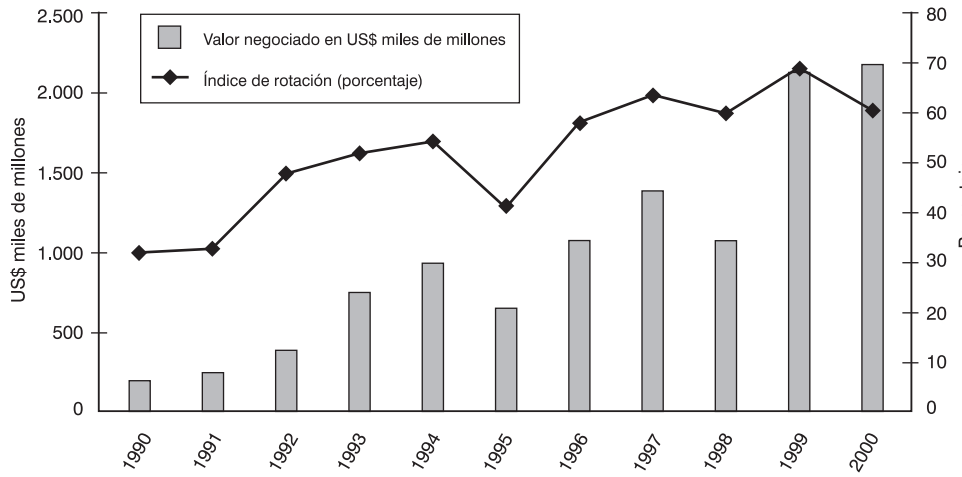


Fuente: Las cifras de capitalización del mercado para la muestra de mercados emergentes fueron tomadas de Standard & Poor's Emerging Markets Data Base. Las cifras relativas al PIB son de la base central de datos del Banco Mundial: Global Development Finance and World Development Indicators. Las cifras sobre capitalización del mercado y PIB comienzan en 1992 para China, Hungría, Polonia y Sudáfrica; en 1994 para la República Checa; en 1996 para Egipto y Marruecos, y en 1997 para Israel.

La liquidez del mercado, en términos tanto absolutos como relativos (medidos por el valor de las acciones negociadas anualmente como porcentaje de la capitalización del mercado) también se elevó vertiginosamente durante este período (*ver* gráfico 5.2). El valor anual de las acciones negociadas se incrementó de US$ 180.400 millones a US$ 2,2 billones en la muestra anteriormente citada de 22 mercados de renta variable, en tanto que el índice no ponderado de rotación promedio aumentó del 32% en 1990 al 62% en 2000.

Aunque durante la década del noventa se registró un fuerte crecimiento de los mercados de capitales en la gran mayoría de los mercados emergentes, ese crecimiento fue disparejo entre regiones y países, algunos de los cuales tuvieron mejores resultados que otros. Por ejemplo, mercados asiáticos de capitales como Hong Kong y Malasia fueron relativamente exitosos, en tanto que los prospectos para los mercados de Europa oriental –con excepción de Hungría y Polonia– todavía

GRÁFICO 5.2
LIQUIDEZ EN MERCADOS EMERGENTES, 1990-2000



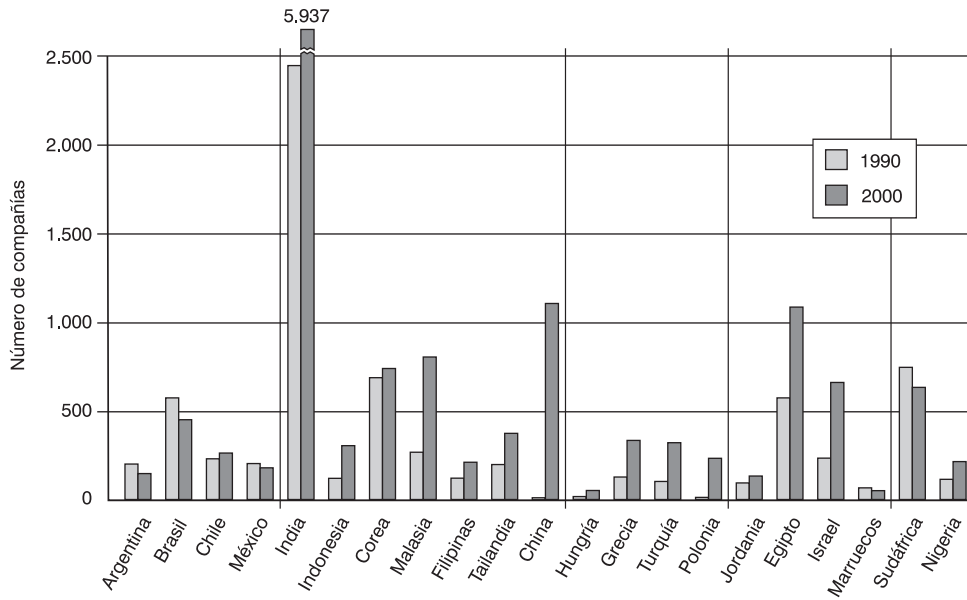
Fuente: Standard & Poor's Emerging Markets Data Base y Corporación Financiera Internacional (1999). Los datos sobre el valor negociado comienzan en 1991 para China, Hungría y Polonia, y en 1994 para la República Checa. Los datos sobre índice de rotación comienzan en 1992 para China, Hungría y Polonia; en 1995 para la República Checa, y en 1997 para Israel.

no son estimulantes (Claessens, Djankov y Klingebiel, 2000). Las economías en transición iniciaron sus programas de ajuste macroeconómico y reforma estructural a principios de la década del noventa, y el retraso en el desarrollo de mercados de renta variable refleja, en parte, el ritmo más lento de la reforma y el crecimiento económicos.

Sin embargo, los países en desarrollo se están beneficiando del advenimiento de los mercados domésticos de capitales. Entre 1990 y 2000, el número de sociedades cotizadas se elevó agudamente en los países seleccionados (*ver* gráfico 5.3). Por ejemplo, en India ascendió de 2.435 en 1990 a 5.937 en 2000, en tanto que en China creció de 14 en 1991 a 1.086 en 2000. Con las mejoras en profundidad y liquidez, las firmas domésticas empezaron a movilizar cantidades significativas de capital nuevo. Las emisiones de renta variable nuevas entre 1990 y 2000 fueron del rango de 1,8% a 4,8% de la capitalización del mercado en una muestra de países seleccionados.[2]

2 De 1990 a 2000, las emisiones de renta variable nueva como porcentaje de la capitalización del mercado fueron en promedio de 1,8% en Chile, 2,3% en Nigeria, 2,9% en Argentina, 3,8% en Grecia, 4,1% en Corea y 4,8% tanto en Jordania como en Tailandia (*Fuente:* Standard & Poor's Emerging Markets Data Base).

GRÁFICO 5.3
NÚMERO DE COMPAÑÍAS QUE COTIZAN EN LA BOLSA POR REGIÓN, 1990 Y 2000

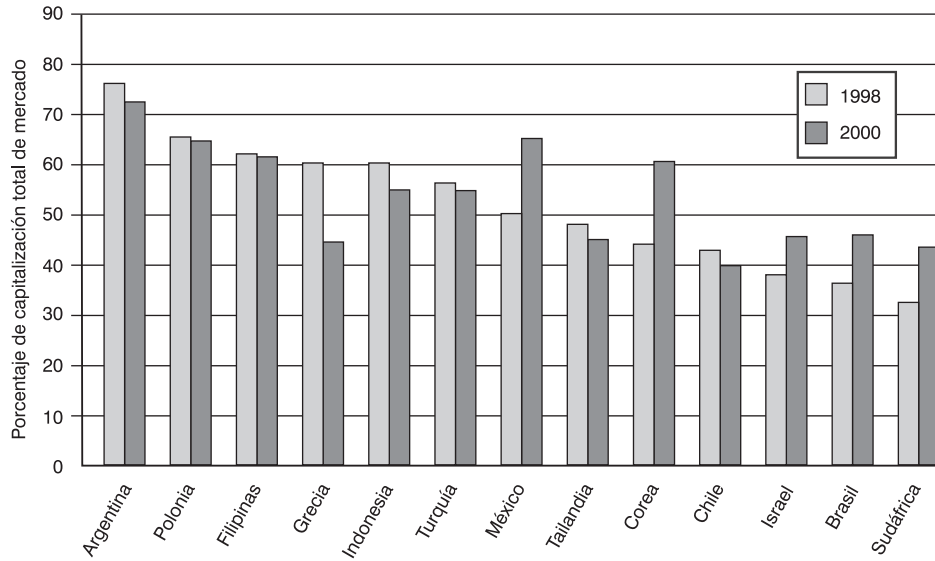


Fuente: Standard & Poor's Emerging Markets Data Base y Corporación Financiera Internacional (1999). Los datos comienzan en 1991 para China, Hungría y Polonia.

Pese al evidente progreso, los mercados emergentes, incluso los más progresistas, continúan rezagándose significativamente en varios aspectos con relación a los mercados de países industrializados. En primer lugar, no son igualmente líquidos. En segundo lugar, mucho del incremento de la capitalización del mercado, y especialmente de la liquidez, se concentra en un número relativamente pequeño de sociedades cotizadas. Por ejemplo, el grado de concentración del mercado es verdaderamente desconcertante. En 2000, entre el 40% y el 72% de la capitalización del mercado se concentró en las 10 compañías más grandes de la muestra previamente citada (*ver* gráfico 5.4), cosa que no ha mejorado mucho desde 1998. La actividad comercial está igualmente concentrada. Evidentemente, las condiciones plantean desafíos para los responsables de la formulación de políticas, desafíos que serán discutidos más adelante.

Como lo muestra el gráfico 5.5, los mercados de bonos en los países en desarrollo son los hermanos menores de los mercados de renta variable –pequeños e ilíquidos en esta etapa. En 1998, los mercados de bonos en los países desarrollados eran del rango del 61% del PIB en el Reino Unido, el 137,7% en Japón y el

GRÁFICO 5.4
CONCENTRACIÓN DE LAS 10 COMPAÑÍAS DOMÉSTICAS TOPE, 1998 Y 2000



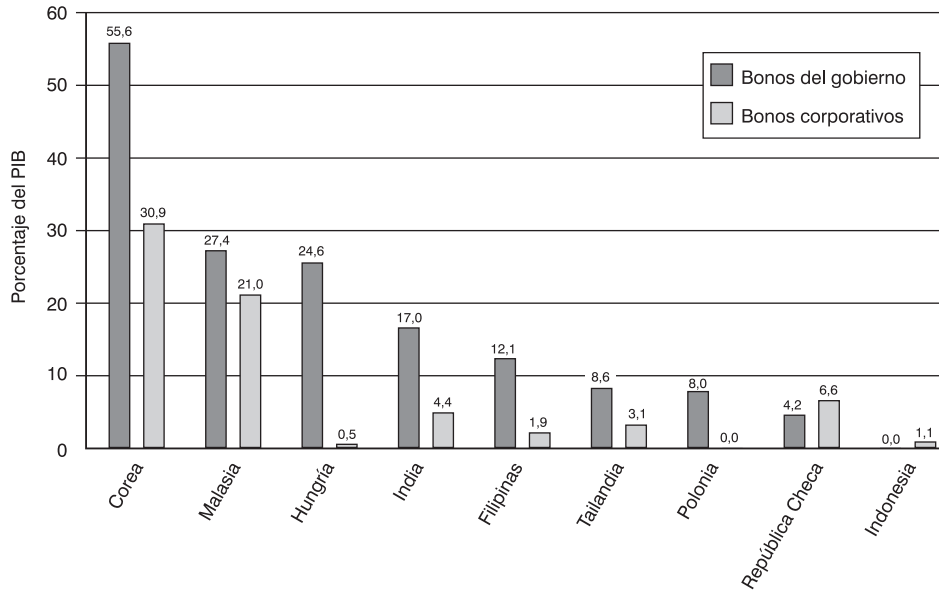
Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores (www.fibv.com). Las cifras para Brasil provienen de la Bolsa de São Paulo.

164,2% en Estados Unidos (Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional, 2001: 366). En contraste con éstos, los principales mercados de bonos emergentes no son muy grandes.

Si bien la situación varía un tanto de país a país, típicamente las emisiones del gobierno dominan estos mercados y la madurez de las mismas es de corto plazo. Igualmente, los mercados secundarios son muy ilíquidos; los primeros compradores de los instrumentos, casi todos bancos comerciales, los retienen hasta su madurez.

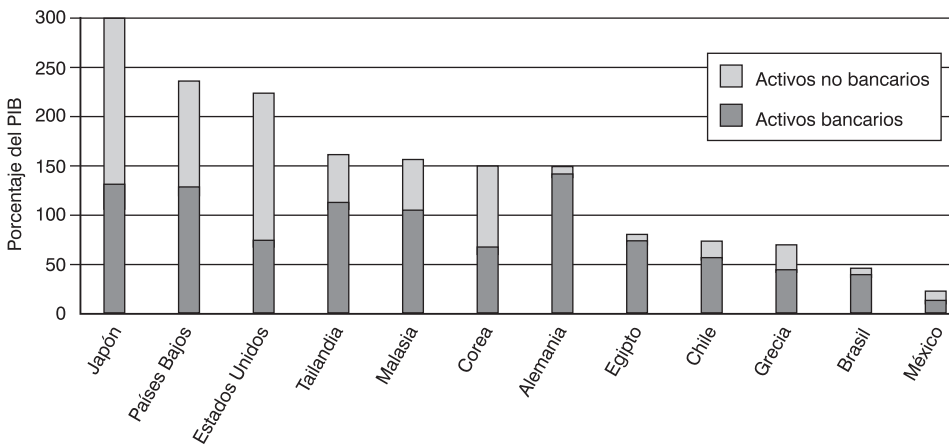
Aunque la última década presenció el significativo desarrollo de los mercados de capitales, los mercados emergentes siguen siendo fuertemente dependientes de los bancos para la financiación empresarial. Como se ve en la muestra de países del gráfico 5.6, con excepción de Alemania, típicamente los bancos contribuyen en una proporción mucho menor de la financiación total en los sistemas financieros desarrollados que en los mercados emergentes.

GRÁFICO 5.5
MERCADOS DE BONOS COMO PORCENTAJE DEL PIB, 1998



Fuente: Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional (2001).
Nota: las cifras para Filipinas son de diciembre de 1997.

GRÁFICO 5.6
ACTIVOS FINANCIERO BANCARIOS Y NO BANCARIOS COMO PORCENTAJE DEL PIB



Fuente: Financial Structure and Economic Development Database, creada por Beck, Demirgüç-Kunt y Levine. *Ver* www.worldbank.org/research/projects/finstructure/database.htm. La base de datos distingue entre bancos de depósito y otras instituciones financieras (definidos en el gráfico 5.6 como bancos y no bancos, respectivamente). Para mayores detalles, *véase* Beck, Demirgüç-Kunt y Levine (1999).

Factores que afectan el crecimiento de los mercados de títulos valores

¿Qué explica el rápido crecimiento de la capitalización y liquidez de los mercados emergentes? El notable progreso en estándares e instituciones de regulación, así como en infraestructura del mercado, es a la vez causa y resultado del círculo virtuoso evidente en la profundidad y envergadura del mercado. La instilación de mejor regulación y mejor infraestructura comercial provee una red de seguridad para los inversionistas y, consecuentemente, promueve el crecimiento del mercado. Del lado de la oferta, la privatización de bienes de propiedad estatal y la suscripción pública de bienes cuidadosamente tenidos, llevan a la oferta de nuevos títulos valores, en tanto que el crecimiento de inversionistas institucionales –fondos de pensiones– crea demanda de nuevas inversiones.

Mejoras de regulación

A raíz de la crisis bancaria asiática y de los problemas identificados con sistemas bancarios turbios, muchos países reconocieron que se necesitaban reformas de amplio rango en los mercados bancario y de capitales para asegurar que los mismos sean capaces de movilizar y asignar eficientemente el capital en un sistema basado en el mercado. Como resultado, en los años noventa los responsables de la formulación de políticas centraron su atención en el desarrollo de mercados financieros basados en el mercado. Una piedra angular de ese desarrollo fue la necesidad de regulación adecuada.

Durante la década del noventa, los mercados emergentes dieron grandes pasos en el mejoramiento de los marcos legal y regulador y en el establecimiento de las instituciones requeridas para regular y supervisar sus mercados de capitales. En la construcción de estándares e instituciones reguladores, los países en desarrollo adoptaron un marco fundamentalmente basado en la revelación de información –disciplina autoimpuesta del mercado y de la industria. La implementación de este nuevo modelo regulador conllevó a la formulación de leyes y regulaciones nuevas o revisadas en materia de títulos valores. Paralelamente, un gran número de países creó y fortaleció comisiones independientes para regular los mercados de capitales. Más aún, algunos países comenzaron a fomentar el desarrollo de organizaciones autorreguladoras (OAR), aunque con éxito moderado.

Nuevas leyes y regulaciones

Un empeño notable de estos esfuerzos fue la formulación de leyes y regulaciones revisadas. El modelo regulador subyacente estaba anclado a un sistema de tres patas, dependiente de transacciones a una distancia prudencial, revelación de

información, y autorregulación. Inicialmente, las iniciativas legales y de regulación enfocaron el mejoramiento de los mecanismos comerciales a través de una mejor revelación de información. Más recientemente, los mercados emergentes empezaron a concentrarse más en mejorar el gobierno corporativo y los derechos de los accionistas minoritarios.

Mandatos claros

Un esfuerzo complementario buscó establecer instituciones reguladoras de títulos valores dedicadas, y en ocasiones independientes, para los mercados de capitales, en vez de continuar dependiendo de los ministerios de finanzas o los bancos centrales.[3] La razón subyacente era que los mercados de capitales requieren conocimientos y destrezas especializados que no necesariamente se encuentran en el servicio civil o en los bancos centrales; así, con el objeto de tener credibilidad, la institución reguladora de títulos valores necesita mantenerse a una distancia prudencial de las presiones políticas. Un gran número de mercados ha establecido instituciones de esa naturaleza, aunque el grado de independencia y credibilidad varía muchísimo de un país a otro.

Infraestructura del mercado

La infraestructura del mercado comprende los sistemas e instituciones que facilitan el comercio, el pago y la custodia de títulos valores. Entre las funciones clave de esta infraestructura están cambios, compensación y liquidación, depositarios, y custodios.

Una infraestructura de mercado no actualizada y poco confiable lleva a la ejecución deficiente de transacciones, largas demoras en el proceso de liquidación y desempeño insatisfactorio de la custodia de los títulos valores, por ejemplo, en cuanto a reporte preciso y oportuno de posiciones, recaudación de dividendos y determinación del impuesto, todo lo cual desalienta a los inversionistas. Una de las iniciativas más notables en el desarrollo de mercados de capitales durante los años de 1990 –alimentada en parte por los avances tecnológicos– fue el esfuerzo concertado de mercados emergentes para mejorar la infraestructura del mercado. Se evidenciaron resultados tangibles en las siguientes áreas: sistemas de negociación, sistemas de compensación y liquidación, y depositarios centrales.

---

3 Una tendencia más reciente es la transición hacia reguladores integrados. Este tópico se discute en el capítulo 2.

Sistemas de negociación

Un gran número de mercados emergentes hizo considerables inversiones en el remplazo de sistemas de negociación obsoletos por sistemas computarizados actualizados de operaciones casadas, movidos por órdenes. Los computadores procesan grandes volúmenes de negociaciones de una manera económicamente eficiente y, lo que es más importante, captan el flujo de pedidos, las transacciones y las aplicaciones. Una auditoría detallada conduce a mayor transparencia y a la rápida difusión de información en tiempo real. También mejora la confianza del inversionista en la justicia de los mercados, lleva al crecimiento de las negociaciones del mercado y mejora la liquidez.[4] La automatización de los cambios facilitó la modernización de la infraestructura pos-negociación del mercado: sistema de compensación y liquidación, depositarios y funciones de custodia.

Sistemas de compensación y liquidación

La función de compensación determina lo que los inversionistas han de entregar y recibir cuando se cierra una transacción; la función de liquidación tiene lugar cuando se cierra la transacción y los títulos valores y los fondos cambian de manos. Casi todos los mercados emergentes han hecho grandes progresos en la infraestructura de compensación y liquidación para patrimonios sociales, pero su progreso ha sido menor en lo referente a bonos.[5]

Depositarios centrales

Un depositario central puede mejorar significativamente la eficiencia operativa del sistema de compensación y liquidación. Acorta el ciclo de liquidación y mejora la confiabilidad, remplazando la entrega intensiva en papeleo de los títulos valores en el momento de la liquidación por un sistema computarizado (de asiento contable). Prácticamente todos los mercados emergentes han establecido un depositario central –uno de los puntos de referencia del G-30– y esto ha acortado significativamente el ciclo de liquidación. Además, el depositario puede acelerar e incrementar la confiabilidad del registro –otro cuello de botella en muchos mer-

---

4 Hay gran debate acerca de la desventaja potencial de los sistemas computarizados movidos por órdenes en mercados de poca liquidez. Varios estudios sugieren que en estos mercados las comercializadoras y las subastas periódicas tienen un papel importante. La automatización de los cambios no descarta el papel de las comercializadoras, similar al del sistema comercial Nasdaq.

5 Los puntos de referencia del G-30 sobre compensación y liquidación fueron formulados en 1990 y casi todos los mercados emergentes han progresado en el logro de los mismos. Estos puntos de referencia están dirigidos a reducir los costos de transacción, incluido el costo de oportunidad de demoras en la liquidación y, en la contraparte, el riesgo para los inversionistas individuales y el riesgo sistémico para el mercado como un todo.

cados emergentes–, ya que él mantiene los registros de propiedad para los participantes en el mercado.

Factores del lado de la oferta

Además de las mejoras en regulación e infraestructura del mercado, factores del lado de la oferta estimularon también el desarrollo de los mercados de capitales en varios países de mercados emergentes. Un desarrollo importante fue la generalizada privatización de bienes estatales que acompañó al cambio hacia la descentralización de la propiedad en muchas economías en transición. Esto creó un acopio de bienes apropiados para flotar en los mercados accionarios.

Un segundo factor del lado de la oferta fue el surgimiento de inversionistas institucionales domésticos y extranjeros. Otros capítulos se refieren al crecimiento de inversionistas domésticos. El crecimiento de inversionistas extranjeros siguió la tendencia hacia la integración financiera. A partir de una presencia mínima a finales de la década de 1980, los inversionistas extranjeros poseen ahora una considerable participación de la flotación libre en mercados emergentes.

Contribución de los mercados de títulos valores al crecimiento y la estabilidad económicos

Los mercados de capitales son parte integral del sistema financiero. Movilizan eficientemente capital a largo plazo, atrayendo recursos de un gran número de ahorradores en una forma económicamente eficiente, y convirtiendo los fondos de inversionistas a corto plazo en capital a largo plazo. Proporcionan un mecanismo alternativo de intermediación para movilizar ahorros, asignar y manejar riesgos y liquidez, y manejar deuda gubernamental. Los mercados de capitales reducen la vulnerabilidad financiera de las empresas, incrementando su acceso a los mercados de renta variable y reduciendo su dependencia de deuda bancaria a corto plazo, disminuyendo los riesgos de financiación de los gobiernos en un mercado de deuda pública doméstica, y reduciendo los riesgos de transformación de madurez del sistema bancario.[6] El desarrollo de otras instituciones financieras no bancarias contempladas en este libro –compañías de seguros y programas de inversión colectiva– actúa como un catalizador del desarrollo de mercados de capitales, al crear una base de inversionistas institucionales.

Cuando el sistema financiero de un país depende fuertemente de sus bancos, se incrementa la vulnerabilidad sistémica. La crisis financiera asiática ofrece am-

6 McKinnon (1991) hace énfasis en que la ausencia de mercados activos y abiertos de títulos valores en los países en desarrollo pone en riesgo excesivo los sistemas financieros basados en la banca.

plias evidencias de los riesgos asociados con la ausencia de múltiples canales de intermediación financiera. El mensaje fue captado elocuentemente en la conferencia "llantas de repuesto" del presidente Greenspan, en las reuniones del Grupo Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional en 1999: "Esto lleva a preguntarse qué tan graves habrían sido los problemas de Asia oriental durante los últimos 18 meses si esas economías no hubieran dependido tan fuertemente de los bancos como medios de intermediación financiera... Si hubiera existido un mercado de capitales en funcionamiento, el resultado bien podría haber sido mucho más benigno... La falta de una llanta de repuesto no es motivo de preocupación mientras uno no pinche... Asia oriental no tenía llantas de repuesto" (Greenspan, 1999 b).

Hay considerables evidencias relativas al impacto benéfico de los mercados de renta variable en el desarrollo económico. Por ejemplo, en un estudio reciente Bekaert, Harvey y Lundblad (2001) muestran que la liberalización de los mercados de renta variable condujo, en promedio, a un incremento del 1% en el crecimiento económico real anual durante un período de 5 años. Su estudio descubre que una gran matrícula en escuela secundaria, un sector gubernamental pequeño y un sistema legal anglosajón, amplifican el efecto de la liberalización. Asimismo, hay evidencias de que los mercados desarrollados de capitales también mitigan los costos de crisis financieras. El gráfico 5.7 presenta los costos fiscales de crisis en países seleccionados, con respecto a la percibida "sofisticación del mercado financiero", según la clasificación del Global Competitiveness Report 2000.[7] Las evidencias sugieren que la diversificación, la profundidad y la envergadura, ayudan a los mercados financieros a manejar mejor las crisis.

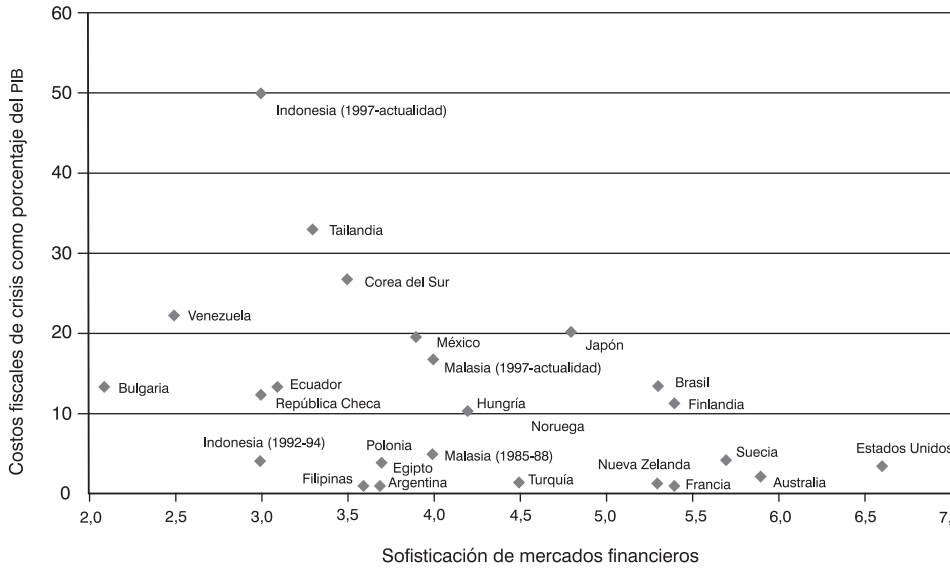
El desarrollo de mercados de capitales conduce a un sistema financiero abierto, equilibrado y competitivo, en el que el capital se asigna de manera transparente y con la debida consideración de los riesgos. Las estadísticas sobre el desarrollo del sector financiero sugieren que, en general, las economías que dependen demasiado del sector bancario y que se apoyan demasiado poco en mercados de capitales pueden llevar a excesos corporativos tales como alta influencia y poca rentabilidad. Los ingredientes clave que aseguran el éxito de los mercados de capitales –transparencia, contabilidad y gobiernos corporativos, y apreciación apropiada del riesgo mediante la transmisión de señales del mercado– estimulan también el desempeño corporativo mejorado.

Es más, hay considerables evidencias de que en los países que dependen solamente del sistema bancario para efectos de intermediación, en contraste con los que tienen sistemas financieros más equilibrados con mercados de renta variable

---

7 Sofisticación del mercado financiero: el nivel de sofisticación de los mercados financieros es superior a las normas internacionales (1= fuertemente de acuerdo; 7= en fuerte desacuerdo). Foro Económico Mundial y Centro para el Desarrollo Internacional, Universidad de Harvard (2000).

GRÁFICO 5.7
COSTOS FISCALES DE CRISIS COMPARADOS CON LA SOFISTICACIÓN PERCIBIDA DEL MERCADO FINANCIERO



Fuente: Foro Económico Mundial y Centro para el Desarrollo Internacional, Universidad de Harvard (2000).

desarrollados, un alto grado de influencia mina el desempeño de las corporaciones. El depender de deuda lleva a una estructura financiera que es inherentemente riesgosa y vulnerable a choques internos y externos.

Aunque las discusiones sobre los beneficios de la profundización financiera suelen hacer énfasis en los mercados de renta variable, los beneficios de desarrollar mercados de bonos privados también son enormes. Los mercados de bonos son un componente esencial del sistema financiero porque ofrecen beneficios clave:

- *Estructura financiera corporativa equilibrada.* Los mercados de bonos complementan la habilidad de los bancos para movilizar capital de trabajo a corto plazo y reducen los desajustes de madurez para corporaciones y bancos por igual. Permiten a las corporaciones movilizar fondos a largo plazo para proyectos cuyos períodos de gestación sean largos, como los de infraestructura y vivienda.

- *Reducido costo de capital.* Innovaciones como titulización respaldada por activos en finca raíz, tarjetas de crédito y cuentas por cobrar, incrementan la diversificación, reducen los riesgos y sondean nuevos segmentos del mercado de emi-

sores y compradores por igual. Consecuentemente, los inversionistas demandan una menor prima de liquidez, reduciendo de ese modo el costo del capital. Igualmente, la liquidez en el mercado secundario lleva a una prima más baja. Hasta un 80% de la reducción en el cobro de intereses se les traspasa a los emisores.

- *Sistema financiero más flexible.* Los mercados de bonos dispersan los riesgos entre los ahorradores y reducen la concentración de riesgos en el sector bancario, aumentando de esa forma la capacidad del sistema financiero para responder a choques.

- *Mayores ahorros.* Los mercados de bonos ofrecen a los ahorradores más opciones de instrumentos de liquidez y de ese modo promueven la propensión a ahorrar.

- *Asignación más eficiente de recursos.* Los mercados de bonos realizan una evaluación y un seguimiento continuos y vigilantes de los acreedores. Así, las emisiones de bonos contribuyen a un mejor escrutinio de los emisores, a mejor revelación de información y mayor transparencia, y a buen gobierno corporativo.

- *Mejores instrumentos de política.* Los mercados profundos y líquidos de bonos proveen el medio y los instrumentos para conducir la política monetaria indirecta. Constituyen una fuente doméstica no inflacionaria de fondos para el sector público y reducen la vulnerabilidad asociada con la dependencia de financiación externa.

Regulación de mercados de títulos valores

A medida que se desregulan los sistemas financieros, el mandato regulador va dejando atrás la supervisión de la tarificación de instrumentos de renta variable nuevos y la determinación de estándares de aptitud ("regulación de méritos"), y propendiendo por asegurar que los incentivos y la disciplina del mercado protejan a los inversionistas; que los mercados sean justos, eficientes y transparentes; y que el riesgo sistémico sea mínimo (*ver* recuadro 5.1). Los mercados emergentes están convergiendo en un modelo regulador para los mercados de capitales, el cual se basa en transacciones a una distancia prudencial, revelación de información y autorregulación. En este enfoque, funciones reguladoras clave aseguran la revelación cabal y oportuna de todo el material informativo que los inversionistas necesitan para tomar decisiones; protegen contra conducta anticompetitiva de los participantes en el mercado, y protegen a los inversionistas de operadores y prácticas inescrupulosos.

RECUADRO 5.1
OBJETIVOS Y PRINCIPIOS DE LA REGULACIÓN DE TÍTULOS VALORES

Si bien los estándares internacionalmente acordados no son nuevos, en los últimos años se han hecho considerables esfuerzos por acometer el desarrollo de estándares internacionalmente reconocidos que den a los responsables de la formulación de políticas puntos de referencia de buena práctica en áreas clave. Los estándares adoptados (puntos de referencia de buena práctica) están diseñados para ofrecer un mapa de rutas para mejorar la formulación de políticas económicas y fortalecer el sistema financiero. Los estándares y códigos cubren varias áreas económicas y financieras, incluidas difusión de datos; transparencia de la política fiscal, monetaria y financiera; regulación y supervisión bancarias; regulación de títulos valores y seguros; contabilidad, auditoría y bancarrota, y gobierno corporativo.

Entre éstos están los objetivos y principios de regulación de títulos valores publicados por la Organización Internacional de Comisiones de Títulos OICT (International Organization of Securities Commissions, Iosco), foro global de reguladores de títulos. En septiembre de 1998, la OICT publicó 30 principios de la regulación de títulos que los miembros de la organización consideran que constituyen la base de un sistema efectivo de regulación de los mercados de títulos y derivados. El documento establece principios y prácticas prudenciales sólidos para la regulación y supervisión de los mercados de títulos. Constituye una guía para los reguladores de títulos y una vara de medición con respecto a la cual puede medirse el avance hacia la regulación efectiva. El documento establece tres objetivos de la regulación de títulos: proteger a los inversionistas, asegurar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes, y reducir el riesgo sistémico.

Los 30 principios están agrupados en 8 categorías:

- *Principios relacionados con el regulador.* (1) Las responsabilidades del regulador deben ser claras y enunciadas objetivamente; (2) el regulador debe ser operativamente independiente y responsable en el ejercicio de sus funciones y poderes; (3) el regulador debe tener poderes suficientes, recursos apropiados, y la capacidad para desempeñar sus funciones y ejercer sus poderes; (4) el regulador debe adoptar procesos reguladores claros y coherentes; y (5) el personal del regulador debe observar los más altos estándares profesionales, incluidos estándares apropiados de confidencialidad.
- *Principios para la autorregulación.* (6) El régimen regulador debe hacer uso apropiado de las organizaciones autorreguladoras (OAR) que ejercen alguna responsabilidad de supervisión directa en sus respectivas áreas de competencia, en la medida apropiada para el tamaño y la complejidad de los mercados; y (7) las OAR deben estar sujetas a la supervisión del regulador y deben observar estándares de justicia y confidencialidad cuando ejerzan poderes y responsabilidades delegadas.
- *Principios para la ejecución de la regulación de títulos.* (8) El regulador debe tener poderes comprensivos de inspección, investigación y supervisión; (9) el regulador debe tener poderes comprensivos de ejecución; y (10) el sistema regulador debe asegurar un uso efectivo y creíble de los poderes de inspección, investigación, supervisión y ejecución, y la implementación de un programa efectivo de cumplimiento.
- *Principios para la cooperación en la regulación.* (11) El regulador debe tener autoridad para compartir información tanto pública como confidencial con contrapartes domésticas y extranjeras; (12) los reguladores deben establecer mecanismos para compartir información que deter-

(*Continúa en la página siguiente*)

(*Continuación recuadro 5.1*)

minen cuándo y cómo compartirán información pública o confidencial con sus contrapartes domésticas y extranjeras; y (13) el sistema regulador debe permitir prestar asistencia a reguladores extranjeros que necesiten hacer consultas para el cumplimiento de sus funciones y el ejercicio de sus poderes.

- *Principios para emisores.* (14) Debe haber una revelación completa, oportuna y precisa de los resultados financieros y demás información que sea material para las decisiones de los inversionistas; (15) los tenedores de títulos de una compañía deben ser tratados de manera justa y equitativa; y (16) los estándares de contabilidad y auditoría deben ser de una claridad alta e internacionalmente aceptable.
- *Principios para programas de inversión colectiva.* (17) El sistema regulador debe fijar estándares para la expedición de licencias y la regulación de quienes deseen comercializar u operar un programa de inversión colectiva; (18) el sistema regulador debe incluir provisiones sobre reglas para gobernar la forma legal y la estructura de programas de inversión colectiva y la segregación y protección de los activos de los clientes; (19) la regulación debe exigir, según lo dicho en los principios para los emisores, revelación de la información que sea necesaria para evaluar la conveniencia de un programa de inversión colectiva para un inversionista particular y el valor del interés del inversionista en el programa; y (20) la regulación debe asegurar que haya una base apropiada y revelada al público, para el avalúo de los activos, y la tarificación y redención de unidades en un programa de inversión colectiva.
- *Principios para intermediarios del mercado.* (21) La regulación debe incluir provisiones para el establecimiento de estándares mínimos de entrada para intermediarios del mercado; (22) debe haber exigencias iniciales y continuas de capital y otros requerimientos prudenciales para intermediarios del mercado; (23) a los intermediarios del mercado debe exigírseles cumplir los estándares de organización interna y conducta operativa que buscan proteger los intereses de los clientes y dentro de los cuales la gerencia del intermediario acepta la responsabilidad primaria por estas materias; y (24) debe haber procedimientos para manejar la falla de un intermediario del mercado a fin de minimizar el daño y la pérdida para los inversionistas y contener el riesgo sistémico.
- *Principios para el mercado secundario.* (25) El establecimiento de sistemas de negociación, incluidos intercambios de títulos, debe estar sujeto a autorización y supervisión reguladoras; (26) la supervisión reguladora continua de los cambios y los sistemas de negociación debe dirigirse a asegurar que se mantenga la integridad del comercio mediante reglas justas y equitativas que logren un equilibrio apropiado entre las demandas de diferentes participantes del mercado; (27) la regulación debe promover la transparencia del comercio; (28) la regulación debe estar diseñada para detectar y eliminar la manipulación y otras prácticas comerciales injustas; (29) la regulación debe proponerse asegurar el manejo apropiado de situaciones de mucha exposición, de riesgos por incumplimiento y de perturbación del mercado; y (30) el sistema de compensación y liquidación de las transacciones de seguros debe estar sujeto a supervisión reguladora y diseñado para asegurar que sea justo, efectivo y eficiente, y que reduzca el riesgo sistémico.

La buena regulación es, en últimas, una situación de "ganador-ganador" para emisores e inversionistas. La literatura reciente destaca la relación entre buen gobierno corporativo y valuación comercial en Estados Unidos y otros países (*ver* Black, 2001; Coffee, 2001; Gompers, Ishii y Metrick, 2001). Estos documentos con-

cluyen que los inversionistas favorecen mayores derechos del accionista, mayor revelación de información y mayor transparencia, con valuaciones más altas del precio de las acciones.

Este modelo de buena regulación da énfasis al logro de buena conducta en el mercado, actuando como facilitador de la eficiencia del mercado y no como una guía de mano dura. No da lugar a mucha regulación basada en el mérito. La efectividad del enfoque reposa muchísimo en la credibilidad del regulador para ejecutar la disciplina sobre quienes rompen las reglas. Esto requiere un amplio rango de sanciones tanto penales como administrativas, y un compromiso de parte del regulador de usar al máximo sus poderes.

Aunque la mayoría de los principales mercados emergentes tiene el fundamento legal y regulador de un sistema regulador basado en el mercado, el logro de un marco maduro es gradual y toma muchos años. En los mercados emergentes la revelación de información, en particular, es un concepto relativamente nuevo. Dos aspectos clave de los sistemas de revelación de información son qué y cómo revelar, y ambos preocupan a muchos mercados emergentes. Con respecto a qué revelar, todos los sistemas reguladores del mundo dependen en gran medida de la materialidad del estándar de información, el cual exige a las firmas revelar toda información que sea material para las decisiones de inversión. Muchos mercados de países industrializados, en vez de procurar definir estándares específicos, se fían de la práctica y de la debida diligencia del mercado para asegurar la revelación de toda información material. Pero en los países en desarrollo las prácticas del mercado y la debida diligencia no están muy bien desarrolladas, y sería beneficioso que las autoridades llevaran más la iniciativa en la definición y ejecución de estándares específicos de revelación de información y reporte financiero.

Un segundo desafío que enfrentan los mercados emergentes es la ejecución (cumplimiento forzoso). Durante esta etapa naciente, los mercados emergentes de capitales típicamente no tienen los recursos ni la autodisciplina para ejecutar y, por ende, para cumplir sus funciones de señalamiento y seguimiento. Igualmente importante es que en muchas jurisdicciones los reguladores de títulos no están suficientemente respaldados por sus sistemas judiciales; consecuentemente, a menudo se ven forzados a depender de sanciones administrativas para enfrentar infracciones delincuenciales de la ley.

La agenda política: desafíos de segunda generación para los mercados emergentes

Una tarea para los responsables de la formulación de políticas es determinar las prioridades clave para el desarrollo de mercados de capitales. En esencia, la concentración inicial de los años noventa en el establecimiento de lo básico del mercado –estructura reguladora e infraestructura comercial– fue correcta. Los países que todavía están luchando con estos aspectos necesitan acelerar sus esfuerzos para

resolverlos. Pero los países en desarrollo necesitan tener en mente que el desarrollo de mercados de capitales es un proceso, no un evento, y que la evolución rápida del mundo continuará trayendo consigo nuevos desafíos y nuevas oportunidades.

Pese al progreso de los últimos años, los mercados emergentes todavía están rezagados con respecto a los desarrollados, en infraestructura del mercado y en lo básico de los marcos reguladores modernos y la implementación de los mismos. En este contexto, los mercados emergentes enfrentan una serie de desafíos de segunda generación en el nuevo milenio. El más apremiante es la necesidad de fortalecer la revelación de información y el gobierno corporativo. También son de interés los vínculos entre el sector corporativo y los mercados de capitales. Los mercados de renta variable no se dan en un vacío. El cimiento esencial de los mercados son corporaciones vibrantes, financieramente saludables y rentables. Infortunadamente, las evidencias indican deficiente "salud" financiera en muchos mercados emergentes.[8] Atender a la salud y el desempeño financieros corporativos es uno de los desafíos clave que enfrentan estos mercados. Un tercer desafío es profundizar los mercados de capitales, desarrollando el mercado de bonos, y crear mercados de renta variable más representativos, reduciendo la concentración de emisores. En cuarto lugar, el desarrollo de inversionistas institucionales domésticos sigue siendo un reto. Finalmente, los mercados emergentes necesitan desarrollar la capacidad de autorregulación.[9]

Mejoramiento del gobierno corporativo

El gobierno corporativo pasó al primer plano de la agenda de desarrollo internacional en el despertar de la crisis financiera asiática. Antes de la crisis, en Asia tuvo lugar una inversión rápida y excesiva, insostenible, en activos fijos, financiada por un endeudamiento excesivo. El desenfreno del gasto en inversiones tuvo como resultado poca rentabilidad, según lo reflejaron los bajos y decrecientes retornos del patrimonio social y del capital empleado. Tanto juntas directivas como mercados financieros supervisaron deficientemente estos excesos financieros, cosa que fue decisiva en la crisis corporativa. Aunque muchos países en desarrollo

8 El desempeño corporativo deficiente está ligado a un deficiente retorno de la inversión en los mercados emergentes. *Ver* Pomerleano y Zhang (1999).

9 Hay dos advertencias que hacer con respecto a este proceso. Desafíos "intangibles" de segunda generación, como la revelación de información, los derechos de accionistas minoritarios y la protección del inversionista, probablemente requieran más tiempo para su implementación; asimismo son más exigentes y requieren aceptación y propiedad de parte de un conjunto más amplio de accionistas. La lista de aspectos pendientes no es inclusiva. Por nombrar sólo algunos, los responsables de la formulación de políticas también están preocupados con la financiación electrónica, el papel y el impacto de inversionistas extranjeros en mercados de renta variable, las plataformas comerciales rápidamente cambiantes y la naturaleza cambiante de la intermediación financiera.

progresaron rápida y sustancialmente en la reforma de sus marcos legal y regulador durante la década de 1990, tanto el gobierno corporativo como los sistemas de revelación de información siguen siendo en general débiles.

A raíz de la crisis asiática ha habido un creciente reconocimiento del papel crucial de las firmas del sector privado en la creación de bienestar económico, y de la importancia de la revelación de información y del gobierno corporativo en el proceso. A medida que mejora la revelación de información, mejora la capacidad de los inversionistas externos de hacer seguimiento al personal corporativo poseedor de información privilegiada y, por ende, hacer seguimiento y disciplinar el desempeño. Igualmente, un buen régimen de gobierno corporativo ayuda a asegurar que la junta de la corporación sea responsable ante la compañía, los tenedores de acciones y otros grupos de interés. En el proceso, un buen sistema de revelación de información y un buen gobierno ayudan a mantener la confianza de los inversionistas –tanto extranjeros como domésticos– y a atraer más patrimonio social. Por tanto, mejorar la revelación de información y el gobierno corporativo es crucial para mejorar la eficiencia en el uso de los recursos corporativos y la eficiencia y la seguridad de los sistemas financieros (*ver* recuadro 5.2).

RECUADRO 5.2
PRINCIPIOS DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LA OCDE

En este contexto, la OCDE ha formulado principios de gobierno corporativo. Avalados por los miembros de la OCDE en mayo de 1999, tales principios están diseñados para ofrecer a los países un punto de referencia para el fortalecimiento de sus procesos de gobierno corporativo:

- *Los derechos de los accionistas.* El marco de gobierno corporativo debe proteger los derechos de los accionistas.
- *Tratamiento equitativo de los accionistas.* El marco de gobierno corporativo debe asegurar el tratamiento equitativo de todos los accionistas, incluidos los minoritarios y los extranjeros. Todos los accionistas deben tener la oportunidad de obtener desagravios efectivos por violación de sus derechos.
- *Papel de los accionistas en el gobierno corporativo.* El marco de gobierno corporativo debe reconocer los derechos de los accionistas según lo estipula la ley y estimular la cooperación activa entre corporaciones y accionistas en la creación de riqueza y puestos de trabajo, y en la sostenibilidad de empresas financieramente sólidas.
- *Revelación de información y transparencia.* El marco de gobierno corporativo debe asegurar la revelación oportuna y precisa de todas las cuestiones materiales referentes a la corporación, incluidos situación financiera, desempeño, propiedad y gobierno de la compañía.
- *Responsabilidades de la junta.* El marco de gobierno corporativo debe asegurar que la junta guíe estratégicamente a la compañía y haga el seguimiento efectivo de la gerencia, y asegurar también la responsabilidad de la junta ante la compañía y los accionistas.

Fortalecimiento de la revelación de información

El modelo regulador basado en la revelación de información todavía no está funcionando bien en los mercados emergentes, por varias razones. En primer lugar, según lo documenta el cuadro 5.1, en las economías en transición todavía prevalecen el control familiar de las firmas y la propiedad estatal mayoritaria. En estas circunstancias las corporaciones tienen poca tradición de revelar información. En segundo lugar, debido a que la disciplina del mercado es débil, las firmas y los poseedores de información privilegiada no enfrentan suficiente presión para mejorar las prácticas de revelación de información y de gobierno corporativo. En

CUADRO 5.1
PROPIEDAD DE LAS 10 FIRMAS DOMÉSTICAS NO FINANCIERAS MÁS GRANDES, EN MANOS DE GRANDES ACCIONISTAS

	Propiedad en manos de los tres mayores accionistas	
País	**Media**	**Mediana**
África		
Nigeria	0,40	0,45
Sudáfrica	0,52	0,52
Asia		
Tailandia	0,47	0,48
Indonesia	0,58	0,62
Filipinas	0,57	0,51
Corea, Rep. de	0,23	0,20
India	0,40	0,43
Malasia	0,54	0,52
América Latina		
Argentina	0,53	0,55
Brasil	0,57	0,63
Chile	0,45	0,38
México	0,64	0,67
Europa		
Grecia	0,67	0,68
Turquía	0,59	0,58
Oriente Medio		
Egipto	0,62	0,62
Israel	0,51	0,55

Fuente: La Porta y otros (1998: cuadro 7).

tercer lugar, aunque "en el papel" ha habido mejoras en el marco legal y regulador en torno a la revelación de información y al gobierno corporativo, estas mejoras aún no han arraigado en el tejido cultural. Finalmente, tanto los mecanismos de gobierno corporativo como la revelación de información se ven minados por inadecuados estándares contables, así como por falta de disuasión, débil ejecución y sistemas legales que no funcionan bien.

Protección de los derechos de los accionistas minoritarios

Uno de los objetivos clave del gobierno corporativo es proteger los derechos de los accionistas. En los mercados emergentes, dos debilidades reducen la efectividad de estos mecanismos legales. En primer lugar, la capacidad de ejecución de los reguladores de mercados de capitales generalmente es pobre. En segundo lugar, muchos países no proveen protecciones legales adecuadas para los accionistas minoritarios. En general, estas debilidades minan los mecanismos de gobierno corporativo. Se necesitan medidas remediales para alcanzar los siguientes objetivos:

- Evitar comportamientos abusivos de los poseedores de información privilegiada (por ejemplo, prohibición de préstamos a los directivos, reglas sobre transacciones entre personal interno).
- Limitar la discreción del personal que tiene información privilegiada, en cuestiones corporativas (por ejemplo, obligatoriedad de la aprobación de los accionistas para decisiones fundamentales).
- Asegurar la revelación y transmisión adecuadas de información (por ejemplo, revelación obligatoria de intereses conexos de los miembros de la junta).
- Facilitar el control y seguimiento por parte de los accionistas (por ejemplo, provisiones para la votación por poder, incluso por correo).
- Dar opción para que los accionistas minoritarios "oprimidos" puedan retirarse de una compañía o buscar un remedio judicial si tienen objeciones a una decisión de la mayoría.

Los mercados emergentes pueden crear un marco legal y regulador efectivo que promueva el buen gobierno corporativo, incorporando mecanismos apropiados en la legislación corporativa y de títulos y en las reglas para cotizar en el mercado cambiario (*ver* cuadro 5.2). Aunque de ninguna manera son exhaustivas, las medidas incluyen provisiones relativas a los deberes de los poseedores de información privilegiada (directivos y funcionarios corporativos); los derechos y remedios para los accionistas; la revelación y uso de la información por parte de los que poseen información privilegiada, y ofertas públicas de compra y nuevas emisiones.

CUADRO 5.2
GOBIERNO CORPORATIVO EN ASIA Y AMÉRICA LATINA

Región y país	Protección a inversionistas [a]	Protección del acreedor [b]	Ejecución judicial [c]
Asia			
India	2	4	6,1
Indonesia	2	4	4,4
Malasia	3	4	7,7
Paquistán	4	4	4,3
Filipinas	4	0	4,1
Sri Lanka	2	3	5,0
Tailandia	3	3	5,9
Promedio	2,9	3,1	5,4
América Latina			
Argentina	4	1	5,6
Brasil	3	1	6,5
Chile	3	2	6,8
Colombia	1	0	5,7
México	0	0	6,0
Venezuela	1	—	6,2
Promedio	2,0	0,8	6,1

– No disponible
a. Índice de qué tan bien los marcos legales protegen a los accionistas minoritarios. Es un agregado de cuatro variables y de una medida de qué tan fácil es para los accionistas convocar a una reunión extraordinaria de accionistas. *Ver* La Porta y otros (1997).
b. Índice de los derechos de acreedores asegurados en la liquidación o reorganización de una corporación, que oscila entre 0 (nivel más bajo) y 4 (nivel más alto).
c. Índice igual al promedio de 5 variables de ejecución judicial presentado en La Porta y otros (1996). Las variables de ejecución son medidas de la eficiencia del sistema judicial, gobierno de la ley, corrupción y riesgos de expropiación y repudio de contratos. El índice va de 0 (el peor) a 10 (el mejor).
Fuente: La Porta y otros (1996, 1997).

El requerimiento de información financiera digna de crédito está inextricablemente ligado a la implementación efectiva de un sistema regulador basado en la revelación de información. Por consiguiente, se necesitan con urgencia estándares y prácticas más fuertes de responsabilidad y reporte financiero. En general, los mercados emergentes han mejorado sus estándares contables y de auditoría, pero todavía necesitan adoptar estándares contables que sean coherentes con los publicados por el Comité Internacional de Estándares Contables.[10]

10 Para ver resúmenes de los estándares contables internacionales, visite la página del Comité Internacional de Estándares en la red: www.iasc.org.uk/cmt/0001.asp.

Mejoramiento del desempeño de las corporaciones y de las rentas variables corporativas

El desempeño de las rentas variables de mercados emergentes, así como su perfil de retorno del riesgo, han demostrado ser decepcionantes para inversionistas y emisores en comparación con el desempeño de las rentas variables de mercados más desarrollados (Pomerleano, 1998). Esto suscita la pregunta, ¿por qué? En parte, el bajo desempeño de los países en desarrollo es atribuible a la posición volátil de sus economías, las cuales están sujetas a choques más frecuentes y más grandes que las de los países industrializados. En todo caso, también hay evidencias sustanciales de que tan sólo algunos países, muy pocos, si es que los hay, hacen esfuerzos por concentrarse en el desempeño corporativo. Como resultado, el retorno corporativo de los activos y del patrimonio social no es competitivo con el de otros mercados (Pomerleano y Zhang, 1999).

Desarrollo de mercados de bonos

Un desafío común para los países en desarrollo es acelerar el desarrollo de mercados domésticos de bonos gubernamentales y corporativos por igual. Si bien en los años 1990 algunos países en desarrollo fueron capaces de fortalecer los mercados de bonos gubernamentales, el tamaño y la liquidez de sus mercados de bonos corporativos continúan significativamente rezagados (Dalla y Khatkhate, 1996; Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional, 2001). Estas debilidades en los mercados domésticos de bonos limitan las opciones financieras disponibles para las corporaciones y pueden contribuir al excesivo endeudamiento externo (Banco Mundial, 1998).

Las autoridades necesitan enfrentar los mayores impedimentos para el desarrollo del mercado de bonos. La primera restricción está en la infraestructura del mercado, incluidos los sistemas de negociación, compensación y liquidación, y custodia. Una segunda restricción es el marco legal y regulador, donde los mercados de bonos están enfrentado difíciles problemas para avanzar hacia un sistema basado en el mercado. En tercer lugar, hay que hacer frente a las debilidades de las agencias de calificación crediticia. Finalmente, se necesitan puntos de referencia del gobierno para tarificar títulos que tienen diferentes perfiles de riesgo.

Infraestructura de negociación, liquidación y depositaria

Actualmente, la infraestructura de negociación y liquidación en los mercados de bonos está muy rezagada con respecto a la de los mercados de renta variable:

- *Compensación y liquidación.* En muchos países en desarrollo no hay procedimientos estándar de liquidación para bonos corporativos ni depositarios

centrales, y la liquidación se lleva a cabo mediante certificados. Como resultado, la liquidación puede experimentar grandes demoras y es común que haya fallas.

- *Sistemas de negociación.* Los sistemas de negociación, en particular de bonos corporativos, son en su mayoría sistemas al margen de la bolsa (*over-the-counter*), que operan a base de corredores y tienen poca transparencia. No se difunde en el mercado la información sobre volúmenes, cotizaciones ni precios, cosa que mina la transparencia y la confianza en los mercados secundarios.

La falta de infraestructura del mercado incrementa los costos de transacción y desalienta el comercio.

Marco regulador y legal

Lo mismo que para el caso de los mercados de renta variable, las autoridades necesitan desarrollar, adoptar y ejecutar un sistema regulador basado en la revelación de información, para los mercados de deuda. Prácticas débiles de revelación de información, reporte financiero y rendición de cuentas, socavan la calidad de la información disponible para los inversionistas potenciales y la capacidad de las agencias calificadoras de crédito para llevar a cabo la debida diligencia. De manera similar, la debilidad de los regímenes sobre bancarrota, aunada con el deficiente funcionamiento de los sistemas judiciales, mina la protección legal de los acreedores.

Agencias de calificación de crédito

Las agencias de calificación de crédito controlan la capacidad de crédito de los emisores y de ese modo prestan asistencia tanto a emisores como a inversionistas en los mercados de bonos. Las calificaciones crediticias ayudan a los inversionistas a estimar las primas de riesgo requeridas para compensarlos por riesgo de incumplimiento. Las calificaciones benefician también a los emisores, puesto que ayudan a instilar credibilidad y también ayudan a los inversionistas a diferenciar debidamente entre instrumentos y emisores. En los mercados emergentes, donde son escasas las destrezas para análisis de crédito, son particularmente importantes tanto las calificaciones de nuevas emisiones como el seguimiento continuo de emisiones vigentes (Pomerleano, 2001). El desarrollo de agencias calificadoras de crédito beneficia también a la comunidad inversionista y a otras instituciones financieras, atrayendo a profesionales calificados. En síntesis, las agencias calificadoras ayudan a reducir las asimetrías de información entre emisores e inversionistas y a mejorar la eficiencia y liquidez de los mercados primarios y secundarios de bonos.

Puntos de referencia

La falta de puntos de referencia es el impedimento final. Tradicionalmente los títulos gubernamentales, cuando son emitidos y negociados en mercados competitivos, sirven como puntos de referencia para el proceso de descubrir los precios, y como un vehículo protector contra variaciones de precios para la emisión privada. Se necesitan puntos de referencia gubernamentales basados en el mercado para tarificar títulos sujetos a diversos grados de riesgo. Tales puntos de referencia también pueden usarse para evaluar en el mercado las expectativas de inflación y cambios en las tasas de interés. Los títulos que sirven como puntos de referencia tienen varias características deseables. En primer lugar, son líquidos, lo que implica emisiones grandes y regulares de instrumentos con características similares. Además, títulos que sean puntos de referencia, que cubran el rango completo de la curva de rendimiento, son útiles para tarificar títulos de largo plazo.

Fomento del desarrollo de inversionistas institucionales domésticos

Los mercados emergentes necesitan fomentar también el desarrollo de inversionistas institucionales domésticos. Este tipo de inversionistas juega un papel benéfico en el desarrollo de los mercados de capitales, proveyendo profundidad y liquidez para esos mercados y también mejorando el gobierno corporativo. Los inversionistas institucionales pueden ser una poderosa fuerza para una mejor revelación de información, y una fuente de demanda de calificaciones de crédito. En este contexto, el ejemplo más comúnmente citado de impacto de inversionistas institucionales es el desarrollo de la industria privada de pensiones en Chile y su impacto favorable sobre el desarrollo del mercado de capitales. Dada la diversidad de inversionistas institucionales, entre los que se cuentan capitales de riesgos, fondos mutuos y de pensiones, y compañías de seguros –todos los cuales se comentan en otros capítulos– basta decir aquí que se necesita tomar medidas para fomentar el desarrollo de inversionistas institucionales.

Fortalecimiento de organizaciones autorreguladoras

La implementación de un nuevo modelo regulador basado en la revelación de información a una distancia prudencial y la autorregulación, exige el fortalecimiento de las organizaciones autorreguladoras (OAR), incluidas instituciones cambiarias, organizaciones profesionales e instituciones de compensación y publicitarias. La premisa subyacente es que las OAR asumen mucha de la responsabilidad de la regulación y el seguimiento de los mercados de títulos valores: éstas desarrollan reglas para sus miembros y aseguran el cumplimiento de esas reglas y de las leyes sobre títulos valores. El desafío común que enfrentan los mercados emergentes es

desarrollar OAR que tengan la capacidad institucional y los incentivos para supervisar tanto el desarrollo del mercado como la regulación. Todos los países en desarrollo están luchando por encontrar cómo fortalecer estas instituciones, y también con decisiones clave como, por ejemplo, qué responsabilidades reguladoras deben transferirse a las OAR y cuándo.

En muchos mercados desarrollados, las OAR tienen mucha de la responsabilidad de regular y hacer seguimiento a los mercados de títulos, sujetas a una supervisión reguladora. Éstas desarrollan reglas de conducta para sus miembros y aseguran el cumplimiento de las leyes y regulaciones sobre títulos valores. Las más visibles son las bolsas de valores, las cuales supervisan las reglas y regulaciones del mercado. De manera similar, asociaciones de agentes comerciales expiden licencias a los corredores, determinan las exigencias de capital y probidad, y establecen códigos éticos para sus miembros. A menudo las OAR regulan instituciones de compensación y depositarias. Las asociaciones profesionales e industriales son igualmente importantes para las industrias de analistas, contadores, abogados, y de fondos mutuos y fondos de pensiones.

En muchas situaciones, los beneficios de la autorregulación son irresistibles. En primer lugar, la experticia y el conocimiento de primera mano de los profesionales, conducen a la formulación de reglas que son relevantes para la tarea reguladora. En segundo lugar, la información requerida para el seguimiento efectivo, como es la información sobre transacciones, generalmente está más a la mano de los participantes en el mercado que de los reguladores. En tercer lugar, habitualmente la información viaja más rápido dentro de los mercados que entre mercados y reguladores, y los participantes en el mercado generalmente responden a desarrollos adversos con mayor prontitud que los reguladores.[11] En cuarto lugar, es humanamente natural aceptar mejor reglas autoimpuestas que reglas impuestas por gente de fuera, especialmente cuando, con o sin razón, se considera que esa gente carece de la debida comprensión de cómo funcionan realmente los mercados. Finalmente, las OAR habilitan a las agencias reguladoras oficiales para hacer rendir más sus limitados recursos públicos a través de su experticia y supervisión. Este aspecto es especialmente relevante cuando las responsabilidades reguladoras cubren varias instituciones grandes o sectores, así como un gran número de pequeños operadores. Delegar algunas responsabilidades a las OAR puede permitirle a la agencia evitar que sus limitados recursos se dispersen mucho en cuestiones menores, lo que a su turno la habilita para concentrar sus recursos donde son mayores los riesgos.

Pese a sus atractivos, la autorregulación no está libre de trampas. La más obvia es el propio interés. Aunque las organizaciones industriales y profesionales tie-

11 Hay amplias evidencias de que las líneas de crédito interbancario son una de las primeras señales de advertencia de depresión.

nen fama de responder a estándares muy exigentes, esos estándares suelen tener un impacto negativo sobre las utilidades, lo que puede comprometer la persecución de los mismos. A este respecto, a veces se considera que delegar responsabilidades reguladoras a OAR es equivalente a "poner al zorro a cargo del gallinero". La autorregulación también se predica con base en el supuesto de que los miembros éticamente fuertes obligarán a la disciplina, dentro de sus rangos, a miembros recalcitrantes. El supuesto implícito es que desarrollar mercados justos y eficientes es interés propio, inteligente, de largo plazo, de la industria de títulos valores. Hasta cierto punto, esto es realmente verdad. Sin embargo, si la industria es centralizada y a ésta no pueden entrar nuevos participantes potenciales, la OAR podría convertirse en un vehículo para obtener rentas. De hecho, los mercados que tienen un reducido número de participantes dominantes rara vez son buenos candidatos para la autorregulación. Finalmente, la autorregulación solamente puede funcionar si la industria tiene la experticia requerida para establecer regulaciones apropiadas y si está dispuesta a comprometer los recursos necesarios para hacerlas cumplir.

Las OAR de cámaras de compensación ilustran las ventajas, y también las desventajas, de la autorregulación. En el caso de una cámara de compensación, la contraparte de riesgo de liquidación tiende a estimular a los miembros a vigilarse más estrechamente unos a otros y a establecer salvaguardias para protegerse ellos mismos y proteger al sistema contra la eventualidad de que uno de ellos no liquide. Al mismo tiempo, a ellos les interesa mantener una membresía limitada, por razones tanto de seguridad como de utilidades. Siempre que el número de miembros pueda limitarse a los del club, habrá un incentivo para establecer cargas reguladoras cuyos costos para ellos sean los más bajos posibles.

El uso de la autorregulación de tal manera que aproveche sus beneficios sin poner en peligro la estabilidad y la integridad del sistema financiero, es un reto para las naciones emergentes y para las desarrolladas por igual. La etapa de desarrollo es de por sí el determinante primordial del grado en que pueda dependerse de OAR. La realidad para los países de mercados emergentes es que por rareza tienen bien desarrollados los prerrequisitos esenciales para el modelo de autorregulación:

- Los participantes en el mercado pueden no dar mayor valor a los beneficios a largo plazo que significa controlar prácticas abusivas y elevar la confianza, en comparación con las ganancias a corto plazo que permite el abuso del mercado.
- Las estructuras del mercado suelen estar altamente concentradas.
- A menos que estén bien desarrollados los conceptos de gobierno corporativo, puede no haber en el mercado la experticia y el compromiso necesarios para establecer principios reguladores sólidos.

La experiencia de Estados Unidos como pionero del modelo de OAR en la regulación de títulos valores, es un útil recordatorio de las dificultades que plantea la autorregulación y el tiempo que puede requerirse para subsanar los inevitables conflictos. Aunque ya desde 1929 se crearon OAR en Estados Unidos, al tiempo con el establecimiento de la Securities and Exchange Commission, SEC (Comisión de Títulos y Cambios), todavía en la década del noventa se estaban cuestionando los arreglos de gobierno interno de las OAR.[12] En 1995, a raíz de una pesquisa de la SEC, la Asociación Nacional de Agentes de Títulos, de Estados Unidos, reformó significativamente sus organismos de gobierno. Más recientemente, la desmutualización de la Bolsa de Nueva York puso de nuevo en tela de juicio lo apropiado de que la misma sea una OAR.

Los países de mercados emergentes, al tomar en consideración el uso selectivo de OAR necesitan abordar las siguientes preguntas: ¿Es suficiente el capital institucional y humano requerido para las OAR? ¿La falta de competencia mina los incentivos para que los participantes en el mercado se autovigilen? ¿Es la estructura de gobierno corporativo adecuada para mitigar conflictos de intereses? ¿Cómo pueden nutrirse las OAR? ¿Existe un proceso natural para transferir responsabilidades a las OAR a medida que se desarrollan los mercados?

Las siguientes son algunas medidas que pueden respaldar el desarrollo de los prerrequisitos para la autorregulación en los mercados de títulos:

- *Alimentar el desarrollo de profesiones clave.* Los reguladores pueden jugar un papel activo en el desarrollo de la base de destrezas requerida para las OAR. En primer lugar, pueden desarrollar estas profesiones creando una estructura reguladora sólida para asegurar que los profesionales que ejercen en éstas tengan altos niveles de competencia, diligencia e integridad, y que los clientes puedan fiarse de su experticia y juicio crítico. Al mismo tiempo, los reguladores pueden alimentar el desarrollo de destrezas recurriendo a fuentes externas de servicio (*outsourcing*) para atender contratos del gobierno.

- *Estimular la competencia.* Para reducir la posibilidad de que firmas muy arraigadas puedan limitar el ingreso a la industria, los reguladores deben formular criterios claros y transparentes para la expedición de licencias y, siempre que sea del caso, abrir los mercados a participantes extranjeros.

- *Facilitar la adopción de nueva tecnología.* La información mejora la transparencia. En algunos casos, los reguladores pueden proveer información directa-

12 El experimento –y el fracaso– más visible en materia de autorregulación financiera en las últimas décadas tuvo lugar en el Reino Unido. Al cabo de una década en la que los poderes y la efectividad de la compleja estructura de OAR se vieron repetidamente desafiados y fueron hallados defectuosos, la estructura retrocedió a una forma más convencional de agencia reguladora oficial, la Financial Services Authority.

mente; en otros, pueden asesorar a los mercados en la identificación e implementación de avances tecnológicos relevantes relacionados con la provisión de datos. Los esfuerzos por mejorar los sistemas de información, por ejemplo, los sistemas de datos sobre intercambio comercial, pueden mejorar enormemente la transparencia y, en ese proceso, abrir el camino para la autorregulación.

- *Mejorar los estándares de gobierno corporativo.* Los reguladores pueden ayudar a crear los cimientos para las OAR mejorando el gobierno interno en la industria y en las OAR mismas, una vez que sean establecidas.

- *Mejorar la regulación.* Mientras más altos sean los estándares reguladores fijados por las agencias reguladoras oficiales, más relevantes serán los puntos de referencia con respecto a los cuales puedan juzgarse las OAR.

En conclusión, el desarrollo de OAR en los mercados emergentes es deseable. Al mismo tiempo, tal desarrollo debe ser considerado como un proceso, más que como un evento. El proceso debe conllevar una delegación gradual de poderes, en respuesta al surgimiento de las condiciones necesarias para la implementación satisfactoria de la autorregulación, y una contribución activa por parte de las agencias reguladoras oficiales a la creación de esas condiciones.

Epílogo

Al tiempo que se escribe este libro, se están produciendo cambios de vertiente en la estructura de los mercados de capitales y en la definición de mercados y cambios. Entre éstos, los más significativos son la desmutualización de las bolsas de valores y el crecimiento de listas de cotizados y de mercados transnacionales.

La desmutualización implica la reforma de las bolsas de valores como sociedades cotizadas. Este proceso, que comenzó en la Bolsa de Sydney, en Australia, tiene implicaciones de amplio rango para la conducta y la regulación de los cambios:

- En primer lugar, la desmutualización introduce mayor presión competitiva y mayor eficiencia a los cambios afectados, al romper la "mentalidad de club" de vieja data –y en la mayoría de los casos extraordinariamente conservadora– de los viejos cambios mutuos.
- En segundo lugar, la desmutualización introduce la necesidad de satisfacer la demanda de utilidades de los accionistas, lo que presiona a los cambios a reducir sus costos y expandir sus servicios.

- En tercer lugar, la desmutualización crea una situación en la que los cambios pueden registrarse en sus propias juntas, exponiéndose de ese modo a las mismas exigencias de gobierno corporativo y de revelación de información que ellos han impuesto a otras compañías cotizadas.
- En cuarto lugar, el hecho de cotizar en sus propias juntas presenta un conflicto de intereses entre el cambio como compañía y el cambio como organización reguladora. En efecto, es difícil para un participante en el mercado regular el mercado en el que opera. Algunos países están enfrentando este conflicto mediante la reorganización del cambio y creando una rama reguladora separada, independiente. Otros lo están enfrentando devolviéndole a la correspondiente agencia reguladora de conducta en el mercado casi toda la supervisión reguladora.

El futuro de la desmutualización todavía es incierto. Por una parte, las presiones económicas y la tentación de liberar el valor del capital significan que será difícil dar marcha atrás. Y por otra parte, todavía se están resolviendo los problemas de gobierno interno y conflicto de intereses.

El segundo asunto significativo que está emergiendo en los mercados mundiales de capitales, es el crecimiento de listados transnacionales de sociedades cotizadas y de mercados transnacionales. Las presiones de la globalización en todas las áreas del comercio y las finanzas han hecho inevitables algunos desarrollos a este respecto. Los listados transnacionales de sociedades cotizadas y los duales (en los que una sociedad registra múltiples unidades en diferentes países y las vincula mediante un acuerdo de accionistas que crea efectivamente una entidad única) han estado rondando durante varios años. Quizá lo menos esperado en los últimos años haya sido el surgimiento de mercados globales en uniones de países, como es el caso de Euronext, en los cuales los cambios van más allá de simples acuerdos de cooperación y forman un cambio genuinamente transnacional.

Una vez más, estos desarrollos tienen implicaciones reguladoras interesantes. En el caso de instituciones reguladas de cotización dual, los reguladores anfitriones parecen estar favoreciendo arreglos de supervisión conjunta, en los que la una o el otro son la agencia líder en caso de dificultades. Esto puede resultar inadecuado a medida que las estructuras transnacionales se tornan más complejas. El surgimiento de mercados multinacionales es todavía más exigente. El desafío para los reguladores es desarrollar un enfoque multijurisdiccional de la regulación que vaya paralelo al desarrollo de instituciones y mercados. Si no más, la creación de mercados multinacionales presionará a los reguladores internacionales a armonizar sus políticas y procedimientos y a coordinar sus actividades a un nivel mucho mayor que hasta ahora.

6. Instituciones financieras especializadas

Las financieras especializadas juegan varios papeles tanto en los mercados desarrollados como en los emergentes. En los desarrollados están determinados primordialmente por los beneficios que se cosechan para la especialización y, en algunos casos, por los incentivos tributarios. En los mercados emergentes, a menudo son más amplios en la profundización de los mercados financieros y en la superación de deficiencias legales y reguladoras.
Este capítulo se concentra en sólo dos de toda la gama de instituciones financieras especializadas: compañías de leasing *y financieras de finca raíz. Estos dos grupos están entre las más arraigadas de las instituciones financieras especializadas, y sirven para ilustrar la gran mayoría de los asuntos involucrados en este grupo. El capítulo ofrece también algunos comentarios sobre cooperativas.*

Financiación por *leasing*

El *leasing* es un arreglo contractual que permite a una parte (el arrendatario) usar un bien de propiedad de otra parte (el arrendador) a cambio de pagos periódicos específicos. (Esta sección se basa particularmente en Corporación Financiera Internacional, 1996.) En términos prácticos, un *leasing* es casi indistinguible de una compra de activos en la que una financiera externa provee la financiación, el usuario del bien hace pagos periódicos sobre el préstamo, y el bien adquirido asegura el préstamo. Lo que distingue al *leasing* de la compra mediante préstamo es que la propiedad del activo es de la financiera y no del usuario; en otras palabras, la propiedad legal del bien está separada del uso económico del mismo.

Hay muchas variantes de la estructura básica de *leasing*. Dentro de un *leasing* financiero, el arrendatario es responsable de mantener el bien y tiene la obligación de comprarlo (en algunos casos puede ser más bien una opción de compra o una opción de refinanciación) a la expiración del contrato, por un valor residual previamente acordado. En muchos casos, los pagos del *leasing* están estructurados de tal manera que amorticen totalmente los costos de capital del arrendador durante el término del *leasing*. Dentro de un *leasing* operativo, el arrendador es responsable de mantener el bien y asume todo el riesgo por su valor residual.

Los *leasings* también pueden ser totalmente financiados por la sociedad de *leasing*, o ayudados mediante la introducción de una financiera externa a la que usualmente sólo puede recurrir el arrendador. Los *leasings* con ayuda de préstamos transnacionales, que se pusieron de moda a principios y mediados de los años 1990, implican estructuras complejas en las que tanto el arrendador como el arrendatario pueden ser financiados externamente, mientras que la obligación

por los pagos futuros del *leasing* se le pignora íntegramente a una de las financieras externas. Estas estructuras más elaboradas están diseñadas en gran medida para diferentes jurisdicciones tributarias de arbitraje (en particular, diferencias en regímenes de depreciación) y tienen muy poco parecido con la estructura básica de los *leasing* financieros u operativos. Los arreglos de alquiler-compra son un instrumento híbrido en el que tanto el usuario como la financiera comparten patrimonio social y la propiedad del bien se transfiere progresivamente al usuario.

Los arreglos de venta/devolución por alquiler involucran bienes de capital existentes, más que nuevos. Dentro de un arreglo de esta naturaleza, el arrendatario vende el bien que figura en su balance al arrendador. El arrendador, a su vez, le alquila el bien al arrendatario, a cambio de pagos de *leasing* a largo plazo. Cuando los activos están dedicados a los usos del arrendatario, por ejemplo plantas generadoras de electricidad y ferrovías, el activo habitualmente se le revierte al arrendatario al final del contrato de *leasing*, por una suma nominal. Los arreglos de venta/devolución por alquiler pueden ser medios útiles para aumentar la liquidez a partir de los bienes existentes.

En términos financieros, los *leasing*s son estructuralmente comparables a otras transacciones financieras en cuanto a que el proveedor de la financiación busca recuperar sus desembolsos de capital más intereses sobre los fondos amarrados por el período de que se trate. El costo de esta financiación para el usuario del activo varía dependiendo de quién asuma los diversos riesgos que haya de por medio (como obsolescencia y mantenimiento) y del costo de los fondos de la financiera (incluido cualquier impuesto y otros beneficios involucrados).

El rango de los activos aptos para *leasing* es extenso. Activos fijos de gran escala, durables, como finca raíz comercial, son candidatos ideales para *leasing*. Pero la ausencia de estas características ideales no es imposible de superar y los *leasing*s se extienden virtualmente a toda forma de equipos de capital, desde aviones y equipo pesado para movimiento de tierra hasta teléfonos móviles.

El *leasing* tiene una larga historia pero su popularidad se ha incrementado mucho en los últimos 40 años más o menos, en los mercados desarrollados, y más de 20 años en los mercados emergentes. En sus etapas iniciales en el siglo XIX, el *leasing* surgió como una técnica para ayudar a la industria manufacturera a vender sus productos, proveyendo financiación administrativamente sencilla y, en algunos casos, relativamente barata. En los años 1950, la industria evolucionó más allá de este estrecho foco, con la formación de compañías de *leasing* independientes en Estados Unidos. En la década de 1960 se extendió a Japón y Europa, y para mediados de los noventas se había establecido en más de 80 países, incluidos más de 50 mercados emergentes.

Se estima que US$500.000 millones de equipos de capital son financiados anualmente por *leasing* (Fleming, 2000). Esta cifra representa alrededor de un octavo de la inversión privada mundial. En los países de la OCDE, hasta un tercio de la inversión privada es financiado mediante *leasing*s. En términos de volumen, Estados

Unidos domina el mercado mundial, al registrar alrededor del 40% del *leasing* mundial.

Si bien el *leasing* ha venido creciendo muy rápidamente en las economías de mercados emergentes, el grado de penetración de la financiación de inversión privada todavía es relativamente bajo en estos países, con excepción de unos pocos.

El crecimiento más espectacular del *leasing* entre las economías de mercados emergentes ha sido el de la República de Corea. A mediados de la década de 1990, el mercado coreano de *leasing* había llegado a ser el quinto más grande del mundo (de más de US$13.000 millones, representa cerca de un quinto de la inversión privada). Colombia, Indonesia, México y Sudáfrica, son otras economías de mercados emergentes que ocupan una alta posición en el mundo, en su uso de financiación por *leasing*.

Financiación de finca raíz

Financiación de finca raíz es financiación de la adquisición de bienes raíces. El endeudamiento para efectos de adquirir propiedad raíz, típicamente se asegura mediante hipoteca (es decir, un derecho o embargo preventivo) de la propiedad que se está comprando. Aunque el prestamista exija garantías adicionales, el uso de la propiedad misma como garantía primordial es lo que distingue la financiación de finca raíz de casi todos los demás tipos de financiación. Normalmente la finca raíz se divide en comercial y residencial, y ambas áreas han sido terreno fértil para la innovación financiera. En muchos países, la financiación de finca raíz es una de las formas más dominantes de financiación en la economía y a menudo corresponde a entre un cuarto y la mitad de los préstamos bancarios.

El modelo tradicional de financiación de finca raíz implica extender préstamos a partir del balance de la institución financiera, la cual se hace responsable de todas las etapas del proceso de préstamo. Aunque los bancos y las compañías de seguros han sido una fuente importante de préstamos sobre balance para finca raíz, también han emergido instituciones financieras especializadas para llevar a cabo la misma función. Las financieras especializadas en finca raíz, se denominan asociaciones de ahorro y préstamo en Estados Unidos, sociedades inmobiliarias en Estados Unidos y en países que tienen una trayectoria británica de Commonwealth, y bancos hipotecarios en Europa.[1] Los orígenes de las sociedades inmobiliarias y de las asociaciones de ahorro, así como algunos comentarios sobre su regulación, se detallan más en la sección sobre instituciones financieras cooperativas.

---

1 En menor grado, en algunos países cooperativas de crédito y cooperativas para vivienda brindan financiación de finca raíz.

Dentro de este modelo tradicional, las instituciones financieras involucradas proveen todos los servicios asociados con el proceso de financiación:

- Originan los préstamos a partir de su base de clientes, asumiendo la responsabilidad del trabajo de escritorio implícito y evaluando tanto la capacidad del prestatario para pagar, como la calidad del inmueble tomado como garantía.
- Financian los préstamos a partir de sus balances.
- Sirven los préstamos recaudando los pagos de préstamos y demandando judicialmente los pagos vencidos.
- Manejan los riesgos involucrados en la provisión de financiación para finca raíz.

El modelo tradicional, o de servicio completo de financiación de finca raíz, incluye dos formas básicas de hipoteca. La más común es la hipoteca con amortización, por la cual el prestatario hace regularmente pagos de suficiente tamaño para cubrir los compromisos periódicos de intereses y reducir la deuda vigente. Durante el tiempo del préstamo, los pagos amortizan íntegramente el capital. La segunda es el préstamo con pago de intereses únicamente, en el que los pagos sólo son suficientes para cubrir los compromisos periódicos de intereses. Dentro de esta forma, la deuda de capital permanece intacta y debe pagarse en su totalidad al término del período del préstamo. Cada uno de estos tipos de hipoteca básica puede ser expedido en la modalidad de interés fijo –en el que la tasa de interés se determina de antemano para el término completo del préstamo–, o de interés variable –en el que la tasa se ajusta de acuerdo con el movimiento de las tasas de interés en el mercado a lo largo del tiempo, ya sea a discreción del prestamista o de acuerdo con una fórmula predeterminada.

En los últimos años, el rango de opciones de amortización y tasas de interés en mercados hipotecarios maduros se ha expandido con muchas variaciones:

- Hipotecas rápidas, en las que se amortiza parte del capital en un lapso relativamente corto (por ejemplo, de 3 a 5 años) y luego el resto al final de ese término.
- Métodos canadienses de reembolso de obligaciones por intercambio de análogos, los cuales requieren refinanciación cada cierto número de años.
- Hipotecas con pago gradual, que comienzan con cuotas de amortización bajas en los primeros años y aumentan gradualmente hasta estabilizarse en los últimos años (en algunos casos, los pagos iniciales son inferiores a los costos de servicio de la deuda, resultado de lo cual es que la deuda se incrementa por cuanto los intereses son capitalizados durante los primeros años).

- Hipotecas con abono creciente a capital, en las que pagos inicialmente bajos se incrementan de acuerdo con un índice preestablecido.
- Hipotecas de precio compartido, las cuales ofrecen bajas tasas de interés a cambio de una participación del prestamista en el patrimonio.
- Hipotecas convertibles, las cuales pueden convertirse de hipotecas a tasa fija a hipotecas a tasa variable.
- Hipotecas de amortización invertida, en las cuales el dueño del bien inmueble recibe un ingreso anual que debe pagar cuando venda la propiedad o a la muerte del prestatario.

Los riesgos en préstamos para finca raíz están dominados por la exposición crediticia a los prestatarios. La mitigación de estos riesgos es el valor que tiene la propiedad raíz que garantiza el préstamo. Históricamente, las tasas por incumplimiento sobre préstamos para propiedad raíz residencial han sido relativamente bajas. Es más, la propiedad raíz residencial generalmente ha constituido valor de garantía estable, si no creciente, para estos préstamos.[2] El panorama es muy diferente para la finca raíz comercial, donde son mucho más volátiles los cambios de valor de las propiedades debidos a cambios de precios en el mercado, y a vacantes. Por ejemplo en Tailandia, a finales de la década de los noventa, las propiedades comerciales correspondían apenas a un cuarto del valor total de la finca raíz, en tanto que al cierre de la crisis asiática representaron alrededor de tres cuartos de la pérdida de riqueza, como resultado del colapso en los valores de la propiedad raíz.

El otro gran riesgo de los préstamos para propiedad raíz se refiere a los fondos. La financiación de bienes inmuebles es inherentemente de largo plazo. Cuando los fondos provienen predominantemente de fuentes a corto plazo, como sucede con la financiación bancaria y con la de casi toda institución especializada, el prestamista está expuesto al riesgo de mercado que surge de cambios en la forma y la posición de la curva de producción, y al riesgo de liquidez derivado de la posible pérdida de fondos a corto plazo. El riesgo de mercado se complica por la tendencia que existe en la mayoría de los países a que los préstamos hipotecarios ofrezcan al prestatario la opción de cancelarlos tempranamente. Esto crea cierta ambigüedad acerca de la madurez de los préstamos e incrementa la dificultad del prestamista para lograr casar la madurez de sus activos con la de sus pasivos. Cuando los bancos y las compañías de seguros ofrecen financiación de finca raíz, manejan estos riesgos dentro del contexto de su portafolios general. Las financieras especializadas de finca raíz habitualmente los manejan en un contexto mucho más estrecho.

---

2 El nivel relativamente bajo de riesgo que por naturaleza tienen los préstamos hipotecarios residenciales, se refleja en el peso asignado por consenso al riesgo que se corre con estos préstamos, dentro del Acuerdo sobre Capital del Comité Basle.

El modelo tradicional de financiación de finca raíz tiende a ser de costo relativamente alto, porque una institución desempeña todas las funciones y maneja todos los riesgos. Esto, combinado con la naturaleza relativamente homogénea de los préstamos hipotecarios, crea un incentivo para la innovación financiera que haga el proceso económicamente más eficiente. La innovación ha tenido como resultado la separación de las diversas etapas del proceso de crédito, titulización de hipotecas, e incluso hasta la separación de los distintos componentes de las reclamaciones contra prestatarios. Si bien en Estados Unidos este modelo de financiación de finca raíz ha estado activo por décadas, en otros países su surgimiento es mucho más un producto de los años noventa.

Desatar el proceso de crédito es algo que ha tenido lugar a través de proveedores de servicios especializados que manejan cada una de las etapas por separado. Dentro de este modelo, las instituciones especializadas en finca raíz que extienden préstamos, se concentran en la comercialización de éstos, el procesamiento de solicitudes, la suscripción de la extensión inicial de crédito y, en algunos casos, el bodegaje temporal de los préstamos hasta que se les venden a inversionistas a más largo plazo. A diferencia de las financieras con servicios integrales de finca raíz, estas proveedoras de servicios no incluyen en su balance las hipotecas más que dentro del papel de bodegaje. En muchos casos, bancos, aseguradoras e instituciones especializadas en préstamos para finca raíz continúan desempeñando algunas de las funciones de esta cadena de entrega, ya sea en la extensión de préstamos, el aseguramiento hipotecario o la atención de préstamos y juicios hipotecarios.

La separación de los eslabones de la cadena de servicios en la financiación de finca raíz ha introducido nuevas fuentes de competencia y socavado los márgenes. Sin embargo, las instituciones de servicio integral han respaldado razonablemente este proceso, a tal punto que ofrece cierto grado de liquidez, no solamente para nuevos préstamos hipotecarios sino también para préstamos existentes en sus libros.

El proceso mediante el cual las instituciones de servicio integral que financian finca raíz transfieren los préstamos, y los riesgos crediticios y de mercado asociados, sacándolos de sus balances, se conoce como titulización o securitización. La titulización es el proceso de dotar activos, que de otra manera serían ilíquidos, de las cualidades de un título. En la práctica, esto implica empaquetar bienes productores de ingresos en paquetes estandarizados y expedirlos en una forma negociable como títulos altamente calificados, asegurados por bienes subyacentes. En muchos casos, la calidad de los títulos mejora mediante la adición de incrementos por parte de terceros. Estos incrementos incluyen aseguramiento de la oportunidad de los pagos y contra ciertos incumplimientos eventuales.

Los compradores de los instrumentos convertidos en títulos proveen la financiación última para los préstamos de finca raíz y absorben los riesgos residuales crediticios y de mercado. Empaquetando los préstamos en esta forma, el mercado

es capaz de reducir algunos de los riesgos involucrados, por ejemplo, acoplando mejor el perfil de madurez de los activos y de los pasivos del caso.

Las hipotecas titulizadas se comercializan en tres formas principales: cédulas hipotecarias, bonos hipotecarios y participaciones hipotecarias. El más desarrollado de estos mercados es el de cédulas hipotecarias.

Una cédula hipotecaria implica establecer un fideicomiso dentro del cual se venden los bienes hipotecarios, de manera que los beneficios de la propiedad le son asignados a los tenedores de las cédulas que son emitidas contra esos bienes. El fideicomisario paga intereses y capital sobre las hipotecas a la institución financiera que las maneja, la cual se los pasa a los tenedores de los títulos, restando cualesquiera derechos de manejo y seguro a que haya lugar.

Los bonos hipotecarios son títulos emitidos por una institución financiera y garantizados mediante hipotecas o títulos respaldados por hipotecas. En este caso, los activos permanecen en el balance de la institución.

Las participaciones hipotecarias llevan un paso más adelante el proceso de especialización, repartiendo las obligaciones subyacentes en porciones de madurez. A los tenedores de la primera porción se les da prioridad para el retorno de su capital con las primeras cuotas. Así, si un alto porcentaje de prestatarios adopta la opción de cancelar tempranamente sus préstamos, a los tenedores de las partes de mayor prioridad puede pagárseles muy rápido. Al igual que con los bonos hipotecarios, las participaciones hipotecarias normalmente permanecen en el balance. La canalización de inversiones hipotecarias de finca raíz lleva todavía más adelante este proceso, al dividir las participaciones hipotecarias en los componentes de capital solamente e intereses solamente.

La industria financiera de finca raíz no sólo ha sido innovadora en la creación de instrumentos de deuda, sino que además ha generado instrumentos innovadores de renta variable. En Estados Unidos las fiduciarias de inversión en finca raíz, REIT (Real estate investment trust).[3] surgieron desde los años 1960. Estas fiduciarias se constituyen como corporaciones y, para efectos de beneficios tributarios –primordialmente la facultad de emitir dividendos antes de impuestos y no después de impuestos–, se registran como REIT en el Servicio Interno de Impuestos. A fin de calificar para las concesiones tributarias, las REIT tienen que pasar ciertas pruebas de ingresos (por ejemplo, el 75% de los activos de la compañía tienen que estar invertidos en finca raíz). Las REIT ofrecen oportunidades de inversión en finca raíz a pequeños inversionistas, incrementando la divisibilidad y los beneficios de la diversificación mediante acopio.

Nota sobre las cooperativas financieras

Las sociedades cooperativas pueden constituirse para una cantidad de propósitos que van desde la comercialización de la producción primaria hasta la provi-

sión de servicios comunitarios como el suministro de agua, electricidad y transporte.[3] La gran mayoría de las cooperativas tiene sus raíces filosóficas en el movimiento de autoayuda que surgió en la Inglaterra victoriana y se extendió a Europa y otras partes durante el siglo XIX. Tradicionalmente, las cooperativas se fundan sobre el principio de mutualidad y son operadas como clubes. Con el tiempo, el papel de las sociedades cooperativas se ha expandido para abarcar el campo de las finanzas. Las tres formas dominantes de cooperativas financieras en todo el mundo son las sociedades inmobiliarias, las cooperativas de crédito y las cooperativas de seguros.

Las primeras inmobiliarias fueron constituidas por pequeños grupos de personas, habitualmente con ocupaciones o creencias similares, que hacían acopio de sus recursos para proveerles financiación de vivienda a sus miembros. Cuando los préstamos quedaban totalmente pagos, las sociedades se acababan. Una variación de estas sociedades a término –las sociedades Starr Bowkett–, se distinguió por la característica de que sus miembros tenían derecho a préstamos de bajo o ningún interés, asignados por votación. Las inmobiliarias a término se convirtieron en inmobiliarias permanentes o en corporaciones de ahorro, las cuales se especializan en financiación de vivienda. Fuera de dicha especialización, las modernas sociedades inmobiliarias permanentes son propiamente indistinguibles de otras instituciones receptoras de depósitos, como los bancos. La mayoría de los países permiten que las inmobiliarias permanentes consigan rentas variables, consigan depósitos del público, e inviertan en un amplio rango de activos más allá de las hipotecas residenciales.

De acuerdo con el Consejo Mundial de Cooperativas de Crédito, estas sociedades se describen como instituciones financieras cooperativas de propiedad de sus miembros y que ellos operan sin ánimo de lucro, de acuerdo con los principios democráticos. La filosofía original de autoayuda de las cooperativas de crédito proveyó para la propiedad de la sociedad por parte de sus miembros y para que la operación de la misma fuera en beneficio de ellos. Tradicionalmente, a los miembros de las cooperativas de crédito los unía un bono común que cubría lazos ocupacionales, industriales, religiosos o étnicos. Aunque las cooperativas de crédito modernas conservaron sus orígenes mutuales a un grado mucho mayor que las inmobiliarias permanentes, también han evolucionado. En casi todos los países el concepto de bono común se ha interpretado con amplitud para incorporar casi cualquier característica cercana a la nacionalidad local. En muchos casos, las cooperativas de crédito se han convertido en financieras de base comunitaria más que en financieras de bono común. Al igual que las inmobiliarias permanen-

3 Esta sección se basa en el documento del Comité de Indagaciones sobre Instituciones Financieras No Bancarias y Procesos Financieros Relacionados, del Estado de Queensland (1990).

tes, tienen mucha similitud con los bancos: consiguen depósitos del público y se especializan en préstamos simples al consumidor.

Tradicionalmente, las cooperativas de seguros ofrecían aseguramiento contra un amplio rango de contingencias, incluidas muerte, enfermedad y desempleo. Al igual que otras cooperativas, los orígenes de estas sociedades residen primordialmente en la provisión de beneficios de bienestar y actividades sociales. Durante el siglo pasado, un reducido porcentaje de cooperativas de seguros llegaron a convertirse en empresas financieras sustanciales, especializadas en seguros y ahorros contractuales.

En casi todos los países el sector cooperativo es relativamente pequeño. De los tres grupos, el de cooperativas de crédito ha sido el más exitoso en el establecimiento de un modelo relativamente homogéneo a un nivel internacional. Las inmobiliarias permanentes y las cooperativas de seguros están menos ampliamente establecidas, aunque en algunas jurisdicciones tienen una presencia sustancial.

Donde las cooperativas han mantenido un tamaño pequeño y una orientación sin ánimo de lucro, han creado pocas preocupaciones reguladoras y, en la mayoría de los casos, han estado sujetas a regulación bastante ligera. Pero ocasionalmente las cooperativas han podido explotar un tratamiento tributario favorable o regímenes reguladores laxos para establecerse como jugadores significativos en el sistema financiero. En estos casos han sido capaces de generar tanto preocupaciones sistémicas como problemas de riesgo moral para el gobierno.

Un principio fundamental de la buena regulación es que las instituciones que ofrecen promesas similares deben estar sujetas al mismo tipo e intensidad de regulación. Las inmobiliarias y las cooperativas de crédito modernas son indistinguibles de los bancos en cuanto a las promesas que hacen. Asimismo, las promesas de las cooperativas de seguros modernas son indistinguibles de las que hacen las compañías de seguros. Independientemente de sus orígenes mutuales y de su orientación sin ánimo de lucro (aunque la relevancia de este objetivo estipulado es altamente cuestionable en los sistemas financieros modernos), hay fuertes razones para regular estas instituciones en la misma forma que las instituciones financieras convencionales comparables.

En las economías de mercados emergentes puede justificarse implementar este nivel de regulación por etapas. Las cooperativas pueden ser una fuente saludable de crecimiento para IFNB basadas en la comunidad, en áreas y entre comunidades en las que a las grandes instituciones les resulta antieconómica la operación a gran escala. El hecho de basarse en la comunidad y no tener ánimo de lucro las hace ideales para comunidades pequeñas. Pero ello también las hace tierra fértil para el fraude y el abuso. Durante las primeras etapas del desarrollo financiero, hay razones para centrar la regulación primordialmente en exigencias de gobierno corporativo para minimizar el abuso. A medida que crece la industria, debe haber un avance natural desde el enfoque en el gobierno interno hacia un rango

más amplio de requerimientos prudenciales que conduzcan finalmente a su regulación como instituciones ordinarias receptoras de depósitos.

Una señal de la que los reguladores deben estar conscientes en un desarrollo regulador por etapas, es el crecimiento inesperadamente rápido. El rápido crecimiento de una empresa financiera no sólo es una fuente normal de preocupación prudencial sino también, en el caso de mercados emergentes, probablemente sea una señal de que las instituciones han identificado una debilidad en la estructura reguladora y han crecido más allá de su objetivo social original, para explotar esa debilidad.

Factores que afectan el crecimiento de instituciones financieras especializadas

El crecimiento de instituciones financieras especializadas es, en últimas, un producto de dos factores principales: el mercado natural para formas particulares de financiación especializada y el resultado neto de los incentivos e impedimentos impuestos por los gobiernos.

Financiación por *leasing*

El hecho de que la financiación por *leasing* haya crecido tan fuertemente como lo ha hecho en las últimas décadas, sugiere una base fuerte de demanda natural por este tipo de financiación. Esta base natural proviene de varias ventajas que el *leasing* ofrece tanto al arrendatario como al arrendador.

Separación de propiedad y uso

La ventaja natural más importante del *leasing* en los mercados emergentes radica en el hecho de que separe la propiedad del uso económico. Para el arrendador la propiedad brinda mayor seguridad. En países en que las leyes sobre garantías no están bien desarrolladas o no son bien ejecutadas por las cortes, los préstamos asegurados del tipo que ofrecen los bancos pueden conllevar riesgos colaterales considerables. El *leasing* ofrece la ventaja de procedimientos más sencillos para recuperar la posesión, porque la propiedad del bien ya está en manos del arrendador.

También pueden cosecharse ventajas para el arrendatario. Muchas pequeñas y medianas empresas tienen acceso limitado a capital para invertir y, debido a la naturaleza de su balance y de sus historias empresariales, a menudo les resulta difícil lograr fuentes convencionales de financiación. Puesto que la propiedad del activo permanece en manos del arrendador, las exigencias de garantía por los bienes alquilados a menudo son inexistentes o mínimas. Asimismo, típicamente

la documentación es más sencilla y por tanto menos costosa, gracias a que el arrendador retiene el título directo del activo en cuestión. En algunos mercados emergentes el *leasing* puede ser la única forma de financiación al alcance de las pequeñas empresas.

Además, el *leasing* puede beneficiar al arrendatario hasta el punto de habilitarlo para aprovechar el poder adquisitivo de las compañías especializadas en *leasing*. Típicamente estas compañías, por una parte, tienen ante las industrias manufactureras un poder de compra más concentrado que el que tienen las pequeñas y medianas empresas; y, por otra parte, tienen también mayor acceso a escasos recursos en divisas y a licencias de importación (cuando el equipo es importado). El arrendatario se beneficia en la medida en que estos factores de reducción de costos pasan del arrendador al arrendatario en la forma de *leasing* más económico. Las estructuras de menor costo, a su vez, respaldan la demanda de *leasing*.

Uso de activos existentes

El *leasing* no sólo ha demostrado ser una fuente relativamente barata y eficiente de financiar nuevas inversiones de capital, sino que además la venta/devolución por alquiler también ha constituido una rica fuente de fondos derivados de capital existente. Como fuente de fondos ha sido importante para las empresas privatizadas, dado que a menudo los gobiernos las dejan ricas en activos pero mal de liquidez. Vendiendo activos dedicados y retomándolos por alquiler, mediante arreglos de *leasing* a largo plazo, estas firmas han podido incrementar sus activos líquidos para capital de trabajo, para expansión de capital, e incluso para adquisiciones corporativas. Así, la privatización tiende a dar un impulso natural a la demanda de los arreglos de venta/devolución por alquiler.

Algunas agencias semigubernamentales y organizaciones de beneficencia también han recurrido a los arreglos de venta/devolución por alquiler como un medio alternativo para conseguir financiación. Puesto que estas agencias habitualmente están exentas de impuestos, la venta/devolución por alquiler les permite participar de la deducibilidad tributaria del gasto de capital, de la cual no se beneficiarían de otro modo. Ello también les da más flexibilidad en sus finanzas y, en algunos casos, las habilita para obviar restricciones gubernamentales a su capacidad de conseguir financiación convencional de deuda y renta variable.

Incentivos gubernamentales

En muchas jurisdicciones, los gobiernos dan incentivos netos que respaldan las ventajas naturales del *leasing*. El más fundamental lo constituyen las concesiones tributarias. El tratamiento tributario convencional de los *leasing*s es permitir al arrendatario gastar el monto total de las cuotas de *leasing*. Como dueño del bien,

al arrendador se le exige tratar las cuotas recibidas como ingresos, contra los cuales puede deducir depreciación y otros costos asociados, incluidos los costos de intereses sobre sus propias fuentes de financiación. Asumiendo que las dos partes del *leasing* estén sujetas a la misma carga tributaria, el impacto neto es fundamentalmente neutro. Pero cuando sus cargas tributarias son diferentes, ya sea debido a factores de oportunidad o a su capacidad para acceder a deducciones, el impacto puede ser significativo. Por ejemplo, en una situación de arranque, durante varios años el arrendatario puede no estar en posición para aprovechar deducciones tributarias. Cuando las tasas de depreciación son altas en los primeros años de vida de un activo, el *leasing* normalmente incrementa el valor combinado después de impuestos, de compra del activo (medido como el valor combinado para el arrendador más el arrendatario).

El campo para sacar ventajas tributarias del *leasing* es mayor en situaciones en las que el arrendatario y el arrendador residen en diferentes jurisdicciones tributarias. Si bien en la última década creció significativamente el *leasing* transnacional, en los sistemas financieros emergentes todavía es relativamente poco común, debido a los adicionales riesgos jurisdiccionales transnacionales involucrados.

El papel de los seguros

Otro factor que puede influir en el crecimiento del *leasing* es la disponibilidad de seguro. Casi todos los ítems objeto de *leasing* están expuestos a pérdida de valor de capital por destrucción, pérdida o robo, así como por desgaste natural en la actividad cotidiana del arrendatario. Puesto que el arrendador tiene poco o ningún control sobre estas eventualidades, la capacidad de asegurar los bienes a través de terceros aseguradores es un prerrequisito para el desarrollo de un mercado de *leasing* profundo y activo.

Finalmente, como sucede con la mayoría de las formas de financiación, un sistema legal sano conduce al crecimiento del *leasing*. En particular, un sistema legal de soporte incluye provisiones para diferentes formas de contratos de *leasing*, asigna claros derechos de propiedad y, en caso de fracaso económico, también incluye provisiones para el establecimiento oportuno de faltas y la ejecución de derechos para recoger y disponer de los bienes objeto de *leasing*.

Financiación de finca raíz

El factor dominante que hay tras el crecimiento general del mercado de financiación de finca raíz ha sido el de los patrones demográficos. Sin embargo, las tasas de crecimiento relativo de los proveedores de financiación de finca raíz se relacionan más estrechamente con cargas reguladoras diferenciales.

Factores demográficos

Las tendencias demográficas ejercen una fuerte influencia sobre la demanda de inmuebles residenciales y de financiación de finca raíz. Cuando el crecimiento demográfico es alto, lógicamente hay demanda de nuevas viviendas. A una escala global, la población mundial se ha casi triplicado desde 1930, de alrededor de 2.000 millones a alrededor de 5.700 millones en 1995 (Famighetti, 1995). El crecimiento de población y riqueza ha ido acompañado de un incremento de la inversión en urbanización y vivienda. Entonces ha habido una demanda natural y creciente de financiación de finca raíz.

Esta base natural de demanda no garantiza que haya una base natural de demanda de instituciones financieras especializadas en la oferta de financiación de propiedad raíz. La financiación de inmuebles, tanto residenciales como comerciales, es un proceso relativamente llano y muy bien adaptado a los bancos y a las compañías de seguros. Los bancos tienen rápido acceso a fuentes baratas de fondos a través de los depósitos minoristas, y tienen la infraestructura para procesar eficientemente préstamos para finca raíz y las destrezas para manejar los riesgos involucrados. Las compañías de seguros son igualmente aptas para proveer financiación de finca raíz, gracias a su estable base de fondos y el carácter natural de largo plazo de sus pasivos.

Históricamente, los principales competidores para los bancos y las aseguradoras en el campo de financiación de finca raíz han sido instituciones especializadas, como las asociaciones de ahorro y préstamo, los bancos hipotecarios y las inmobiliarias. Estas instituciones no parecen aportar al negocio ningunas técnicas financieras ni eficiencias económicas particularmente innovadoras. En muchos sentidos comparten las mismas ventajas y desventajas de los bancos de servicio integral. En algunas áreas, como la especialización y el enfoque, tienen ventajas potenciales, pero en otras, como la diversificación, la experticia en el manejo de riesgos y el acceso a fondos baratos, normalmente operan en desventaja con relación a los bancos. No obstante, en muchos países esta modesta base natural de demanda de sus servicios ha sido complementada con ventajas de regulación.

Influencias reguladoras

El impacto de cargas reguladoras diferenciales para instituciones financieras en competencia, puede ser significativo. Durante las décadas de sesenta y el setenta, casi todos los reguladores bancarios abordaron la seguridad y solidez del sistema bancario fundamentalmente limitando las actividades que los bancos podían acometer e imponiendo topes a las tasas de interés tanto sobre depósitos como sobre préstamos. El resultado fue un racionamiento de los préstamos y un crecimiento despacioso de los sistemas bancarios. En contraste, la regulación de las institucio-

nes financieras especializadas en finca raíz era relativamente ligera; en algunos países, como Estados Unidos, era a la vez laxa y fuertemente preceptiva, en tanto que en otros era sencillamente laxa. El resultado fue un desequilibrio regulador entre bancos e instituciones financieras especializadas, pese al hecho de que unos y otras ofrecían esencialmente los mismos productos tanto a depositantes como a prestatarios para finca raíz.

La experiencia de Australia es un buen ejemplo de las presiones que se sintieron en muchos países. Durante las décadas de 1960 y 1970, los bancos australianos se vieron restringidos a mantener el crecimiento de sus préstamos dentro de límites fijados por el banco central.[4] También se les exigió mantener en el banco central depósitos prescritos y mantener una proporción mínima prescrita de sus activos en la forma de activos líquidos y títulos gubernamentales (proporción que varió con el tiempo pero que en general estuvo entre el 15 y el 20%). Además, su capacidad de competir por depósitos se vio restringida por la prohibición de una tasa de interés sobre depósitos por menos de 90 días y por topes a las tasas de interés sobre depósitos por más de 90 días. A las compañías de seguros de vida se les exigió tener el 30% de sus activos en la forma de títulos gubernamentales, de los cuales por los menos dos tercios tenían que ser títulos del gobierno federal (Commonwealth de Australia).

En Australia las compañías financieras y las inmobiliarias competían con los bancos y las compañías de seguros de vida en la oferta de préstamos hipotecarios.[5] No obstante, los segundos lo hacían sin las restricciones sobre préstamos, precios y balance de las primeras. De hecho, los bancos crearon muchas de las compañías financieras como subsidiarias, a fin de obviar esas regulaciones.

Con condiciones económicas en general estables a lo largo de casi toda la década de 1960, permaneció latente la tensión entre fuerzas del mercado y las regulaciones preceptivas que enfrentaban los bancos y las compañías de seguros. Durante esos años, los activos bancarios como participación de los activos totales de las instituciones financieras descendieron de alrededor del 46% a cerca de 41%. La participación de los activos de las inmobiliarias en este total se incrementó de alrededor del 3% a cerca del 4,5%, la de los activos de compañías de seguros aumentó del 20% al 23% y las de las compañías financieras pasó del 7,5% a ligeramente por encima del 9%.

El impacto de las diferencias reguladoras fue mucho más pronunciado en los años 1970. Con topes para muchas tasas de préstamos y una inflación que se ele-

4 La descripción y cifras citadas en esta sección acerca de Australia se basan fundamentalmente en Edey y Gray (1996), y Lewis y Wallace (1993).

5 Las compañías financieras también fueron grandes competidoras de los bancos en el área de financiación por *leasing*.

vaba agudamente, la demanda de deuda para financiar adquisiciones de bienes raíces (a menudo a tasas negativas de interés real) se incrementó verticalmente. En este medio, instituciones no bancarias como las especializadas en financiación de finca raíz, encontraron atractivo proponer a los depositantes apartarse de los bancos y recurrir a fondos para préstamos, a tasas de interés no reguladas. En estas condiciones, la participación de los activos bancarios en el total siguió decreciendo, hasta llegar al 38% para finales de la década. La participación de las compañías de seguros cayó del 23% a alrededor del 17%.

En contraste, tanto las inmobiliarias como las compañías financieras ganaron participación en el mercado a expensas del sector regulado, llegando hasta cerca del 8% y casi el 12%, respectivamente. Si bien para este período no se dispone consistentemente de cifras relativas a préstamos para vivienda, el impacto de las cargas reguladoras diferenciales sobre el mercado de financiación de vivienda fue mucho más radical que lo que sugieren estos números. Por ejemplo, en 1980 las inmobiliarias representaban apenas el 8% del total de activos del sistema financiero, en tanto que representaban cerca del 40% del mercado de financiación de vivienda.

La importancia de las cargas reguladoras diferenciales sobre el crecimiento de las instituciones financieras especializadas en finca raíz se vio realzada aún más en el período que siguió a la barrida desreguladora de finales de la década de 1970 y principios de la siguiente. Para 1990, los bancos y las compañías de seguros australianos habían recuperado sus respectivas participaciones en el mercado hasta casi sus niveles de la década de 1960. Y, a su vez, las inmobiliarias habían retrocedido a la participación del 3% que habían tenido en el mercado en esos años, y las compañías financieras habían descendido casi dos puntos porcentuales por debajo de su módica participación del 3% en el mercado en los mismos años. Esta tendencia a apartarse de las instituciones especializadas en finca raíz continuó durante la última década.

Innovación tecnológica y facilitación legislativa

Los avances tecnológicos han jugado un papel en el surgimiento y crecimiento de proveedores de servicios no intermediarios especializados en el proceso de financiación de finca raíz. El alto costo de proveer préstamos hipotecarios de servicio integral ha creado un incentivo para que los proveedores de servicios se especialicen en diferentes aspectos de la cadena de entrega. A diferencia de las financieras especializadas de servicio integral para finca raíz, en su balance estos proveedores no incluyen las hipotecas más que dentro de una función de bodegaje.

Los avances tecnológicos, especialmente los relacionados con programas computarizados para manejar funciones internas de oficina, tales como asignar derechos de asociación en activos agrupados, y para marcar los valores de activos

para el mercado, han abierto el camino para este proceso de separar los distintos aspectos para ganar terreno en el mercado financiero de finca raíz.

En algunos casos, los avances tecnológicos por sí solos no han sido suficientes para generar financiación por aspectos separados como una alternativa al modelo tradicional del servicio integral. Dependiendo de la naturaleza y el alcance de la ley sobre títulos valores, puede necesitarse que se legislen provisiones especiales para hacer posible que la titulación tenga lugar. Como mínimo, la ley debe brindar las protecciones necesarias para los inversionistas en acopios de hipotecas titulizados, definiendo sus derechos en relación con los de los demás miembros, el gerente y los promotores del programa.

Otros incentivos gubernamentales

Además de su influencia a través del sistema regulador, los gobiernos han influido tanto en el crecimiento de la financiación de finca raíz en general como en la estructura de la industria, a través de sus políticas de bienestar.

Frecuentemente los gobiernos han visto la vivienda como un área clave de la política de bienestar y, en muchos casos, han buscado implementar sus políticas a través de instituciones financieras. En esta área, la política de bienestar se concentra primordialmente en la provisión de vivienda para grupos de bajos ingresos y en las dificultades que éstos enfrentan para obtener préstamos de las fuentes convencionales.

Algunos gobiernos han buscado respaldar la oferta de vivienda de interés social ofreciendo incentivos tributarios y de pagos en efectivo para el comprador. En otros casos, los incentivos se le ofrecen indirectamente al receptor de bienestar a través de una institución financiera. Esto puede darse en la forma de objetivos de préstamo exigidos (enfoque preceptivo) o de subsidios e incentivos financieros para préstamos a grupos específicos de la sociedad. La tercera forma de apoyo para vivienda de interés social tiene lugar cuando el gobierno establece instituciones financieras públicas con el propósito específico de subsidiar la financiación de vivienda.

Cada uno de estos enfoques tiene potencial para estimular el crecimiento del mercado de finca raíz y la demanda de financiación de inmuebles, en relación con otras formas de actividad económica y financiera en la comunidad. Únicamente el primero lo hace de una manera que es relativamente neutra para la industria. Debido a que ese primer enfoque proporciona el subsidio directamente al receptor de bienestar, no distorsiona la decisión de éste con respecto a las fuentes de financiación competidoras.

El segundo enfoque, en el que los incentivos de vivienda se ofrecen a través de instituciones financieras, tiene potencial para distorsionar los patrones de financiación de finca raíz, a menos que ofrezca los incentivos uniformemente a través de todos los proveedores de esta clase de financiación. Por ejemplo, el otorgamiento del estatus de exento de impuestos a proveedores de financiación mutual

de vivienda –como en algunos países anglosajones–, confiere una ventaja competitiva a estas instituciones.[6] De modo similar, en Europa históricamente se han usado bancos hipotecarios para ofrecer vivienda subsidiada, en consonancia con las políticas de bienestar del gobierno.

El tercer enfoque –la oferta de programas de garantía de depósitos respaldados por el gobierno, como el programa Corporación Federal de Seguros de Ahorro y Préstamo (y su sucesor) en Estados Unidos– es otra forma en que pueden proveerse subsidios indirectamente a través de instituciones, en vez de hacerlo directamente al receptor de bienestar. Aunque los incentivos tributarios y de otro tipo suelen ir acompañados de restricciones destinadas a concentrar las actividades de financiación de estas instituciones en los grupos de bajos ingresos, los mercados son notablemente creativos para explotar incentivos financieros diferenciales. Este enfoque tiene el mayor potencial para influir tanto en el crecimiento de la financiación de finca raíz como en la estructura de la industria. El ejemplo más importante ha sido el de Estados Unidos, donde la fortaleza del mercado de titulización ha estado estrechamente ligada a la presencia de instituciones gubernamentales creadas primordialmente para efectos de proveer financiación para vivienda de interés social (*ver* recuadro 6.1).

En sus primeras etapas, este mercado fue respaldado por la creación de la Asociación Federal de Hipotecas Nacionales, conocida como Fannie Mae. Ésta inició operaciones en 1938, como una agencia de propiedad del gobierno y operada por éste, con el propósito de comprar y de ese modo garantizar mercado para los nuevos préstamos de la Administración Federal de Vivienda. Una institución similar, Freddie Mac, inició operaciones en 1970, como una subsidiaria totalmente de propiedad del Sistema Bancario Federal de Préstamos para Vivienda. Ambas instituciones fueron creadas para subsidiar el mercado de hipotecas de vivienda mediante la creación de un mercado secundario de hipotecas emitidas por programas federales de vivienda y mediante asociaciones de ahorro y préstamo, respectivamente. Ambas operan con concesiones financieras y reguladoras sustanciales del gobierno y tienen que cumplir los objetivos del gobierno proveyendo financiación de vivienda a ciertos grupos de ingresos y geográficos. En 1996, el gobierno de Estados Unidos estimó que el subsidio total traspasado a Fannie Mae y Freddie Mac era superior a los US$5.000 millones al año.

En 1968 Fannie Mae fue dividida en dos entidades corporativas separadas:

- La Asociación Gubernamental de Hipotecas Nacionales (conocida como Ginnie Mae), estatuida para proveer un mercado hipotecario secundario para préstamos hipotecarios garantizados por el gobierno.

---

6 Por ejemplo, las sociedades de vivienda que se encuentran en varios países que tienen herencia de la Commonwealth británica, las cuales terminan con las sociedades inmobiliarias y las cooperativas.

RECUADRO 6.1
EMPRESAS FINANCIERAS PATROCINADAS POR EL GOBIERNO: LOS CASOS DE FANNIE MAE Y FREDDIE MAC

El Congreso de Estados Unidos creó empresas financieras patrocinadas por el gobierno (EPG) en respuesta a la percepción de que los mercados financieros privados no estaban satisfaciendo adecuadamente las necesidades de crédito de ciertos segmentos del mercado como la vivienda y la agricultura. La Asociación Federal de Hipotecas Nacionales (Fannie Mae), la Corporación Hipotecaria Federal de Préstamos para Vivienda (Freddie Mac) y el Sistema Bancario Federal de Préstamos para Vivienda, FHL (Federal Home Loan Bank System) son todos EPG que buscan facilitar la canalización de crédito hacia la propiedad de vivienda (Tribunal de Cuentas de Estados Unidos, 1997). Su misión legislada es elevar la disponibilidad de crédito hipotecario creando y manteniendo un mercado secundario para hipotecas para vivienda. En 1992, la Oficina para la Seguridad y Solidez Financieras de las Empresas Federales de Vivienda le pidió al Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano establecer objetivos de vivienda accesibles y dirigió a Fannie Mae y a Freddie Mac hacia la financiación de vivienda para familias de bajos y moderados ingresos, y de vivienda en ciudades centrales y otras áreas subatendidas.

Fannie Mae y Freddie Mac toman préstamos de los mercados de capitales y los usan para comprar hipotecas residenciales de prestamistas como los bancos y las corporaciones de ahorro. Aunque retienen algunas hipotecas en sus portafolios, la mayoría las colocan en un fondo común para crear títulos respaldados por hipotecas (TRH). Éstos se venden a inversionistas del mercado hipotecario secundario. Fannie Mae y Freddie Mac han crecido hasta convertirse en dos de las instituciones financieras más grandes de Estados Unidos, y en conjunto poseen o garantizan aproximadamente el 40% de las hipotecas residenciales vigentes en el país. Las obligaciones de deuda que han emitido o garantizado ascienden a cerca de US$2,5 billones en pasivos y títulos respaldados por hipotecas, monto aproximadamente igual al de los depósitos asegurados del sistema bancario comercial estadounidense. Ambas EPG son corporaciones de propiedad de accionistas, cotizadas en la Bolsa de Nueva York. En todo caso, la presencia del gobierno se refleja en la composición de sus juntas directivas, las cuales están constituidas por 13 miembros elegidos por los accionistas y 5 nombrados por el presidente de Estados Unidos.

Las actividades de estas EPG están limitadas por sus misiones públicas; a cambio reciben del gobierno beneficios financieros y de otros tipos que les ayudan a llevar a cabo esas misiones. Por ejemplo, los títulos de Fannie Mae y Freddie Mac están exentos de tributación estatal y local y de las exigencias de registro de la Comisión de Títulos y Cambios. Y ambas tienen también el respaldo de una línea de crédito con el Tesoro de Estados Unidos.

El patrocinio gubernamental de EPG plantea un serio problema de política que en los últimos años ha llevado a un vigoroso debate entre sus proponentes y opositores. Por estatutos, los títulos emitidos por Fannie Mae y Freddie Mac tienen que decir expresamente que no están garantizados por Estados Unidos. No obstante, con razón o sin ella, existe entre los inversionistas la sensación de que los títulos se benefician de una garantía gubernamental implícita. Quienes arguyen que estas agencias deben volver a su papel inicial, citan la participación del gobierno en el nombramiento de miembros de la junta directiva y el respaldo crediticio como bases para que los inversionistas asuman, erróneamente, que existe una garantía del gobierno; también citan la pequeña prima por riesgos sobre su deuda en relación con la deuda del gobierno, como evidencia de que los mercados financieros tratan los pasivos de Fannie Mae y Freddie Mac como implícitamente respaldados por el gobierno.

(*Continúa en la página siguiente*)

(*Continuación recuadro 6.1*)

Los opositores de las EPG argumentan igualmente que la eficiencia del sistema financiero exige que los mercados sean capaces de disciplinar la asunción de riesgos mediante el mecanismo de fijación de precios. Los beneficios de la disciplina del mercado se maximizan cuando a todos los riesgos se les asigna el precio justo. Por ejemplo, el incremento en la asunción de riesgos por parte de firmas del sector privado necesariamente tendría como resultado costos más altos de préstamo. Pero en el caso de Fannie Mae y Freddie Mac, la sensación de garantías gubernamentales implícitas hace que la disciplina del mercado no sea efectiva. En su caso, un incremento en los riesgos crediticios y de tasas de interés asumidos por ellas muy probablemente no se traducirían en costos más altos de préstamo. De manera que los opositores de las EPG arguyen que los arreglos de financiación favorables y otros beneficios relacionados con el gobierno constituyen un subsidio para la propiedad de vivienda y asignan una cantidad desproporcionada de recursos económicos al sector de vivienda.

Los proponentes arguyen que los beneficios de dar liquidez y estabilidad a los mercados hipotecarios secundarios y de proporcionar mayor acceso general de la población al crédito hipotecario, tienen que ponderarse con respecto al efecto distorsionador de los subsidios del gobierno. Otra consideración sutil es que muchas instituciones financieras privadas, como bancos y corporaciones de ahorro, también se benefician de garantías explícitas del gobierno, porque sus depósitos están asegurados federalmente.

En 1992, en un esfuerzo por mitigar los efectos de la débil disciplina de mercado sobre estas EPG, el Congreso de Estados Unidos creó la Oficina Federal de Supervisión de Corporaciones de Vivienda, Ofheo (Office of Federal Housing Enterprise Oversight) para supervisar la seguridad y solidez de Fannie Mae y Freddie Mac. Esta oficina exigió a las dos corporaciones ceñirse a regulaciones comparables a las que rigen en las instituciones financieras privadas, incluido capital acorde con los riesgos que asumen. Las responsabilidades de supervisión de la Ofheo incluyen lo siguiente:

- Desarrollo e implementación de un estándar de capital basado en el riesgo
- Emisión de regulaciones concernientes a capital y a cumplimiento forzoso de los estándares
- Evaluaciones trimestrales de suficiencia de capital
- Exámenes de Fannie Mae y Freddie Mac, en el sitio
- Acciones necesarias para el cumplimiento forzoso
- Prohibición de remuneración ejecutiva excesiva.

La Ofheo se financia mediante evaluaciones por las que Fannie Mae y Freddie Mac deben pagar. Aunque no es claro que estas iniciativas sustituyan cabalmente una disciplina efectiva de mercado, por lo menos constituyen un mecanismo para imponer cierta disciplina financiera.

- Fannie Mae, re-creada como una corporación de propiedad privada, encargada de proveer un mercado secundario para préstamos hipotecarios con garantía no gubernamental.

También se restableció a Freddie Mac siguiendo los mismos lineamientos que para Fannie Mae, dentro de la Ley de Reforma, Recuperación y Ejecución de Instituciones Financieras, de 1989. En el proceso se amplió su envergadura para

proveer un mercado secundario para préstamos hipotecarios generados por todos los prestamistas, no solamente las asociaciones de ahorro y préstamo.

Fannie Mae y Freddie Mac son clasificadas como empresas patrocinadas por el gobierno, las cuales son empresas híbridas público-privadas. Aunque son de propiedad del sector privado y operadas por el mismo, sus estatutos son dados por el gobierno estadounidense y operan con misiones públicas. El gobierno ordena que determinados porcentajes de sus compras hipotecarias provengan de familias de bajos y moderados ingresos, así como de áreas geográficas subatendidas. Como empresas patrocinadas por el gobierno, tienen que equilibrar la producción de utilidades con el cumplimiento de las exigencias estatutarias de desempeñar su misión pública.

Los préstamos sobre inmuebles residenciales comprados por Fannie Mae y Freddie Mac se registran en el balance o bien se agrupan y se convierten en títulos. Como indicación de su posición en el mercado financiero de Estados Unidos, el portafolios combinado que registran en el balance estas dos instituciones fue de alrededor de US$ 850.000 millones al final de 1999; su deuda combinada convertida en títulos fue de otros US$ 1,2 billones. Ambas instituciones están entre las financieras más grandes del mundo, y la magnitud combinada de sus emisiones es superior a la de todos los sistemas financieros, excepto los más desarrollados del mundo. Si bien es difícil estimar su contribución al desarrollo del sistema financiero estadounidense, han sido puntales en el desarrollo del mercado de deuda titulizada.

Contribución de las instituciones financieras especializadas al crecimiento económico

La contribución de las instituciones financieras especializadas al crecimiento económico surge en gran parte de los mismos factores que apuntalan la base natural de demanda de sus servicios, concretamente, eficiencia económica y de escala, y la capacidad que dan a las pequeñas y medianas empresas de aprovechar financiación que de lo contrario podrían ser incapaces de aprovechar.

Leasing

La contribución más grande que un mercado fuerte de *leasing* puede hacer al crecimiento económico es su capacidad para financiar a pequeñas y medianas empresas. El *leasing* ofrece a estas empresas eficiencias económicas y a veces es la única avenida de financiación con que éstas cuentan para inversiones de capital. Esta contribución puede ser significativa donde las leyes sobre garantías no estén bien desarrolladas o no sean ejecutadas. También puede ser importante en operaciones de arranque, cuando la firma no tiene ninguna trayectoria y le es difícil acceder a las facilidades bancarias normales. En operaciones de iniciación, los

beneficios tributarios del *leasing*, y consecuentemente el ahorro potencial de costos derivado del mismo, tienden a ser máximos.

La naturaleza especializada de las compañías de *leasing*, combinada con su escala, también pueden llevar a eficiencias en el acceso a productos extranjeros y a las divisas para pagarlos. Dichas compañías pueden ofrecer eficiencias en el trato con burocracias gubernamentales para negociar y asegurar incentivos de inversión, licencias de importaciones y otros beneficios gubernamentales relacionados con la inversión.

Un fuerte mercado de *leasing* también puede beneficiar el desarrollo más general del sector financiero, ensanchando los mercados financieros. En las etapas iniciales de desarrollo, es típico que las compañías de *leasing* obtengan sus fondos de fuentes mayoristas como bancos, compañías de seguros y fondos de pensiones. Sin embargo, al tornarse más sofisticadas, pueden emitir documentos –en forma de títulos o bonos comerciales– directamente en los mercados de títulos valores. Una vez que tienen suficiente historia crediticia, también pueden meterse en los mercados de renta variable convirtiéndose en sociedades anónimas. A un nivel más alto de sofisticación, las compañías de *leasing* pueden titulizar sus activos exigibles de *leasing*, aprovechando de ese modo un acopio más grande de fondos y ayudando a profundizar y a desarrollar los mercados de títulos.

Financiación de finca raíz

Un mercado que respalde la financiación de finca raíz conduce a desarrollo y bienestar económicos. Es más, en la medida en que los mercados financieros de finca raíz son terreno fértil para la innovación financiera, pueden contribuir a la eficiencia y la vibración general del sistema financiero. En particular, pueden ayudar a estimular el desarrollo del mercado de títulos, proveyendo un acopio listo de instrumentos estandarizados ideales para la titulización.

A diferencia de la financiación por *leasing*, las instituciones financieras de servicio integral especializadas en finca raíz no traen al sistema financiero ninguna ventaja inmediatamente evidente que no esté disponible a través de bancos y compañías de seguros. Las ventajas observadas para el desarrollo de los mercados de títulos son más un producto de los proveedores de servicios especializados que de los intermediarios especializados. Donde sí pueden contribuir, es en el trato con prestatarios minoristas, a través de la competencia con las instituciones más grandes que de lo contrario podrían tener dificultades para tratar con grandes instituciones. En la medida en que produzcan un mejor resultado para los clientes minoristas, aportan al bienestar social. Sin embargo, esta argumentación está lejos de ser convincente, en particular si los mercados bancarios y de seguros son razonablemente competitivos.

La forma apropiada de regulación

Aunque puede haber justificación para variaciones en los detalles de la forma en que deben regularse grupos individuales de instituciones financieras especializadas, a nivel filosófico general tienen mucho en común. Como toda institución financiera, las financieras especializadas justifican regulación para evitar fallas del mercado asociadas con la competencia y la integridad en el mercado. Ciertamente, dado que uno de los mayores beneficios declarados de los tipos de financiación que conducen a la especialización es el ahorro potencial de costos para pequeñas y medianas empresas, en esta área es fundamental un mercado altamente competitivo para alcanzar esos beneficios. Así, una prioridad de la regulación de competencia debe ser asegurar que estos mercados sean siempre impugnables.

Lo que es clave considerar en el diseño de un marco regulador para instituciones financieras especializadas, es el grado en que las instituciones de las que se trate impliquen fallas del mercado asociadas con información asimétrica, y que consecuentemente justifiquen regulación prudencial. En la mayoría de los casos, el análisis de las promesas que hacen estas instituciones constituye muy poco apoyo para una falla fuerte de este tipo. La excepción sobresaliente se da cuando la institución involucrada ofrece depósitos al público. Esta distinción es un útil recordatorio de que en los mercados financieros la atención reguladora debe centrarse muy claramente en los pasivos del balance.

Instituciones especializadas en la recepción de depósitos

Cuando instituciones especializadas solicitan depósitos directamente del público, el potencial para fallas por información asimétrica se incrementa muchísimo. En la mayoría de los países, el grupo que tiende a encajar en este modelo es el de intermediarios especializados en finca raíz, como son las inmobiliarias, los bancos hipotecarios y las asociaciones de ahorro y préstamo. La situación se exacerba cuando los depósitos de estas instituciones están garantizados, ya sea implícita o explícitamente, por el presupuesto público. En estos casos, hay una razón muy fuerte para regular las instituciones especializadas como mínimo al estándar de los bancos. Ciertamente puede argumentarse que su regulación debe ser más exigente, dado que sus riesgos son mayores que los de los bancos, los cuales tienen mayor diversificación en sus balances.

Para estas instituciones es crucial la forma de regulación. Son muchas las lecciones de fracasos –como los de la crisis de las asociaciones de ahorro y préstamo de Estados Unidos y de la Inmobiliaria Pirámide, de Australia (*ver* recuadro 6.2), ambos productos de regulación inapropiada a finales de la década de 1980–, e incluyen lo siguiente:

- El potencial de las restricciones de balance para incrementar, en vez de mitigar, el riesgo.
- Los peligros de una regulación excesivamente preceptiva que guarde poca o ninguna relación con los riesgos que asumen las instituciones involucradas.
- Los peligros de la indulgencia reguladora (si una institución ya es insolvente, enfrenta una estructura asimétrica de incentivos que la estimulan a asumir riesgos propiamente ilimitados; como ya no hay nada más que perder, un buen juego puede ser suficiente para restaurar las fortunas de la institución).
- Los peligros potenciales que involucra el seguro de depósitos cuando la regulación no contrarresta el problema de riesgo moral que el seguro introduce.

El enfoque moderno de la regulación bancaria ha hecho mucho por eliminar estas trampas y en su aplicación se basa más en el riesgo. Aplicar este marco a las financieras especializadas que solicitan depósitos del público es esencial, si se quiere que estas instituciones cumplan sus promesas dentro de un amplio rango de circunstancias posibles.

Es probable que aplicar un marco regulador tan oneroso a estas instituciones haya eliminado muchos de los incentivos para su existencia. Históricamente, éstas han crecido cuando han disfrutado de ventajas reguladoras con respecto a los bancos y a otras financieras de finca raíz. En todo caso, el arbitraje regulador es una mala justificación para un lugar permanente en el sistema financiero. Para justificar ese lugar, estas instituciones necesitan establecer su propio papel natural en ausencia de semejantes distorsiones. La capacidad de las instituciones no receptoras de depósitos y de las compañías de servicios para descomponer en sus partes la financiación de finca raíz y competir efectivamente en cada etapa en mercados financieros avanzados, indica que el futuro de las financieras receptoras de depósitos especializadas en finca raíz puede ser muy limitado.

Instituciones financieras especializadas no receptoras de depósitos

A excepción de las intermediarias especializadas en finca raíz, la gran mayoría de las instituciones financieras especializadas obtiene fondos de mercados mayoristas. Cuando recurren a mercados minoristas, tienden a hacerlo mediante títulos comercializables y no mediante depósitos minoristas. Consecuentemente,

- Sus promesas son mucho menos onerosas que las de las compañías receptoras de depósitos y aseguradoras.
- Sus estructuras corporativas son menos complicadas que las de los bancos y las compañías de seguros.

RECUADRO 6.2
COSTO DE UNA REGULACIÓN INAPROPIADA: LA CRISIS DE LAS ASOCIACIONES DE AHORRO Y PRÉSTAMO DE ESTADOS UNIDOS Y LA INMOBILIARIA PIRÁMIDE DE AUSTRALIA

El colapso de las asociaciones de ahorro y préstamo en Estados Unidos a finales de los años 1980 y comienzos de los noventas, y el fracaso de la Inmobiliaria Pirámide en Australia, son agudos recordatorios de la necesidad de configurar la regulación según la naturaleza de la falla del mercado. Las causas del fracaso generalizado de las asociaciones de ahorro y préstamo en Estados Unidos fueron muchas y han sido contempladas en detalle en muchos sitios. Entre ellas están fraude, préstamos riesgosos, préstamos internos y precios decrecientes de la finca raíz. Pero la mala regulación fue uno de los factores más importantes que contribuyeron a la crisis.

En la década de 1980, el sistema regulador de asociaciones de ahorro y préstamo era una combinación fragmentada incoherente de reguladores estatales y federales, con tres debilidades básicas:

- Los estándares reguladores eran laxos y excesivamente preceptivos. Se prestaba poca atención al capital o a la solvencia, los estándares de contabilidad eran débiles y orientados primordialmente hacia el logro de concesiones tributarias, y no se prestaba virtualmente ninguna atención al manejo de riesgos.
- La naturaleza preceptiva de las regulaciones incluía dos exigencias inherentemente contradictorias: las asociaciones de ahorro y préstamo estaban restringidas a prestar casi exclusivamente contra hipotecas (limitando de ese modo su capacidad para reducir el riesgo mediante la diversificación), y estaban restringidas a hacer préstamos a largo plazo, a una tasa fija (pese al hecho de que su base natural de fondos la constituían depósitos a corto plazo).
- Las asociaciones de ahorro y préstamo estaban facultadas para emitir depósitos respaldados por un seguro de depósito, sin enfrentar ninguna supervisión efectiva para manejar los riesgos que estaban asumiendo.

La combinación de estas flaquezas significó que las asociaciones de ahorro y préstamo enfrentaran en sus balances un desajuste material de madurez y que estuvieran asegurando efectivamente a los prestatarios contra alzas en las tasas de interés. A su vez, éstas estaban siendo aseguradas por un programa de seguro de depósitos que no tenía en cuenta los riesgos involucrados en el desajuste de madurez.

Cuando las tasas de interés a corto plazo se elevaron a principios de los años 1980, muchas asociaciones de ahorro y préstamo llegaron a ser técnicamente insolventes. Reconociendo el conflicto que planteaban las restricciones de balance, la Ley Garn St-Germain de 1982 suavizó tales restricciones y permitió a estas corporaciones asumir mayores riesgos en la concesión de préstamos, en un momento en que muchas de éstas debían haber estado cerrándose. En consecuencia, en algunos estados las asociaciones de ahorro y préstamo se convirtieron en fuertes inversionistas en bonos inmovilizados y otras inversiones de baja calidad, en un esfuerzo por negociar su salida de la insolvencia.

El resultado último fue el colapso de alrededor de un tercio de las asociaciones de ahorro y préstamo, lo que dejó a los contribuyentes estadounidenses con una deuda de cerca de US$132.000 millones, cosa que hizo de ésta una de las crisis financieras más grandes y más conocidas desde la Gran Depresión de la década de 1930.

Aunque el costo total del fracaso del Grupo Farrow de Inmobiliarias en Victoria, en 1991 (popularmente conocido como la Crisis Pirámide, por el nombre de la mayor de las sociedades del grupo, Inmobiliaria Pirámide), fue mucho menor que la mencionada crisis en Estados Unidos, de todas maneras fue suficiente para propiciar una revisión de primer orden de la estructura reguladora para instituciones no bancarias receptoras de depósitos en Australia. La Crisis Pirámide tuvo muchos

(*Continúa en la página siguiente*)

(*Continuación recuadro 6.2*)

de los aspectos presentes en la crisis de las asociaciones de ahorro y préstamo estadounidenses. (El material sobre este estudio de caso se basa particularmente en Lewis y Boyd, 1933).
A principios de 1990, las tres inmobiliarias del Grupo Farrow experimentaron un agudo movimiento de retiro de depósitos. Para ese momento, Australia tenía una historia de retiros injustificados de las inmobiliarias que habían sido detenidos por políticos estatales que, sin ninguna exigencia legislativa que los obligara, habían asegurado a los depositantes que esas sociedades tenían el respaldo de sus gobiernos. Esta experiencia entusiasmó al gobierno de Victoria para intervenir en la situación, y declaró que el Estado había investigado las sociedades y había encontrado que eran financieramente sólidas. Luego esta acción demostró ser costosa tanto para los depositantes como para el Estado.
Al cabo de cuatro meses se reanudó el retiro de depósitos a una tasa insostenible, lo que forzó al regulador estatal de las inmobiliarias (el registrador de inmobiliarias) a congelar las actividades del grupo y nombrar un interventor judicial.
La consecuente investigación reveló una letanía de prácticas irresponsables dentro de las sociedades y un fracaso regulador total. El Grupo Farrow había construido su estrategia de alto crecimiento en torno a prácticas inaceptablemente deficientes:

- Ofrecer tasas de interés sobre depósitos que habitualmente estaban entre el 1 y el 2% por encima del mercado.
- Dar estos fondos en préstamo para desarrollos comerciales de finca raíz altamente riesgosos (en contra de las regulaciones de la Inmobiliaria Victoriana, que exigían que como mínimo el 50% de los activos de la inmobiliaria se invirtieran en hipotecas para vivienda habitada por sus dueños).
- Utilidades del período en curso generadas por elevadas tarifas directas sobre préstamos comerciales, lo que tornaba comercialmente no viables las corrientes resultantes de ingresos de activos/pasivos.
- Préstamos que típicamente eran del 100% de los costos de construcción más el interés capitalizado por el período del desarrollo.
- Préstamos basados en precios de venta inflados e irreales.
- Préstamos no efectuados que eran ocultados mediante reprogramación creativa de los préstamos.
- Honorarios sustanciales que drenaban a las sociedades, destinados a compañías de manejo que eran de propiedad y operadas por los dos principales del Grupo Farrow.

La resolución final de los problemas del grupo registró pérdidas cercanas a US$ 1.000 millones –casi el 50% de los activos del grupo. Infortunadamente para el gobierno victoriano, las pérdidas se incrementaron significativamente entre su declaración inicial para darle seguridad al público y la intervención final del grupo. Más de 200.000 depositantes se vieron afectados. El nivel de pérdidas individuales fue mitigado con una "garantía" del gobierno, la cual fue una consecuencia inevitable de su intervención a lo largo de esta crisis. La garantía consistió en 25 centavos de dólar inmediatos más un bono que ofrecía el pago del saldo en un período no especificado (que en la práctica fue de 1 a 5 años). Los bonos no pagaron intereses ni cubrieron intereses atrasados sobre los depósitos. Como resultado, los depositantes que resolvieron aceptar la oferta del gobierno perdieron en promedio cerca del 30% de su reclamación contra el Grupo Farrow, en tanto que los que optaron por buscar su propia solución en las cortes perdieron cerca del 50% en promedio.
Como en el caso de las asociaciones de ahorro y préstamo estadounidenses, el fracaso del Grupo Farrow sacó a la luz las debilidades de la estructura reguladora victoriana. Las regulaciones eran excesivamente preceptivas y deficientes al permitir que el 100% de la propiedad de una institución financiera estuviera en manos de compañías privadas. La falla del regulador en hacer cumplir las regulaciones fue una preocupación aún mayor. Pese a claras violaciones de regulación y a repetidas advertencias de otros participantes en la industria, el regulador victoriano no actuó, pese al hecho de que el Grupo Farrow representaba más de un tercio de los activos de las inmobiliarias que estaban bajo su jurisdicción. En tales circunstancias, la crisis era inevitable.

- El costo social del incumplimiento de sus promesas es relativamente modesto, en el sentido de que habitualmente es localizado, circunscrito a los tenedores inmediatos de deuda y renta variable de la compañía.

Es más, la competitividad debe ser una prioridad en estos mercados. Puesto que la regulación prudencial es, por naturaleza, parcialmente anticompetitiva, el costo social neto de imponer un régimen prudencial a las instituciones financieras especializadas puede ser muy alto.

El hecho mismo de que las instituciones financieras especializadas no tengan alta calificación en términos de las tres características clave de sus promesas, y consecuentemente no justifiquen el alto costo de la regulación prudencial, es uno de los factores que las hace competitivas en costos. De manera que esas instituciones, en general, deben limitarse por ley, para que no reciban depósitos del público ni hagan promesas que justifiquen regulación prudencial. Esta limitación es congruente con su papel como financieras sectoriales especializadas.

La conclusión de que la mayoría de las instituciones financieras especializadas no justifican regulación prudencial no equivale a concluir que no deban ser reguladas de ninguna manera. Como se argumentó anteriormente, hay justificación para una regulación muy fuerte de competencia para asegurar que las eficiencias económicas que ofrecen estas instituciones les sean traspasadas a sus clientes. La necesidad de un mercado competitivo en estas formas de financiación sugiere que el regulador de competencia debe buscar asegurar que la entrada al mercado sea tan impugnable como sea posible para nuevas firmas.

Consideraciones sistémicas

Asumiendo que el mercado sea competitivo y que mediante regulación de conducta en el mercado se impongan la revelación de información y el gobierno interno adecuados, es en general improbable que las instituciones financieras especializadas planteen una amenaza sistémica.

Esto no significa que tales instituciones sean de bajo riesgo. Por el contrario, algunas de ellas conllevan riesgos sustanciales. Su propia naturaleza como instituciones especializadas significa que sus riesgos pueden estar altamente concentrados. Las compañías de *leasing*, por ejemplo, suelen estar muy expuestas a un reducido número de industrias, como la construcción o la minería, en las que deciden concentrar su experticia. Esto puede dejarlas expuestas a vaivenes de fortuna de esas industrias. Para complicar sus riesgos, el valor de reventa de bienes de capital especializados suele estar positivamente correlacionado con la suerte de las industrias en las que se usan. Al evaluar los problemas que experimentan las compañías de *leasing* en los mercados emergentes, la Corporación Financiera Internacional (1996) encuentra que la excesiva concentración de riesgos por sec-

tor o por cliente y la vulnerabilidad general a cambios macroeconómicos adversos contribuyen primordialmente al fracaso financiero.

Las instituciones financieras especializadas también están expuestas a los riesgos de balance que enfrentan todas las instituciones financieras. Por ejemplo, normalmente los préstamos para finca raíz son por naturaleza a largo plazo. Los contratos de *leasing* son comúnmente a mediano plazo. A menos que las instituciones que proveen esta financiación tengan, en sus obligaciones, acceso a vencimientos que coincidan con ellas, o a productos derivados para manejar el riesgo, pueden estar altamente expuestas a cambios en la forma y posición de la curva de rendimiento. Este puede ser un problema particular en los mercados emergentes, donde las fuentes mayoristas de fondos suelen ser limitadas y los mercados de derivados están subdesarrollados.

En todo caso, siempre que una industria se torne demasiado grande y concentrada pueden surgir problemas sistémicos. Este riesgo se incrementa cuando las instituciones dependen fuertemente de pasivos a corto plazo para financiar activos a largo plazo. La perturbación que causa el fracaso a gran escala de estas instituciones la sufren principalmente los inversionistas y acreedores de las compañías involucradas, aunque burbujas de precios y fallas institucionales pueden retardar el desarrollo del sistema financiero en general. Cuando estas instituciones se crean como subsidiarias de bancos, no están sujetas a regulación consolidada y son usadas para obviar los efectos de la regulación sobre la actividad bancaria, puede haber problemas de flujo.

La señal más confiable de problemas inminentes se da cuando un grupo industrial crece mucho más rápidamente que otros sectores del sistema financiero. En algunos casos, la tasa de crecimiento diferencial puede no reflejar más que el surgimiento de una fuente natural de demanda o la respuesta a la remoción de impedimentos anteriores. En otros casos, el crecimiento anormal puede reflejar explotación y abuso de incentivos. El crecimiento excesivo suele enmascarar prácticas empresariales deficientes y mala determinación de precios, ya que los participantes en la industria luchan por explotar oportunidades a corto plazo. Una vez que se estabilizan las condiciones, las malas prácticas quedan expuestas a la presión competitiva y la decreciente demanda, a menudo seguidas de fracasos.

El desafío regulador para instituciones financieras especializadas es equilibrar la positiva contribución al crecimiento económico que puede darse a raíz de una regulación ligera, con la posible perturbación que puede ocurrir a raíz de fracasos financieros. Si bien bajo ciertas circunstancias estas instituciones pueden tener implicaciones sistémicas, el impacto del fracaso institucional recae primordialmente sobre grupos que deben ser competentes para evaluar los riesgos. Asumiendo que a estas instituciones se las tenga suficientemente apartadas de instituciones de alto riesgo prudencial como los bancos, y que las industrias estén sujetas a adecuada regulación de competencia y de conducta en el mercado, estas consideraciones apuntan más a un papel de seguimiento que a cualquier regulación di-

recta de las instituciones financieras especializadas, ya sea desde el punto de vista prudencial o sistémico.

Aunque una amplia función de seguimiento debería ser suficiente para evaluar los riesgos sistémicos entre casi todos los grupos de instituciones financieras especializadas, la principal excepción a esta regla se da cuando una institución o grupo de instituciones dado asume riesgos para los cuales el recurso está en el presupuesto público. La necesidad de alguna forma de regulación para proteger la obligación pública en estos casos se acrecienta cuando las instituciones involucradas son de un tamaño sustancial.

El ejemplo más estremecedor de los riesgos potenciales involucrados está en el mercado hipotecario de Estados Unidos. Fannie Mae y Freddie Mac tienen un balance combinado de US$ 850.000 millones en hipotecas. Entre ambas garantizan una cantidad adicional de US$ 1,2 billones de hipotecas. Aunque los títulos de estas instituciones no están técnicamente garantizados por el gobierno estadounidense, debido a su relación única con éste y al nivel de subsidios que administran, el mercado los trata como si lo estuvieran. La falla de cualquiera de las dos crearía no solamente un pasivo potencialmente enorme para los contribuyentes estadounidenses, sino también riesgo sistémico, perturbando los mercados de vivienda y de financiación de vivienda.

La justificación para regular las instituciones especializadas en estas circunstancias inusuales, es respaldado por su significación sistémica, el grado de subsidios gubernamentales de que disfrutan, y el hecho de que, como instituciones patrocinadas por el gobierno, no están sujetas a las disciplinas normales del mercado. En 1992, ante el creciente costo de rescatar la industria de ahorro y préstamo, el gobierno de Estados Unidos creó la Oficina de Supervisión Federal de las Empresas de Vivienda, para regular estas dos instituciones.

Herramientas y técnicas reguladoras

La siguientes subsecciones presentan las herramientas y técnicas reguladoras clave que emplean las receptoras de depósitos y otras instituciones especializadas no receptoras de depósitos.

Receptoras de depósitos

En términos de las herramientas y técnicas, las exigencias clave de regulación para las receptoras de depósitos se resumen en una serie de estándares y notas guía, emitidos por el Comité Basle.[7] Las categorías generales se resumen muy

7 El Comité Basle fue creado en 1974 por el Comité de Gobernadores de los Bancos Centrales del G10, a partir de su predecesor, el Comité Basle sobre Regulación Bancaria y Prácticas de Supervisión.

brevemente en el capítulo 2; las siguientes son las más importantes para las receptoras de depósitos:

- Requerimientos de licencia
- Exigencias de adecuación de capital para riesgo crediticio y riesgo del mercado
- Pautas de aprovisionamiento para pérdidas de préstamos
- Pautas sobre riesgos operativos.

Hoy los estándares del Comité Basle distinguen entre bancos internacionalmente activos y bancos domésticos, y sus exigencias más rigurosas son aplicables únicamente a los primeros. Actualmente se están adelantando discusiones para actualizar las exigencias capitales para los bancos y extender el cubrimiento a todos los bancos. Esta última proposición ha tenido gran acogida internacional. En vista de este probable desarrollo, hay fuertes razones para aplicar los mismos estándares internacionales a las instituciones financieras especializadas que obtienen fondos de depósitos minoristas. Este enfoque no solamente minimiza el arbitraje regulador, sino que además reduce lo que podría ser un riesgo sustancial para los consumidores de servicios financieros.

Aunque la completa armonización de estándares reguladores entre bancos e instituciones especializadas receptoras de depósitos es conceptualmente directa, en la práctica es considerablemente más difícil. Exige un compromiso importante de los gobiernos, de revisar detenidamente lo que a menudo es legislación desactualizada que cubre al sector no bancario receptor de depósitos. En el proceso, hay que tener cuidado de tratar igualitariamente a todas las receptoras de depósitos, para no perpetuar inadvertidamente diferencias reguladoras.[8] También se requiere cooperación entre los reguladores bancarios y no bancarios (siempre que no sean la misma agencia).

Aunque la justificación para la neutralidad reguladora es muy fuerte, el que la regulación de las receptoras de depósitos no bancarias se persiga o no hasta el punto de una completa armonización, es cuestión de juicio crítico. Lo esencial es que las instituciones que reciben depósitos del público sean reguladas hasta el punto en el que la probabilidad de que incumplan sus promesas sea aceptablemente pequeña. En la práctica, esto debería poderse lograr sin necesidad de alcanzar completa

8 Por ejemplo, casi todos los países tienen legislación separada para bancos y para instituciones no bancarias. Esas normas usualmente se refieren a las instituciones por su clasificación en la industria, estableciendo de ese modo diferencias por definición. Crear una ley única para las receptoras de depósitos que tengan licencia, como se hizo en Australia en 1998, es un primer paso útil. Allí, la versión revisada de los estándares prudenciales para eliminar toda discriminación, fue un segundo paso que requirió dos años más después de la puesta en vigencia de la nueva legislación. Incluso entonces tuvieron que retirarse varias viejas condiciones prudenciales, para que no causaran innecesariamente costosos reajustes a corto plazo en algunas instituciones.

armonización reguladora de todas las receptoras de depósitos. Al tomar una decisión de esa naturaleza, los gobiernos tienen que ponderar los costos de ajuste involucrados, con respecto a los beneficios en eficiencia de una completa neutralidad reguladora.

Riesgos sistémicos

Al regular los riesgos sistémicos entre instituciones financieras especializadas, la herramienta primordial –congruente con el bajo nivel de riesgo generalmente involucrado–, es tener un papel de seguimiento sobre la industria en su totalidad. En general, tal papel supervisor correspondería al banco central. En la eventualidad de que al banco central le preocupara el crecimiento o el comportamiento de un determinado grupo de la industria, podría referir el asunto al gobierno para que se le diera consideración reguladora. Puesto que el crecimiento anormal también puede darse como una consecuencia imprevista de incentivos del gobierno, este papel de seguimiento del banco central podría servir como una advertencia temprana de abuso industrial de los incentivos, o de consecuencias no intencionadas y la necesidad de medidas remediales.

La excepción a este principio general se da en esas inusuales circunstancias en las que una institución financiera disfruta de beneficios sustanciales del gobierno o es del tamaño suficiente para crear un riesgo sistémico serio. En cualquier caso, el contribuyente debe estar protegido contra esos riesgos mediante regulación. Para que la forma de regulación sea apropiada, debe adaptarse a la situación.

Cuando el riesgo para los contribuyentes surge de un subsidio o de una concesión tributaria del gobierno, hay un fuerte argumento para revisar el objetivo del subsidio o concesión. Cuando la intención es que el beneficio llegue a determinados grupos de la comunidad, la forma más eficiente de distribuirlo será directamente al receptor último. Administrar subsidios a través de instituciones financieras no sólo abre mayores oportunidades de abuso, sino que además agrega el costo de regulación al costo de los subsidios. Asimismo, puede conferir una ventaja competitiva a un grupo selecto de instituciones financieras, lo que puede interferir con la eficiencia de la industria.

Cuando resulte impráctico el pago directo de beneficios a los receptores finales, o excesivamente costoso el seguimiento para detectar abusos, debe tenerse cuidado de minimizar el impacto competitivo de los subsidios. En particular, deben hacerse esfuerzos para asegurar que los beneficios sean transferidos a los receptores a los que van destinados y que las exigencias prudenciales impuestas a la institución no sean menos rigurosas que las impuestas a otras instituciones que hagan esencialmente las mismas promesas.

Otras instituciones especializadas no receptoras de depósitos

Para la mayoría de las instituciones financieras especializadas, siempre que no haya de por medio recepción de depósitos minoristas ni problemas sistémicos, la regulación de competencia y de conducta en el mercado debe ser suficiente para responder a las necesidades de la sociedad.

Exigencias de entrada

Normalmente, el regulador de competencia estimulará bajas barreras de entrada en estos sectores, asegurando que haya restricciones mínimas sobre la forma corporativa y la estructura de propiedad de estas instituciones, libertad de entrada para firmas extranjeras y fuertes condiciones antimonopolio para evitar la excesiva concentración de la industria. Las únicas restricciones estructurales que son congruentes con este objetivo son las que prohíben a estas instituciones aceptar depósitos del público y participar en el sistema de pagos. Puede ser necesario equilibrar el deseo natural del regulador de competencia de que los requerimientos para la licencia sean mínimos, con cualesquiera preocupaciones que pueda tener el regulador de conducta en el mercado.

Revelación de información

Puesto que estas instituciones típicamente obtienen financiación en mercados mayoristas, en principio el regulador de conducta en el mercado debe poder responder a sus preocupaciones mediante fuertes exigencias de revelación de información y principios de gobierno corporativo, aplicados siguiendo la ley corporativa general.

Cuando estas instituciones son las beneficiarias de incentivos tributarios, subsidios o privilegios como licencias de importación o convertibilidad monetaria, dados por el gobierno, hay razón para imponer exigencias de reporte, revelación adicional de información e incluso inspección o auditoría, para asegurar que los incentivos y privilegios no sean motivo de abuso.[9] Cualquiera que sea la motivación para regulación adicional de conducta en el mercado, su impacto debe sopesarse cuidadosamente por sus posibles implicaciones anticompetitivas. Es importante evitar una situación en la que a un reducido grupo de instituciones se le conceda acceso a incentivos y privilegios gubernamentales, a la vez que se lo protege de la competencia mediante un régimen regulador excesivamente proteccionista. Tales

9 Esta posibilidad es más probable en el caso de las instituciones de *leasing* que en el de las instituciones financieras especializadas en finca raíz.

situaciones suelen conducir a abusos de privilegios, explotación de los consumidores, crecimiento lento en las propias áreas de financiación que el gobierno está tratando de promover, y apropiación –por parte de las firmas protegidas– de las rentas económicas involucradas.

Asociaciones con otras instituciones

En general, el deseo de competencia saludable entre instituciones financieras especializadas milita en contra de restricciones a la asociación con otras instituciones. Dicho esto, cuando hay de por medio incentivos, subsidios y concesiones del gobierno, puede ser necesario seguir muy de cerca las asociaciones corporativas, para evitar abusos. La forma más segura de manejar este riesgo es pagar los beneficios directamente a los destinatarios finales, siempre que sea posible.

La segunda situación en que puede ser necesario seguir de cerca las asociaciones, es cuando las instituciones especializadas han sido creadas como subsidiarias de instituciones reguladas, con el propósito de obviar el impacto de las regulaciones. Los peligros del crecimiento excesivo de subsidiarias no reguladas fueron evidentes en varios países asiáticos, incluido Japón, durante la reciente crisis regional.

La supervisión consolidada es una forma de asegurar que las exigencias de regulación se cumplan a nivel de grupo. Un enfoque alternativo, que separa un poco más fuertemente las instituciones, consiste en exigir una estructura de *holding* no operativa a los grupos en los que participen algunas compañías que estén prudencialmente reguladas y algunas que no lo estén. De todas maneras, a tales grupos pueden imponérseles algunas exigencias a nivel de grupo.[10]

Formas adicionales de regulación

Cuando la ley corporativa está bien desarrollada y es respaldada por el sistema judicial, hay menos necesidad de regulación adicional. En la práctica, la necesidad de condiciones y restricciones más fuertes para conceder licencias, como exigencias mínimas de capital, todavía puede presentarse en países en los que las leyes corporativas generales no sean suficientemente fuertes para evitar conductas explotadoras de parte de las instituciones especializadas o en industrias particularmente propensas a esa clase de conducta.

---

10 Cuál sea el enfoque regulador apropiado para los conglomerados sigue siendo materia de intensa discusión en todo el mundo financiero, y no hay consenso sobre la mejor forma de minimizar los riesgos involucrados. No obstante, se admite ampliamente que la estructura de una *holding* no operativa ofrece algunas salvaguardias que no proveen otras estructuras.

La probabilidad de que se necesite alguna forma adicional de regulación es mayor en los mercados emergentes, donde es frecuente que las leyes corporativas todavía estén en proceso de evolución. En estas situaciones, las siguientes condiciones pueden respaldar la conducta en el mercado:

- Exigencias para la licencia, incluida la evidencia de destrezas entre los directivos y la gerencia de la compañía, y restricciones sobre directivos o gerentes que tengan antecedentes penales.
- Exigencias mínimas de capital, acordes con la escala mínima necesaria de operaciones para la empresa involucrada.
- Exigencias contables, incluidos requerimientos de auditoría y algunas restricciones sobre prácticas contables.
- Condiciones de riesgo congruentes con los riesgos involucrados (por ejemplo, evidencias de diversificación de riesgos).

Cualesquiera sean las condiciones adicionales que se impongan, éstas deben sopesarse cuidadosamente con respecto al impacto anticompetitivo que puedan tener. Además, deben revisarse frecuentemente en el contexto de los desarrollos que afecten el marco legal general.

7. Aspectos a considerar para los mercados emergentes

Los problemas de regulación no bancaria que enfrentan los mercados emergentes son, en general, los mismos que enfrentan los mercados desarrollados. Todo país puede beneficiarse de un sector saludable de IFNB *que constituya una base sólida para el crecimiento económico. La estructura reguladora para* IFNB *es no solamente un factor crucial para asegurar que estas instituciones desempeñen sus funciones eficientemente, sino también un factor importante para estimular o retardar su crecimiento y desarrollo como parte del sistema financiero. La regulación excesiva puede sofocar su surgimiento. Y por otra parte, una estructura de incentivos deficiente puede estimular el crecimiento por razones equivocadas y en formas equivocadas, lo que acaba en problemas, si no en crisis.*

El objetivo debe ser proveer un marco regulador sólido que permita que las IFNB *florezcan para beneficio mutuo de todos los involucrados –sin forzarlas a crecer más allá de las necesidades de la economía ni impedirles desempeñar su papel natural de incrementar la eficiencia financiera.*

Aunque son muchos los aspectos importantes para la regulación de las IFNB, *casi todos ya fueron cubiertos en los capítulos anteriores. Este capítulo se concentra en los particularmente relevantes para los mercados emergentes, incluidos la importancia de la infraestructura legal, el papel de las profesiones del sector financiero, el de los incentivos para el crecimiento de* IFNB, *y el de la competencia extranjera, el de la prestación gubernamental de servicios financieros, la importancia del gobierno del sector público y la de secuenciar las reformas.*

Importancia de la infraestructura legal

Puede afirmarse que el marco legal general es el determinante importante por excelencia de un sector sólido de IFNB. Una legislación que contenga el marco regulador específico para las IFNB es la piedra angular de una buena regulación. Dicha legislación incluye tanto las leyes que crean y dan poderes al regulador, como las que apoyan la existencia y la conducta legal de las entidades que se están regulando. Es decisivo que estas leyes especifiquen claramente los poderes del regulador y el grado de cubrimiento del mismo. No debe haber ambigüedad con respecto al significado de términos tales como títulos valores, depósitos, seguros, hipotecas y *leasings*.

Son igualmente importantes las leyes de respaldo, como las que rigen las normas sobre rendición de cuentas, los derechos de propiedad y la ejecución de contratos. En un estudio reciente de la relación entre estructura legal y desarrollo financiero, Levine, Loayza y Beck (1999: 28) encuentran que: "Los países que tie-

nen: a) leyes que dan alta prioridad a acreedores seguros, b) sistemas legales que ejecutan rigurosamente los contratos, y c) estándares contables que producen estados financieros corporativos comprensivos y comparables, tienden a tener intermediarios financieros mejor desarrollados".

Es particularmente interesante el examen que Levine, Loayza y Beck hacen del impacto del origen legal sobre la efectividad legal. Siguiendo la convención de los académicos, ellos separan los sistemas legales en cuatro grupos principales, según su origen: inglés, francés, alemán y escandinavo. Aunque los cuatro descienden del derecho romano, evolucionaron de diferentes maneras y, a través de la colonización y la conquista, se esparcieron por casi todo el mundo, proveyendo así las bases para la mayoría de los sistemas legales modernos. Levine, Loayza y Beck encuentran que las diferencias en el origen legal explican las diferencias en las normas legales referentes a acreedores seguros, ejecución de contratos y calidad de los estándares contables.

Su principal conclusión sobre el origen es que los países cuyo origen legal es alemán tienen intermediarios financieros mejor desarrollados, los de origen francés tienen intermediarios menos desarrollados, y los de origen inglés o escandinavo están en el medio. Ellos sugieren que estos resultados pueden explicarse en parte por las siguientes características de las cuatro tradiciones (*ver* también La Porta y otros, 1998):

- La tradición inglesa enfatiza los derechos de los acreedores más que las otras tres (la francesa es la que menos protege a los acreedores).
- Las tradiciones alemana y escandinava son las más fuertes en ejecución (nuevamente la francesa es la más débil).
- Los países que tienen una tradición inglesa tienden a tener mejores estándares contables que los demás.

Un marco prudencial bien equilibrado es el que busca implementar lo mejor de estos sistemas: derechos fuertes y predecibles de los acreedores, ejecución fuerte pero justa, y un sistema confiable de contabilidad y revelación de información.

Si bien la estructura legal es la piedra angular por excelencia de un sistema regulador sólido, también debe disponerse de las destrezas necesarias para implementar y ejecutar la infraestructura. Esto requiere profesionales bien entrenados e independientes, como auditores y actuarios, un poder judicial independiente y ético, y un personal del sector privado suficientemente calificado, capaz de implementar los principios legales, contables y de manejo de riesgos.

Destrezas y profesiones decisivas del sector financiero

El desarrollo de IFNB exige una base sólida de capital humano.[1] Uno de los desafíos más apremiantes que enfrentan los mercados emergentes es la limitada disponibilidad de destrezas en el sector financiero y la urgente necesidad de desarrollar capital humano, estableciendo una base de profesionales como banqueros, contadores, abogados, peritos, analistas y expertos en insolvencia, capaces. El desarrollo de estas profesiones fomentará la sofisticación de los mercados financieros y el desarrollo de instituciones financieras no bancarias.

Un conjunto de datos disponibles cubre el empleo en el sector de servicios financieros como porcentaje del empleo total (*ver* cuadro 7.1). Pese a las dificultades de medición del diferencial en destrezas de un país a otro y de ajuste referente a productividad, hay evidencias de que el papel que juegan los servicios del sector financiero en muchos países de mercados emergentes es pequeño. Por ejemplo, el empleo en finanzas, seguros, finca raíz y servicios empresariales, como porcentaje del empleo total, es mucho menor en Indonesia que en Estados Unidos. En las economías "tigres", el anterior modelo de crecimiento hacía énfasis en la producción y las exportaciones, y no promovía los servicios.

Cuadro 7.1
Empleo en finanzas, seguros, finca raíz y servicios empresariales como porcentaje del empleo total en países seleccionados, 1997

País	Participación del empleo total
Indonesia	0,754
Filipinas	2,442
Malasia	5,219
Japón	8,769
Estados Unidos	11,399

Fuente: Naciones Unidas (1997).

Mercados completos, funcionales, exigen una base de destrezas financieras profesionales. No obstante, el reconocimiento de esa necesidad suele surgir únicamente como resultado de crisis. En Estados Unidos, por ejemplo, la debacle de las asociaciones de ahorro y préstamo en la década de 1980, discutida en el capítulo 6, hace apenas 10 años propició la creación del proceso de certificación para

1 Esta sección se basa en Pomerleano (2001).

peritos. La regulación fue una respuesta directa a la evidencia de problemas de avaluó y conducta impropia dentro de las instituciones financieras estadounidenses. De acuerdo con las evidencias sacadas a la luz en el Congreso de Estados Unidos, el fraude y autonegociaciones por parte de funcionarios, directivos y poseedores de la información de primera mano, causaron o contribuyeron a la mitad de los fracasos de instituciones financieras. Avalúos errados o fraudulentos se usaron sistemáticamente para sobrevalorar garantías y hacer préstamos inseguros para finca raíz. En respuesta, se creó el Subcomité de Avalúo del Consejo Federal Examinador de Instituciones Financieras (Apprisal Subcommittee of the Federal Financial Institutions Examination Council, ASC) para supervisar a los peritos y asegurar que estén suficientemente entrenados y probados, que sean competentes, independientes y éticos, y que usen estándares profesionales elevados y uniformes. Estados Unidos no es perfecto; sencillamente experimentó y respondió a su crisis antes que otros países.

Entre los profesionales decisivamente necesarios que están haciendo falta y cuya ausencia impide el desarrollo de IFNB, están expertos en insolvencia, abogados, contadores, peritos, analistas financieros y actuarios (*ver* cuadro 7.2). Los siguientes párrafos se refieren en detalle a algunas de estas profesiones.

Expertos en insolvencia

Se necesitan expertos en insolvencia para analizar la viabilidad empresarial y financiera de un proyecto de finca raíz o de una compañía, y para decidir entre restructurar y liquidar. Ellos necesitan experticia para negociar la aprobación, implementar y hacerle seguimiento al plan de restructuración, y manejar las operaciones de la compañía. Si se necesita liquidar, los expertos en insolvencia hacen los arreglos para que se disponga ordenadamente de los bienes de la compañía y las reclamaciones de los acreedores. Su experticia e integridad tienen que ser intachables.

La Federación Internacional de Profesionales en Insolvencia (Insol) es una federación mundial de asociaciones nacionales de contadores y abogados que se especializan en insolvencia. Los miembros se comprometen en procedimientos formales de insolvencia, aconsejan a acreedores y empresas, y restructuran empresas que estén en dificultades financieras. Actualmente Insol Internacional tiene 29 asociaciones miembro en todo el mundo, con un total de más de 8.000 profesionales. Los datos cuantitativos del cuadro 7.2 indican la disparidad en disponibilidad de profesionales calificados entre Japón (5 miembros), Canadá (1.071 miembros) y Estados Unidos (1.841 miembros). Con respecto a calificaciones y regulación, las exigencias varían de una organización local a otra y de un país a otro (*ver* cuadro 7.3). Por ejemplo, en el Reino Unido cualquiera de 7 organismos reconocidos puede autorizar a un profesional en insolvencia, para que actúe. Insol

CUADRO 7.2
PERITOS Y ACTUARIOS PROFESIONALES, Y EXPERTOS EN INSOLVENCIA, EN PAÍSES SELECCIONADOS

	Peritos		Expertos en insolvencia		Actuarios	
País	Cantidad por millón de habitantes	Número	Cantidad por millón de habitantes	Número	Cantidad por millón de habitantes	Número
Alemania	97,38	8.000	0,99	81	20,22	1.661
Argentina	—	—	0,92	34	4,54	168
Australia	—	—	31,57	606	—	—
Austria	—	—	2,84	23	—	—
Bélgica	—	—	0,68	7	—	—
Brasil	29,39	5.000	—	—	2,40	408
Canadá	—	—	34,89	1.071	—	—
China	10,64	13.420	0,01	8	0,01	8
Corea	36,47	1.726	0,02	1	0,23	11
España	—	—	0,30	12	—	—
Estados Unidos	284,14	80.000	6,54	1.841	53,16	14.968
Filipinas	—	—	0,01	1	0,90	68
Finlandia	28,96	150	—	—	18,73	97
Francia	29,74	1.750	2,53	149	21,78	1.282
Hong Kong (China)	159,46	1.084	—	—	29,27	199
Hungría	—	—	2,20	22	12,87	129
India	0,34	350	0,03	33	0,11	111
Indonesia	6,665	1.400	0,02	4	0,03	7
Israel	—	—	0,16	1	—	—
Italia	—	—	0,80	46	—	—
Japón	44,96	4.700	0,04	5	6,73	853
Lituania	126,01	466	—	—	—	—
Malasia	21,50	500	1,12	26	—	—
México	30,62	3.000	0,02	2	1,95	191
Nigeria	—	—	0,03	4	—	—
Noruega	—	—	2,00	9	—	—
Nueva Zelanda	—	—	49,86	191	—	—
Paquistán	—	—	—	—	0,10	14
Polonia	77,62	3.000	0,28	11	0,10	4
Reino Unido	334,79	20.000	27,02	1.614	79,75	4.764
República Checa	535,37	5.500	1,56	16	—	—
Rumania	—	—	0,62	14	—	—
Rusia	27,48	4.000	—	—	—	—
Singapur	129,17	519	2,74	11	20,41	82
Sudáfrica	—	—	7,13	305	—	—
Suecia	56,38	500	1,58	14	27,74	246
Suiza	—	—	0,84 6	48,05	345	
Tailandia	—	—	0,13	8	0,21	13

— No disponible
Fuente: Para insolvencia, base de datos de los miembros de Insol; para avalúo, el Comité Internacional de Estándares de Valuación; para actuarios, la Asociación Actuarial Internacional.

Internacional es la organización sombrilla para las asociaciones miembros de 26 países. Típicamente, la membresía de las asociaciones locales está constituida por contadores o abogados calificados. En general, los contadores tienden a aceptar trabajos sobre insolvencia dentro del sistema del derecho consuetudinario, en tanto que los abogados tienden a ir a la cabeza en el sistema de derecho civil, y en Estados Unidos. Pero en general hay considerables diferencias de entrenamiento y en la expedición de licencias de los profesionales en insolvencia. En muy pocas naciones (Reino Unido, Canadá, Australia y algunas otras) los profesionales en insolvencia son examinados, licenciados y regulados, ya sea por sus organismos profesionales o por el Estado. En otras, como Francia, la lista de liquidadores y administradores legalmente reconocidos es muy limitada. Pero en la gran mayoría de los países, abogados o contadores que ofrecen otros servicios llevan también a cabo trabajos sobre insolvencia. Algunos pueden especializarse en insolvencia, pero no poseen calificaciones ni acreditación formal, distintiva.

CUADRO 7.3
EXIGENCIAS DE CALIFICACIONES PARA EXPERTOS EN INSOLVENCIA, EN PAÍSES SELECCIONADOS

País	Exigencias de calificación	Fuente
Canadá	Entre las exigencias para hacerse miembros están los estándares de admisión de la asociación, curso prescrito de estudios y aprobación de los exámenes requeridos. En 1997 se creó el Programa Nacional de Calificación en Insolvencia, para armonizar las exigencias de calificación.	Canadian Insolvency Practicioners Association, CIPA (Asociación Canadiense de Expertos en Insolvencia).
Nueva Zelanda	El gobierno se opone al registro ocupacional, de manera que no hay expertos en insolvencia. Las siguientes personas no pueden calificar para nombramientos en el área: menores de 18 años, ni acreedores, accionistas, directivos, auditores o síndicos de la compañía.	Insol, Nueva Zelanda
Reino Unido	Los expertos en insolvencia son licenciados y regulados por cualquiera de los 8 organismos profesionales reconocidos (por ejemplo, el Institute of Chartered Accountants in England and Wales [Instituto de Contadores Juramentados de Inglaterra y Gales]) más la Secretaría de Industria del Estado.	Association of Business Recovery Professionals (Asociación de Profesionales en Recuperación Empresarial)
Suiza	La insolvencia no es una profesión especializada. Las actividades las desempeñan básicamente otros profesionales especializados (abogados, contadores).	Swiss Bankers' Association, SBA (Asociación de Banqueros Suizos).

En muchos países, cualquier persona remotamente calificada –ya sea contador o notario–, siempre que sea un tercero desinteresado, es elegible para ser liquidadora nombrada por el sistema judicial. A menudo el "experto" nombrado carece de habilidad, de independencia, o de ambas cosas. Por ejemplo, en la República Popular China la única exigencia contenida en el anteproyecto de una nueva ley de insolvencia es que el administrador no haya sido despedido como abogado o contador en los últimos 5 años. Y ni siquiera es necesario que sea contador ni abogado.

Peritos

Se necesitan peritos para el avalúo de propiedades, incluidas propiedades comerciales (edificios de oficinas, almacenes, centros comerciales), propiedad industrial (plantas de producción, bodegas), propiedad residencial (apartamentos, casas individuales), y propiedad de maquinaria y personal. Los peritos reducen el riesgo que conllevan las transacciones de propiedad, asignando a las propiedades valores creíbles con base en un método estándar: todos los participantes reconocen la metodología, y la valuación es congruente. En muchos mercados emergentes se carece de estándares de certificación. Por tanto, es importante establecer y promover estándares uniformes mínimos de avalúo y calificaciones mínimas. Programas de entrenamiento y certificación profesionalmente reconocidos pueden asegurar experticia, integridad y responsabilidad profesionales de los peritos.

El Comité Internacional de Estándares de Avalúo, CIEA (International Valuation Standards Committee, IVSC) es una asociación que comprende asociaciones de profesionales en avalúo de unos 50 países. Una breve mirada a los datos cuantitativos del cuadro 7.2 indica grandes diferencias en la disponibilidad de servicios de avalúo en mercados seleccionados. La frecuencia varía de 335 a 0,3 peritos por millón de habitantes en Reino Unido e India, respectivamente.

La metodología estándar de los avalúos depende de los enfoques de mercado, ingreso y costos. Quizá el punto más desconcertante sea que no todos los países se ciñen al avalúo comercial –por ejemplo, el uso de transacciones comparables a fin de establecer el valor comercial. En Japón, por ejemplo, los avalúos se basan en el enfoque de costos. A menudo los avalúos de propiedad se basan en el valor de la tierra (índice de precios de la tierra), y, raramente, en el enfoque de ingresos y comparación de ventas. La dependencia de la base de costos se debe a la falta de datos: los datos comerciales son escasos debido a la falta de revelación de información y a que no se recogen los datos de transacciones. Es más, los valuadores de propiedades tienden a ser arquitectos e ingenieros, quienes, para hacer avalúos, usan las bases de costos. En consecuencia, el mercado de propiedad raíz no es transparente.

Es más, no hay ningún tratamiento congruente entre países con respecto a entrenamiento y regulación de la profesión de peritación y valuación. En muchos países –como Argentina– tampoco hay estándares uniformes de avalúo. En otros –como Francia y México– no hay un organismo nombrado por el Estado ni autorregulador para la supervisión del avalúo de finca raíz. En muchos, la regulación y el desarrollo de la profesión generalmente han seguido a una crisis de algún tipo –la de las asociaciones de ahorro y préstamo en Estados Unidos, la de la propiedad en Europa en la década de 1980, la reforma de las economías planeadas en forma centralizada en Europa oriental, y la reciente crisis financiera en Asia.

La experiencia del Reino Unido con la introducción de exigencias de entrenamiento y licencias para los supervisores, es instructiva en materia de prácticas óptimas. La Real Institución de Supervisores Juramentados (Royal Institution of Chartered Surveyors, RICS) es el primer organismo profesional global que representa, regula y promueve a supervisores juramentados y supervisores técnicos. Para convertirse en miembro técnico o profesional de la RICS, los candidatos deben completar estudios académicos aprobados, seguidos de mínimo 2 años de entrenamiento estructurado en el sitio de trabajo. Una vez terminado el período de entrenamiento mínimo, se los evalúa mediante trabajos escritos y una entrevista. La evaluación satisfactoria permite a los miembros ascender al grado de miembros técnicos o profesionales. Después de un mínimo de 5 años como miembros cabales de la institución, pueden aplicar para convertirse en socios numerarios. Los miembros están obligados por las normas de conducta y el reglamento contenido en los estatutos de la RICS.

Los países que están en el proceso de establecer un mercado de préstamos hipotecarios y de introducir en sus mercados de capitales instrumentos basados en hipotecas, necesitan mejorar los estándares de valuación. Es claro que los estándares de peritación deben aplicarse y regularse correctamente. Esto puede cumplirse fijando estándares profesionales de avalúo, exigencias educativas, metodología, ética y supervisión en los mercados en desarrollo de finca raíz.

Analistas financieros

La toma de decisiones financieras disciplinadas demanda experticia. El análisis financiero de esa naturaleza se emplea en diversas funciones –análisis de títulos valores, manejo de portafolios y proceso presupuestario. Los analistas financieros practican en una variedad de industrias, incluidas manejo de inversiones, banca y seguros.

El análisis financiero experto requiere educación, estándares de conducta profesional y estándares de práctica. La Asociación para el Manejo y la Investigación de Inversiones (AIMR, por sus iniciales en inglés), se creó para formar y certificar

gerentes y analistas de inversiones y para sostener elevados estándares de conducta profesional. No obstante, el 82% de sus miembros trabaja en Norteamérica, mientras sólo el 8% lo hace en Asia y menos del 1% en América Latina.[2]

Actuarios

Tradicionalmente, los actuarios trabajan en las industrias de seguros y de prestaciones laborales, y en los sectores de beneficios de salud y retiro. Ellos hacen posible compartir y dispersar riesgos y, en una economía de mercados, ayudan a estabilizar el sistema financiero. Sin embargo, en los países en desarrollo son escasos los actuarios. La Asociación Actuarial Internacional (AAI), cuyos miembros son asociaciones actuariales de todo el mundo, está dedicada a la investigación, la educación y el desarrollo de la profesión y de las asociaciones actuariales. La AAI revisa e implementa las reglas para la acreditación de miembros individuales y recomienda pautas educativas y un currículo para una calificación actuarial internacionalmente reconocida. El cuadro 7.2 indica la gran disparidad en la disponibilidad de actuarios en los países de la muestra, en tanto que el cuadro 7.4 muestra el rigor del entrenamiento que se les exige a los actuarios.

Algunas economías tienen profesiones con el debido entrenamiento y regulación, y comúnmente han aceptado estándares empresariales que producen una fuerte estructura institucional. Pero los hechos relativos a la proliferación de las profesiones plantea cuestiones intrigantes. Específicamente, ¿por qué Hong Kong y Singapur tienen más profesionales del sector financiero per cápita que Japón y Corea? ¿Hace eso que sus economías sean más flexibles?

Unas economías tienen mejor infraestructura profesional que otras, debido a sus tradiciones legales –derecho consuetudinario frente a derecho civil. Los países donde prima el derecho consuetudinario –incluidos Australia, Canadá, Hong Kong, Singapur y Estados Unidos– fueron colonias británicas y, para responder a circunstancias cambiantes con el tiempo, dependen de jueces y jurados independientes, y de principios legales complementados por el derecho constituido por casos que han sentado precedentes. Los países con tradición de derecho civil –entre ellos Indonesia, Japón, Corea y las naciones latinoamericanas– dependen de códigos legales que contienen reglas muy específicas; por tanto, no son afectos a responder a las necesidades cambiantes de la economía. Éstos tienen que aprobar nuevas leyes referentes a avalúo de propiedades y regulación de nuevos productos financieros, por ejemplo los seguros. Las tradiciones legales afectan notablemente el desarrollo de las profesiones. De acuerdo con La Porta y otros (1998), hay una fuerte correlación negativa entre tradición de derecho civil y falta de

2 Una advertencia con respecto a la AIMR es que los analistas de otras regiones pueden optar por hacerse miembros de organizaciones domésticas.

CUADRO 7.4
EXIGENCIAS DE CALIFICACIÓN PARA ACTUARIOS EN PAÍSES SELECCIONADOS

País	Exigencias de calificación
Alemania	Exámenes, cursos universitarios
Argentina	Exámenes, cursos universitarios
Brasil	Programa universitario regular
Estados Unidos	Exámenes hechos por organismos de la industria
Finlandia	Exámenes hechos por organismos de la industria, exámenes del gobierno
Hungría	Grado universitario más 18 meses de práctica
India	Exámenes hechos por organismos de la industria
Japón	Exámenes hechos por organismos de la industria
México	Programa universitario regular
Reino Unido	Exámenes, cursos universitarios
Singapur	Exámenes hechos por organismos de la industria, programas universitarios regulares
Suecia	Programa universitario regular
Suiza	Grado universitario más un mínimo de tres años de experiencia profesional calificada, en línea con las pautas internacionales de Astin (miembro de la Asociación Actuarial Internacional)

Fuente: Asociación Actuarial Internacional.

profesiones, y también hay un respaldo y un impacto benéfico de las profesiones sobre el gobierno de la ley.

¿Qué puede hacerse? Se requiere esfuerzo en tres dimensiones: regulaciones para facilitar el crecimiento de las profesiones de servicios financieros, incentivos para que los individuos ingresen a esas profesiones, y apertura del sector financiero a la competencia extranjera. Los gobiernos necesitan jugar un papel activo en las tres áreas.

El propósito del régimen regulador es asegurar que los profesionales tengan niveles apropiadamente altos de competencia y destreza, que tengan integridad e independencia, y que se disponga de un procedimiento para manejar efectivamente la ejecución. Un régimen regulador efectivo instila credibilidad en estas profesiones.

Se necesita liderazgo y también fomentar las asociaciones profesionales de peritos, actuarios y expertos en insolvencia, entre otras profesiones. Entre tanto, los gobiernos pueden estimular el desarrollo de destrezas, contratando por fuera a profesionales licenciados del sector privado.

INCENTIVOS PARA EL CRECIMIENTO DE LAS IFNB

El capítulo 1 establece la contribución que las IFNB hacen al crecimiento económico. Éstas complementan a los bancos, llenando vacíos en el rango de los servicios bancarios y proveyendo servicios que, o son inapropiados para los bancos, o es ineficiente que los bancos los presten. Al especializarse en productos y sectores particulares y en procesamiento de información, las IFNB compiten con los bancos, forzándolos a ser más eficientes y sensibles a las necesidades de sus clientes. Históricamente, un fuerte sector de IFNB se ha asociado con un fuerte desarrollo financiero y económico. El problema es determinar los factores que causan el desarrollo o el subdesarrollo de IFNB.

Vittas (1997), Levine, Loayza y Beck (1999), y Demirgüç-Kunt y Levine (1999) dan algunas respuestas a esta pregunta.[3] El conocimiento derivado de estos tres estudios sugiere que los siguientes cuatro factores son los determinantes principales del crecimiento de IFNB:

- Nivel de ingresos y riqueza
- Desempeño macroeconómico
- Seguridad social
- Regulación.

Algunos de estos factores, como la influencia de la seguridad social pública en el crecimiento del sector privado de ahorros contractuales, están cubiertos en capítulos anteriores. Otros son relativamente autoexplicativos. Por ejemplo, en muchos países pobres, los bajos ingresos y la poca riqueza probablemente sean los factores dominantes que inhiben el surgimiento de IFNB fuertes. El problema más grande para muchas economías emergentes es si hay justificación para incentivos adicionales para estimular el crecimiento de IFNB, o si el diseño del sistema regulador es en sí mismo una ayuda o un impedimento para este crecimiento. Esta sección se concentra en cuestiones asociadas con incentivos de regulación y tributarios.

Incentivos de regulación

La regulación puede influir en el crecimiento de IFNB de dos maneras principales: a) una regulación represiva puede retardar el crecimiento de IFNB, y b) una regulación inapropiada o estructuras reguladoras mal diseñadas pueden estimular el crecimiento de IFNB por razones equivocadas, a menudo creando de ese modo incentivos para la arbitrariedad en regulación y para el surgimiento de problemas sistémicos imprevistos.

---

3 Las primeras tres subsecciones se basan principalmente en la obra de Vittas, en tanto que la última sección se basa en los tres estudios.

Regulación represiva

La regulación represiva puede tener una influencia negativa en el desarrollo de IFNB especialmente cuando grava (ya sea directa o indirectamente) las ganancias de las instituciones reguladas más fuertemente que las de sus competidores, o cuando impone restricciones de balance que constriñen el manejo de riesgos. Las restricciones de balance, a menudo impuestas en nombre de la prudencia, pueden inhibir particularmente el crecimiento de IFNB. Por ejemplo, en muchos países de Europa continental, históricamente la regulación ha restringido los fondos de pensiones y las compañías de seguros a inversiones en promesas tipo deuda, predominantemente en deuda gubernamental. De manera similar, hasta la década de 1980, las compañías de seguros australianas eran un mercado cautivo para bonos del gobierno. Irónicamente, en algunos países en desarrollo en los que las restricciones de inversión están menos orientadas hacia la deuda, el campo para inversiones más grandes sigue estando limitado por la regulación de la inversión en activos extranjeros, por razones de balanza de pagos.

La regulación represiva en este contexto incluye no solamente regímenes excesivos en materia de licencias, capitalización e inversiones, sino además situaciones en las que regulaciones relacionadas discriminan contra las IFNB. Por ejemplo, muchos países restringen las inversiones y la compra de servicios de transacciones por parte de los departamentos del gobierno, los fondos fiduciarios legales y otras agencias, a los productos y servicios ofrecidos por los bancos.

Regulación inapropiada y arbitraje regulador

Una regulación inapropiada o mal diseñada puede estimular el crecimiento de IFNB por las razones equivocadas. Durante los años 1970, la alta inflación, aunada con la excesiva regulación de los bancos, estimuló el crecimiento de instituciones no bancarias en todo el mundo como medio para evitar las regulaciones bancarias. Uno de los mayores incentivos para el desarrollo durante este período fue el uso generalizado de topes a las tasas de interés sobre préstamos, para los préstamos bancarios. Con topes para las tasas de interés y una inflación que crecía agudamente, la demanda de financiación por deuda (a menudo a tasas de interés real negativas) se disparó. En este ambiente, a las instituciones no bancarias les resultó atractivo atraer depositantes que dejaran los bancos e ingresaran en fondos a base de préstamos, a tasas no reguladas.

Durante este período, no solamente la financiación viró hacia las instituciones no bancarias, sino que además muchos bancos crearon subsidiarias no bancarias como un medio para obviar ellos mismos las regulaciones. Una consecuencia de la estructura de incentivos impuesta por los topes a las tasas de interés fue el traslado de préstamos de alto riesgo a subsidiarias no bancarias. En ausencia de una regulación prudencial compensadora de estas subsidiarias, en la búsqueda de mayo-

res retornos frecuentemente se ignoró la prudencia. La necesidad de que las IFNB asumieran mayores riesgos resaltó a medida que los bancos fueron progresivamente desregulados y empezaron a captar de nuevo la participación que habían perdido en el mercado.

El problema de conglomeración financiera y el campo que se abre para la arbitrariedad reguladora dentro de los conglomerados, han sido motivos de preocupación para mercados emergentes y desarrollados, por igual. La mejor manera de regular los conglomerados ha sido tema de debate entre reguladores nacionales, el Comité Basle y el Foro Conjunto de Reguladores Bancarios, de Títulos Valores y de Seguros. De hecho, como se señaló en el capítulo 2, el problema de los conglomerados ha sido uno de los motores de la reciente tendencia hacia la regulación integrada.

Muchas experiencias adversas entre los sistemas financieros desarrollados han propiciado este interés:

- El colapso del Barings Bank como resultado de negociaciones no autorizadas por parte de una subsidiaria en Singapur.
- El debilitamiento de los bancos japoneses debido a pérdidas sostenidas en compañías financieras subsidiarias.
- Los problemas del Deutsche Bank creados por pérdidas en su subsidiaria británica de títulos valores Morgan Grenfell.
- La pérdida del último banco estatal de Australia, el State Bank of Victoria, por pérdidas sostenidas en su subsidiaria bancaria de inversiones.

En todos los casos, el problema fue que pérdidas en compañías subsidiarias o relacionadas no reguladas o mal reguladas, pusieron en dificultades a la institución regulada.

En los mercados emergentes, los problemas asociados con arbitrariedad reguladora y conglomeración han sido similares a los de los mercados desarrollados, pero en muchos casos las consecuencias en términos de inestabilidad sistémica han sido mayores. Entre los incidentes específicos están los siguientes:

- El crecimiento y fracaso de compañías de *leasing* en Corea (*ver* capítulo 6).
- También en Corea, el crecimiento de compañías de seguros de vida como un sistema bancario secundario, en la década de 1990.
- El crecimiento de la industria de previsión de necesidades por fuera del sistema regulador, durante los años 1990, en Filipinas.[4]
- El fracaso de compañías financieras subsidiarias de bancos, en Tailandia, a finales de la década de 1990.

---

4 El mercado de previsión de necesidades en Filipinas cubre un rango de productos que aseguran la disponibilidad de fondos en el momento en que se necesiten, por ejemplo para educación y funerales.

En el corazón del problema de arbitrariedad reguladora –sea que surja a través de conglomerados o a través de instituciones competidoras que proveen esencialmente los mismos servicios bajo regímenes de regulación diferentes– está la presión ejercida sobre toda institución financiera para que maneje eficientemente su capital a fin de maximizar los retornos para los accionistas.

Esta presión no es inherentemente indeseable, puesto que las instituciones rentables son un alivio tanto para reguladores como para accionistas. Donde puede haber conflicto es en los diferentes perfiles de riesgo que el regulador y los accionistas pueden estar dispuestos a aceptar en aras de la rentabilidad. Esto plantea un dilema para los reguladores. Por una parte, ellos típicamente prefieren imponer regulaciones que sean sencillas de implementar y fáciles de entender. Por otra parte, las reglas sencillas inevitablemente crean incentivos distorsionados para la institución reguladora.

Al nivel más básico, las prohibiciones reguladoras sobre ciertas transacciones o tipos de negocios siempre crean un incentivo para obviar las regulaciones, asumiendo que el negocio prohibido sea potencialmente rentable. Este conflicto fue una de las motivaciones para que el Comité Basle sobre Banca introdujera el Acuerdo sobre Capital en 1988. El acuerdo trasladó el enfoque regulador bancario de la prescripción de los negocios que podían acometer los bancos, al permiso a los bancos de escoger sus propios negocios, donde el regulador impone mínimos de capital de acuerdo con el riesgo evaluado del negocio elegido. No obstante, a medida que los bancos se fueron sofisticando más en la evaluación de los riesgos asociados con diferentes tipos de negocios, la cruda clasificación de riesgos del acuerdo abrió, una vez más, oportunidades para la arbitrariedad reguladora, dado que las exigencias de capital y las gabelas de regulación internamente evaluadas, divergían. Este conflicto motivó, a su vez, la revisión fundamental del Acuerdo sobre Capital que se está haciendo actualmente.

El aspecto de este proceso que da más seguridad es que, a medida que las instituciones financieras se han tornado más sofisticadas, los reguladores han podido confiar más en los procesos internos de manejo de riesgos de la institución, en sustitución de normas reguladoras mecánicas. Este proceso ya lo han aplicado los reguladores bancarios y algunos reguladores de seguros en la evaluación de riesgo comercial. Dentro de este enfoque, el regulador traslada su centro de atención de la evaluación de los riesgos en la institución a la evaluación de los sistemas de manejo de riesgos propios de la institución. Si bien esta tendencia al final puede resolver el conflicto entre los objetivos de reguladores y de regulados, lo más probable es que aún quede un largo camino por recorrer, partiendo de los problemas inmediatos de los reguladores en los mercados emergentes.

La principal lección de estas experiencias para los mercados emergentes es que el crecimiento de las IFNB que se estimula mediante arbitrariedad reguladora, es potencialmente peligroso para la estabilidad sistémica y potencialmente costoso en términos de fracaso financiero. Hasta que las instituciones financieras desa-

rrollen su propio manejo sofisticado de riesgos, hay una gran necesidad de acometer lo siguiente:

- Asegurar que las instituciones financieras que proveen esencialmente los mismos productos sean reguladas esencialmente de la misma forma.
- Asegurar que el marco regulador sea suficientemente flexible para que las nuevas instituciones y productos no puedan evitar la regulación sencillamente mediante su elección de etiqueta.
- Asegurar que la regulación de los diversos componentes de los conglomerados sea congruente y de apoyo.
- Crear una estructura reguladora en la que por lo menos un regulador tenga la responsabilidad general de los conglomerados financieros.

Incentivos tributarios

El crecimiento de las IFNB es particularmente sensible al tratamiento tributario discriminatorio. En Australia, por ejemplo, sociedades amistosas tenían una larga historia como sociedades de autoayuda mutua. Casi todas estaban socialmente orientadas y fundamentalmente involucradas en la industria farmacéutica. Las que participaban en financiación se limitaban básicamente a áreas menores de los seguros, como la de servicios funerarios. Gracias a su estructura mutual y su enfoque social, disfrutaban del estatus de exentas de impuestos. En los años setenta, con la creciente demanda por fuera del sector fuertemente regulado de la banca, varias de estas instituciones empezaron a ofrecer productos financieros que explotaban su estatus de exentas de impuestos, lo que les daba una ventaja competitiva sobre sus competidoras más convencionales. Al cabo de un corto período, se convirtieron en miembros sustanciales de la industria de ahorros contractuales, ofreciendo bonos de ahorro libres de impuestos que competían con otras inversiones gravadas. Sin embargo, las razones de su existencia como financieras se contrajeron severamente cuando el gobierno acabó por quitarles el estatus tributario preferencial.

Los incentivos tributarios también ejercen una fuerte influencia en el crecimiento de los fondos de pensiones privados y las compañías de seguros. Casi todos los gobiernos ofrecen como mínimo alguna concesión tributaria para los ahorros a largo plazo a través de estos medios. En muchos casos, el incentivo actúa de acuerdo con la intención, estimulando los ahorros y proveyendo para la formación de capital a largo plazo. Pero en algunos casos también se abusa de ellos. Por ejemplo, en países donde el registro de programas de pensiones privados y las reglas de gobierno asociadas son relativamente laxos, los individuos pueden explotar el incentivo tributario sin perder el control de sus fondos, invirtiendo en el plan de pensiones y tomando luego en préstamo los fondos para otros propósitos. Aunque estas actividades no necesariamente perjudican la esta-

bilidad sistémica, sí pueden promover una falsa impresión de ahorros y crecimiento del sector de IFNB. Al mismo tiempo, el ingreso tributario que se deja de percibir puede ser costoso para el presupuesto del gobierno.

La principal lección de la experiencia es que los incentivos tributarios pueden ser incentivos genuinos para el crecimiento de IFNB. Pero para alcanzar su propósito sin producir efectos colaterales indeseables, es necesario que los incentivos tributarios vayan acompañados de regulaciones estrictas, diseñadas para evitar el abuso.

Papel de la competencia extranjera

El papel apropiado de la competencia externa en el desarrollo del sector financiero es un tema ampliamente debatido. Los aspectos positivos de permitir el ingreso de extranjeros a varias áreas del sistema financiero son muchos:

- *Acceso a experticia extranjera*. Esto es particularmente importante en áreas altamente técnicas en que las destrezas locales todavía no estén suficientemente desarrolladas. De hecho, la falta de experticia es uno de los principales obstáculos para el desarrollo financiero en los mercados emergentes. Los participantes extranjeros ayudan no solamente a servir de puente sobre el vacío de experticia, sino también a entrenar y mejorar las destrezas de la población local.

- *Acceso a capital extranjero.* Este suele ser otro obstáculo de primer orden para el desarrollo de un sector de IFNB sólido. Los mercados emergentes a menudo carecen de una base amplia de inversionistas para capitalizar las IFNB. Estando el capital local fuertemente retenido en manos de una pocas compañías o familias acaudaladas, la alternativa al capital extranjero suele ser la excesiva concentración de la propiedad de las instituciones financieras. Esto, a su vez, puede crear problemas asociados con manipulación interna de los poseedores de información de primera mano, falta de transacciones a una distancia prudencial con la industria, y corrupción.

- *Riesgos compartidos con participantes extranjeros.* Si surgen problemas en el sistema financiero, los socios en patrimonios sociales extranjeros pueden compartir cualesquiera pérdidas involucradas.

- *Competencia.* En muchos mercados emergentes, la escasez de capital y de destrezas con frecuencia tiene como resultado un alto grado de concentración del mercado, especialmente entre las grandes instituciones. El hecho de que las instituciones domésticas requieran tiempo para crecer significa

que, en muchas situaciones, el ingreso de extranjeros sea la única fuente de competencia efectiva entre instituciones financieras. En algunos casos, por ejemplo en el de la industria bancaria australiana a principios de los años 1980, la sola amenaza de ingreso extranjero puede ser suficiente para incrementar la competitividad del mercado doméstico.

Aunque son muchos los aspectos positivos de estimular el ingreso de extranjeros al sistema financiero de los mercados emergentes, también hay en ello algunas desventajas. La mayor preocupación de casi todos los gobiernos es que los competidores externos estén tan avanzados con respecto a las instituciones locales, que éstas nunca alcancen el tamaño comercial necesario para ser competitivas. También existe la preocupación de que las firmas extranjeras puedan emplear fundamentalmente a residentes extranjeros, resultado de lo cual sería que el empleo de residentes locales en la industria podría caer y la transferencia de destrezas que se buscaba podría no ocurrir. Estas preocupaciones son legítimas y es necesario equilibrarlas con los beneficios asociados con la competencia extranjera. Pese a estas desventajas potenciales, varios países, incluidos Nueva Zelanda y Argentina, han abrazado el dominio extranjero de varios sectores del sistema financiero, en los que la experticia o el capital local era inadecuado para proveer los servicios financieros que necesitaba la economía.

La mezcla apropiada de competencia extranjera y doméstica puede variar de un sector a otro de la industria. Hay buenas razones para permitir el ingreso de extranjeros a la industria de seguros, incluso antes de que surja una industria doméstica. La necesidad de participantes extranjeros se debe, en parte, al importante papel que juega la transferencia de riesgos en la conducta eficiente del comercio, y en parte a las destrezas especializadas necesarias para desempeñar efectivamente este papel.

Como quiera que sea, en general la oportunidad y la medida conveniente de ingreso extranjero a diversas industrias del sector de IFNB es cuestión de juicio crítico. Mientras mayor sea el deseo de desarrollo económico y eficiencia financiera, mayor será la justificación para el ingreso de extranjeros. Sin embargo, normalmente es positivo para los intereses del país asegurar que la participación extranjera ocurra en un ambiente conducente al desarrollo de una industria doméstica capaz de competir en condiciones de igualdad con firmas extranjeras.

Papel de la prestación gubernamental de servicios financieros no bancarios

El argumento para la prestación gubernamental de servicios financieros no bancarios es similar en muchos aspectos a la de la participación de extranjeros. Cuando hay escasez de capital del sector privado para la creación de instituciones

financieras domésticas de una escala eficiente, el gobierno puede proveer este capital para favorecer los intereses de la población en general. Lo mismo es válido cuando hay capital privado disponible pero su propiedad corresponde a un círculo demasiado estrecho para satisfacer los requerimientos de independencia del sector comercial con el cual las instituciones financieras van a hacer negocios. De este modo, el gobierno es una alternativa a las instituciones financieras como fuente de capital. Esta justificación para la propiedad gubernamental, que a menudo es rechazada con demasiada rapidez en el caso de empresas comerciales, puede sostenerse más fácilmente con respecto al sector financiero, debido a su importancia para el crecimiento y el bienestar económicos. Sin embargo, las implicaciones de la propiedad pública son significativas.

A diferencia de la participación extranjera, la propiedad gubernamental de empresas financieras no hace nada por resolver la escasez de destrezas financieras dentro de la comunidad. De hecho, las empresas de propiedad pública son notablemente ineficientes. Sin presión de accionistas, rara vez desarrollan las destrezas o las eficiencias de desempeño de las empresas de propiedad privada. Lo que es más importante, si hay problemas en la industria, la propiedad gubernamental no hace nada por distribuir la carga de pérdida con no residentes. Por el contrario, distribuye el costo del fracaso entre la comunidad entera. La propiedad pública confiere una garantía pública implícita sobre los productos que provee. En el caso de los servicios financieros, esto no solamente destruye el espectro natural de riesgo entre los productos financieros, sino que además confiere una ventaja injusta a servicios financieros prestados por el sector público, la cual puede inhibir el desarrollo de un sector alternativo viable.

A veces se considera políticamente atractivo usar la propiedad gubernamental de instituciones financieras como un vehículo para políticas sociales, como adquisición de vivienda y préstamos subsidiados. El atractivo radica en el hecho de que estos subsidios se mantienen por fuera del presupuesto. Sin embargo, el atractivo es meramente político. No se gana nada en eficiencia con la entrega de objetivos sociales a través de instituciones financieras de propiedad gubernamental, en comparación con otros métodos más transparentes. De hecho, el potencial para que las políticas sociales interfieran en la determinación normal de costos y precios de servicios financieros competitivos crea una pérdida de eficiencia.

Estas distorsiones y las pérdidas de eficiencia asociadas con la propiedad pública de instituciones financieras, han sido vistas desde hace tiempo como una fuente de perjuicio sistémico potencial. En un estudio para el Fondo Monetario Internacional, García (1996) examina el papel de la propiedad pública en 18 fracasos bancarios en una serie de países, incluidos mercados tanto desarrollados como emergentes. De los 18 fracasos, 13 se produjeron en países con un alto nivel de propiedad y control estatales de las instituciones financieras. Aunque esas fallas se dieron por diversas razones, incluidas falla de regulación, falta de competencia y deficiencias de gobierno interno, la propiedad estatal contribuyó a los proble-

mas en todos los casos y fue el factor común que compartieron la mayoría de éstos.

Por estas razones, en el mejor de los casos la propiedad pública de instituciones financieras tiene un papel limitado que jugar en el desarrollo de IFNB. Cuando tiene ese papel –por ejemplo, en una industria aseguradora embrionaria en la que el capital local es insuficiente y el extranjero no está dispuesto a aceptar los riesgos involucrados hasta tanto la economía no esté mejor establecida–, hay razones poderosas para remplazar la propiedad pública por propiedad privada tan pronto como el mercado pueda sostenerse.

IMPORTANCIA DEL GOBIERNO DEL SECTOR PÚBLICO

Un componente clave de un sistema regulador sólido es un cimiento fuerte de gobierno corporativo. Una de las principales herramientas de la regulación de integridad en el mercado es la institución de reglas de gobierno corporativo para minimizar la probabilidad de comercio interno y manipulación del mercado. Igualmente, la regulación prudencial depende muchísimo de un fuerte gobierno interno para evitar el fraude y asegurar que las promesas difíciles puedan cumplirse. Pero otro aspecto del gobierno es igualmente crucial para el funcionamiento efectivo del sistema financiero: el gobierno del sector público. Es sorprendente que sólo en los últimos tiempos esta importante área haya empezado a recibir la atención que merece.

La importancia señalada del gobierno del sector público radica en dos proposiciones fundamentales: la primera, que un débil gobierno del sector público conduce a un desempeño económico y financiero deficiente, y la segunda, que sin un gobierno fuerte del sector público, será inalcanzable un gobierno corporativo efectivo en el sector financiero. Las evidencias de estas afirmaciones son todavía muy subjetivas, pero están creciendo, y las que se tienen respaldan fuertemente ambas proposiciones.

Gobierno interno y desempeño

De acuerdo con Kaufmann, Kraay y Zoido-Lobaton (2000: 10), el gobierno del sector público puede definirse como

> las tradiciones e instituciones que determinan la forma en que se ejerce la autoridad en un país en particular. Esto incluye (1) el proceso por el cual los gobiernos son seleccionados, responsabilizados, controlados y remplazados; (2) la capacidad de los gobiernos para manejar eficientemente los recursos y formular, implementar y ejecutar políticas y regulaciones sólidas, y (3) el respeto de los ciudadanos y del Estado por las instituciones que rigen las interacciones económicas entre ellos.

Un amplio rango de organizaciones internacionales y comerciales, incluidas agencias de calificación de riesgos, organizaciones multilaterales, grupos de especialistas y organizaciones no gubernamentales, producen medidas cualitativas del ejercicio del gobierno. Algunas de estas medidas se basan en encuestas a observadores imparciales (desde los que negocian con los países involucrados hasta los que observan sencillamente desde lejos), en tanto que otras se basan en encuestas internas (a individuos, empresas y expertos dentro de los países involucrados). Más recientemente el Banco Mundial, en cooperación con el Banco Europeo de Reconstrucción y Fomento, el Banco Interamericano de Desarrollo y el Instituto Harvard para el Desarrollo Internacional, comenzó una encuesta mundial de firmas que ha empezado a producir muchos más datos cuantitativos.

Las medidas existentes se centran principalmente en seis aspectos generales del ejercicio del gobierno: voz y contabilidad, inestabilidad política y violencia, efectividad del gobierno, carga reguladora, estado de derecho y control de la corrupción. Como observan Kaufmann, Kraay y Zoido-Lobaton, pese al amplio rango de fuentes, las medidas producidas son sorprendentemente coherentes en sus evaluaciones acerca del ejercicio del gobierno. En particular, ellos señalan el desconcertante consenso entre las evaluaciones de las agencias de calificación de riesgos y las de las empresas y ciudadanos dentro de los países.

Utilizando un "modelo de componentes no observados" para analizar las diversas medidas del ejercicio del gobierno, Kaufmann, Kraay y Zoido-Lobaton concluyen que el buen gobierno está fuertemente correlacionado con mejor desarrollo económico. Encuentran también un efecto causal de gobierno mejorado a mejores resultados de desarrollo. Esta relación causal va en contra de la frecuente sugerencia de que el buen gobierno es un bien superior; es decir, que los gobiernos más ricos están en mejor capacidad para darse el lujo de un buen gobierno.[5] Aunque su trabajo todavía está en las primeras etapas, la magnitud de los efectos que encuentran es significativa. Por ejemplo, sugieren (Kaufmann, Kraay y Zoido-Lobaton, 2000:12):

> Un mejoramiento de una desviación estándar en el estado de derecho, del bajo nivel prevaleciente en Rusia al nivel "intermedio" de la República Checa, o, alternativamente, una reducción de la corrupción del muy alto nivel prevaleciente en Indonesia al bajo nivel de Corea, conduce a un incremento de entre el doble y el cuádruple del ingreso per cápita, a un descenso de magnitud similar en las tasas de mortalidad infantil y a un mejoramiento de 15 a 25 puntos porcentuales en los niveles de alfabetismo.

5 De haber sido así, la relación causal habría ido de mejor desarrollo económico a mejor gobierno, no a la inversa.

Aun cuando los dividendos derivados de un ejercicio mejorado del gobierno del sector público sean apenas una fracción de estas estimaciones, la justificación económica para el mejoramiento sigue siendo irresistible.

Relación entre gobierno público y corporativo

La justificación primordial para afirmar que un ejercicio deficiente del gobierno del sector público inhibe el buen gobierno del sector privado, radica principalmente en la lógica de que el sector privado toma su mano del sector público. Más concretamente, para que un sector público corrupto obtenga utilidades de sus acciones, el sector privado tiene que proveer los pagos. Sería ilógico sugerir que el sector corporativo pudiera comportarse corruptamente en sus tratos con el sector público y, al mismo tiempo, permanecer incorruptible en sus tratos internos. Es improbable que la mera existencia de leyes estrictas de gobierno corporativo destierre a las firmas que son utilizadas para "comprar" resultados legales de un sector público corrupto. La misma línea de pensamiento sugiere que sería ilógico que la corrupción fuera rampante en el sector no financiero, dejando inmaculado al sector financiero. En últimas, la corrupción comienza en la cima y engendra corrupción en todo el sistema.

En un estudio reciente, Hellman, Jones y Kaufmann (2000) analizan la relación entre firmas y gobiernos en economías en transición. Ellos arguyen que es necesario pasar más allá de la visión tradicional, unidimensional, de la corrupción, en la que funcionarios públicos monopolizan los retornos para la corrupción. Sugieren una forma alternativa en la que las firmas buscan capturar a los funcionarios y compartir con ellos los retornos de la colusión. Distinguen tres tipos de relaciones corruptas entre firmas y gobierno: en primer lugar, captura del Estado, en la que la firma controla las reformas legales y reguladoras para su propio beneficio, mediante pagos ilícitos al gobierno; en segundo lugar, influencia, en la que la firma alcanza los mismos resultados sin necesidad de pagos ilícitos, simplemente debido a su tamaño o relación especial con el gobierno (por ejemplo, propiedad o negocios repetidos); y corrupción administrativa, en la que la firma hace pagos ilícitos a funcionarios públicos para distorsionar los resultados a los que están destinadas las normas y políticas públicas (por ejemplo, resultados legales).

Ellos encuentran que las firmas influyentes y captoras crecen a una "tasa sustancialmente más rápida que las demás firmas" (Hellman, Jones y Kaufmann, 2000: 4). No obstante, también encuentran que los retornos del comportamiento corrupto para estas firmas solamente son significativos en países altamente corruptos. En otras palabras, cuando los gobiernos tienen un nivel bajo de corrupción, los retornos del comportamiento corrupto de las firmas son, en promedio, cero o negativos.

Hay varias implicaciones en el trabajo de estos autores:

- La corrupción es un proceso de doble vía; requiere complicidad de los sectores tanto público como privado.
- Para las firmas involucradas en comportamiento corrupto, las ganancias son máximas cuando hay al mismo tiempo un alto nivel de corrupción del sector público y beneficios potenciales significativos en el hecho de controlar la formulación de regulaciones o la implementación de las mismas, lo que sugiere que es muy improbable que el sector financiero esté libre de corrupción en países donde la corrupción del sector público es alta.
- Mejorar el ejercicio del gobierno del sector público es una piedra fundamental para que haya alguna esperanza de implementar un sistema de gobierno corporativo fuerte.

Importancia de secuenciar las reformas

La reciente crisis asiática destacó la importancia de la secuencia de las reformas. La sabiduría prevaleciente es que, en muchos de los países afectados, la apertura financiera estuvo a la cabeza de las reformas de regulación necesarias para respaldar sistemas cuya exposición a mercados externos era sustancial. La cuestión es si hay también necesidad de secuenciar las propias reformas reguladoras.

Puede afirmarse que no hay ninguna secuencia de reformas reguladoras que sea la mejor. Aunque en teoría podría trazarse una secuencia ideal para un país a partir de cero, en la práctica ningún país tiene una base de cero. Cada uno tiene una estructura reguladora existente y enfrenta un conjunto particular de problemas de regulación en cada punto en el tiempo.

Si bien toda situación tiene sus propias características únicas, priorizar los diversos elementos de la regulación puede proveer una guía útil para cualquier país que esté buscando secuenciar sus propias reformas particulares, ya se trate de reformas del sector financiero en general o de las IFNB en particular.

Las siguientes subsecciones presentan algunos principios generales y prioridades que pueden ser relevantes en la gran mayoría de las situaciones.

Las regulaciones de soporte deben ir primero

Las regulaciones de soporte constituyen el fundamento básico sin el cual las regulaciones de nivel más alto suelen no operar efectivamente. De manera que las reformas que se concentran en las agencias reguladoras antes de establecer estos fundamentos pueden resultar decepcionantes. Por encima de todo, entre estas regulaciones de soporte están las reglas contables y la infraestructura legal, in-

cluidas la regulaciones que establecen los poderes de los reguladores así como los derechos de propiedad y la ejecución de contratos.

Aunque en algunos países el regulador de integridad en el mercado administra tanto las reglas contables como las de revelación de información, conceptualmente éstas son muy distintas. Las reglas de revelación de información determinan qué información debe dársele a la comunidad; las contables determinan la naturaleza y calidad de esa información.

Ya en este capítulo se hizo hincapié en la importancia de los fundamentos legales. En muchas áreas de la regulación financiera, el énfasis está en forzar a las instituciones a cumplir las promesas que hacen a quienes negocian con éstas y defender sus reclamaciones. Sin leyes sólidas que rijan los derechos de propiedad y la ejecución de los contratos, las intensiones del regulador pueden desvanecerse. Una de las partes más importantes de la legislación de soporte es una ley fuerte para las corporaciones, que estipule principios de buen gobierno corporativo y duros castigos por la violación de los mismos en toda la comunidad corporativa.

Una fuerte legislación de soporte es particularmente importante para la efectividad de los reguladores prudenciales. Por ejemplo, independientemente de los esfuerzos del regulador prudencial, la seguridad y solidez de las instituciones receptoras de depósitos depende, en últimas, de la seguridad y solidez de las empresas a las cuales éstas extienden créditos. Si la legislación de soporte no provee un marco legal y ético que estimule prácticas empresariales prudentes y honestas, proteja los derechos de propiedad e imponga revelación pública de la información relevante, tanto las instituciones financieras como el regulador tienen efectivamente las manos atadas.

Por último, la regulación prudencial típicamente le exige al regulador operar dentro del marco legal establecido por las piezas individuales de legislación que cubren a los grupos institucionales que se están regulando prudencialmente. Las flaquezas en estas leyes para la industria, especialmente las incoherencias entre ellas y la ley que da poder al regulador, pueden debilitar la efectividad de éste.

Las destrezas y el compromiso en materia de regulación son cruciales

Las destrezas y el compromiso en materia de regulación pesan más que la estructura reguladora. Independientemente del énfasis que últimamente se le ha dado a la reforma de las estructuras reguladoras, sin destrezas y compromiso reguladores, hasta la estructura mejor diseñada puede fracasar.

Uno de los desafíos más grandes que enfrentan los reguladores es mantenerse al ritmo de las innovaciones que tienen lugar en los mercados financieros, y de las consecuentes demandas que se le hacen al personal para que apruebe ciertas acciones o ajuste las reglas para estar a la par con el cambio. Ser capaz de entender la diferencia entre una innovación que incrementa el riesgo o evade la intención

de una regulación existente, y una que incrementa la eficiencia del mercado, suele implicar destrezas financieras avanzadas. Ser capaz de escudriñar datos parciales, ya sea en el sitio o fuera del sitio, y detectar problemas antes de que surjan, son destrezas que necesita todo regulador. Ser capaz de dejar a un lado los conflictos territoriales con otros reguladores y las dificultades personales que pueden presentarse con el personal de las instituciones reguladas, y mantener en todo momento la concentración en los objetivos generales de la regulación, exige un nivel de compromiso al que todo regulador aspira pero pocos logran alcanzar alguna vez.

El punto es que es la gente la que hace que los reguladores funcionen. La estructura reguladora puede ayudar mucho, reduciendo los conflictos de incentivos y eliminando vacíos y traslapos. Pero, en últimas, el éxito de un regulador para alcanzar sus objetivos depende decisivamente de la calidad de la gente que emplee.

No extender demasiado la red prudencial

Trazar las fronteras alrededor de las instituciones que ameritan regulación prudencial es uno de los pasos más importantes del diseño de un sistema regulador eficiente. Como se discutió en el capítulo 2, la regulación prudencial es fundamentalmente diferente de las demás formas de regulación. Las instituciones financieras reguladas prudencialmente son casi siempre más estables que las no reguladas (asumiendo que la regulación sea efectiva). Al mismo tiempo, casi siempre son menos eficientes y menos innovadoras que las no reguladas. Este resultado es una consecuencia inevitable de la naturaleza entremetida y preventiva de la regulación prudencial.

El desarrollo de un sector financiero no bancario innovador, exige que la red de regulación prudencial encierre tan pocas instituciones de este sector como sea posible. Cuando las instituciones hacen promesas financieras que tienen una calificación alta en las tres características –difícil de entender, difícil de evaluar y causante de gran adversidad en caso de fallar–, tiene que considerarse la regulación prudencial. Pocos discutirían, por ejemplo, que se justifica alguna forma de regulación prudencial en el caso de las promesas de seguros. Pero más allá de los seguros, la justificación es menos apremiante.

Extender la red prudencial más allá de lo justificado puede ser costoso. No solamente la regulación prudencial es intensiva en recursos, sino que además puede generar un costo adicional, en caso de que se extiendan a estas instituciones redes explícitas o implícitas de seguridad. Esto impone una obligación futura potencial al gobierno y puede reducir la eficiencia, si la red de seguridad no está bien diseñada (y no atiende al problema de riesgo moral).

Una fuerte regulación de integridad en el mercado y de competencia debe proveer suficiente supervisión reguladora para la mayoría de la IFNB ajenas a los seguros.

Ninguna estructura reguladora es buena para todos

Al reformar una estructura reguladora es crucial que el marco sea apropiado para la situación particular. Hay mucho que aprender de la experiencia de los demás. Al mismo tiempo, la situación del país es por lo menos un poco diferente de la de otros, sea que la diferencia provenga de un entorno cultural que estimula o desalienta un tipo particular de institución o actividad financiera, o de la etapa particular de desarrollo.

La estructura reguladora apropiada para un sistema financiero en el que las IFNB ya estén creciendo fuertemente, puede ser distinta de la apropiada para uno en el que las IFNB apenas estén comenzando a surgir. La aplicabilidad del ingreso extranjero puede ser diferente en un sistema que acaba de perder la mayoría de un conjunto particular de intermediarios debido a un fracaso, que en uno en el que esas instituciones estén apenas encontrando su talla.

En general, es preferible considerar las reformas reguladoras durante un período de relativa estabilidad financiera. La estabilidad permite que estos aspectos de apropiación a la situación particular se contemplen detenida e íntegramente. Cuando las reformas tienen lugar en tiempos de crisis, existe la tendencia a agarrarse de la última moda reguladora como solución a los problemas del último año, no como una prevención contra los problemas del año próximo.

Introducir las reformas de a un paso a la vez

Los buenos sistemas reguladores no se construyen de la noche a la mañana. Casi todos los de los mercados desarrollados son el producto de décadas o más de evolución. En su gran mayoría, han sufrido reformas periódicas en respuesta a crisis que han sacado a flote debilidades en sus fundamentos, enfoque o estructura. Algunas de esas reformas han necesitado años para arraigarse, en tanto que otras han requerido un continuo refinamiento. Dichos sistemas reguladores desarrollados han tenido el lujo de contar con tiempo para forjar su base de destrezas y para aprender de sus errores y de los errores de los demás. Y la mayoría de sus diseñadores coincidiría en que todavía queda mucho por aprender y más reformas por experimentar.

Es importante ser realistas acerca de lo que puede esperarse de las reformas reguladoras y, en particular, de la velocidad a la que pueden esperarse los beneficios de la regulación. Por ejemplo, puede ser intelectualmente atractivo aplicar un enfoque regulador complejo, basado en los riesgos y centrado en modelos internos, a una industria de seguros que todavía esté en su infancia; pero ello sería contraproducente para el desarrollo y la estabilidad de la industria. Una secuencia más realista sería por etapas y podría incluir los siguientes pasos:

- Establecimiento inicial de fundamentos contables y legales.
- Imposición de una sencilla exigencia de solvencia, mientras la industria desarrolla las destrezas actuariales y contables para poder pasar a una regla más compleja de solvencia basada en la evaluación actuarial de los pasivos.
- Subsecuente introducción de exigencias de capital basadas en los riesgos, por riesgos comerciales y crediticios.
- Introducción de una opción de modelos internos, una vez que la industria y el regulador estén suficientemente calificados para implementarla y controlar los riesgos involucrados.

Una secuencia como ésta puede tomarse una década o más. Aunque los puristas puedan sentirse frustrados con la aparente falta de progreso de un enfoque por etapas, es importante que tanto la industria como el regulador tengan tiempo para aceptar cada etapa del desarrollo antes de pasar a la siguiente. En últimas, cada reforma que fortalece el sistema regulador agrega un ladrillo más a los cimientos de una economía que con el tiempo será fuerte.

Referencias bibliográficas

La palabra "procesado" describe documentos producidos informalmente, que pueden no encontrarse en las bibliotecas en general.

Advisory Group on Best Practices for Fund Directors, Investment Company Institute. 1999. "Enhancing a Culture of Independence and Effectiveness". Informe del Grupo Asesor sobre Prácticas Óptimas para Directores de Fondos, Investment Company Institute, 24 de junio. Procesado.

Ayala, Ulpiano. 1996. *The Savings Impact of the Mexican Pension Reform.* Documento explicativo del Banco Mundial. Washington, D.C.: Banco Mundial.

Balino, Tomas J. T. y Ángel Ubide. 1999. "The Corean Financial Crisis of 1997: A Strategy of Financial Sector Reform". Documento de trabajo WP/99/28. Fondo Monetario Internacional y Departamento de Asuntos Bursátiles, Washington, D.C., marzo. Procesado.

Banco Mundial. 1998. *Global Development Finance, 1998*. Washington, D.C.

Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional. 2001. *Developing Government Bond Markets: A Handbook.* Washington, D.C.

Bateman, Hazel y John Piggott. 1998. "Mandatory Retirement Saving in Australia". *Annals of Public and Cooperative Economics 69* (4):547–69.

Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt y Ross Levine. 1999. "A New Database on Financial Development y Structure". Investigación sobre políticas, Documento de trabajo 2146. Banco Mundial, Grupo de Investigación sobre Desarrollo, Washington, D.C., junio. Procesado.

Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey y Christian Lundblad. 2001. "Does Financial Liberalization Spur Growth?" Documento de trabajo NBER 8245. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass., abril. Procesado.

Black, Bernard S. 2001. "The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms". *Emerging Markets Review* 2: 89–108.

Catalan, Mario, Gregorio Impavido y Alberto R. Musalem. 2000. "Contractual Savings or Stock Market Development: Which Lead?" *Journal of Applied Social Studies 120* (3):445–87.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov y Daniela Klingebiel. 2000. *Stock Markets in Transition Economies.* Sector Financiero, Documento explicativo 5. Washington, D.C.: Banco Mundial, Grupo de Estrategia y Política del Sector Financiero, septiembre.

Claessens, Stijn y Daniela Klingebiel. 1999. "Alternative Frameworks for Providing Financial Services". *Investigación sobre políticas*, Documento de trabajo 2189. Banco Mundial, Grupo de Estrategia y Política del Sector Financiero, Washington, D.C., septiembre. Procesado.

Coffee, John C. Jr. 2001. "The Coming Competition among Securities Markets: What Strategies Will Dominate?" Documento de trabajo 192. Columbia Law School, Center for Law and Economic Studies, Nueva York, septiembre. Procesado.

Committee of Inquiry into Non-Bank Financial Institutions and Related Financial Processes in the State of Queensland. 1990. "Report of the Committee of Inquiry into Non-Bank Financial Institutions and Related Financial Processes in the State of Queensland". Brisbane, Australia. Procesado.

Corporación Financiera Internacional. 1996. *Leasing in Emerging Markets.* Serie Lecciones de la Experiencia. Washington, D.C.

_____. 1999. *Emerging Stock Markets Factbook 1999.* Washington, D.C.

Courtis, Neil, ed. 1999. *How Countries Supervise Their Banks, Insurers, and Securities Markets.* Londres: Central Banking Publications.

Dalla, Ismail y Deena Khatkhate. 1996. "The Emerging East Asian Bond Market". *Finance and Development 33* (1, marzo):11–13.

Demirgüç-Kunt, Asli y Ross Levine. 1999. "Bank-based and Marketbased Financial Systems: Cross-Country Comparisons". Banco Mundial, Grupo de Investigación para el Desarrollo, Washington, D.C. Procesado.

Demirgüç-Kunt, Asli y Vojislav Maksimovic. 1998. "Law, Finance, and Firm Growth". *Journal of Finance 33* (6, diciembre):2107–37.

Edey, Malcolm y Brian Gray. 1996. *The Evolving Structure of the Australian Financial System.* Documento explicativo de investigación 9605 (Australia). Sidney: Reserve Bank of Australia, octubre.

Famighetti, Robert. 1995. *World Almanac and Book of Facts 1996.* Nueva York: St. Martin's Press, noviembre.

Financial System Inquiry (Australia). 1996. *Australian Financial System Inquiry Discussion Paper.* Canberra: Commonwealth de Australia, Australian Government Publishing Service, noviembre.

_____. 1997. *Australian Financial System Inquiry Final Report.* Canberra: Commonwealth de Australia, Australian Government Publishing Service, marzo.

Fleming, Michael. 2000. Exposición hecha en el taller sobre Instituciones Financieras no Bancarias: Desarrollo y regulación, Banco Mundial, Washington, D.C., 31 de enero. Procesado.

Foro Económico Mundial y Centro para el Desarrollo Internacional, Universidad de Harvard. 2000. *The Global Competitiveness Report 2000.* Nueva York: Oxford University Press.

García, Gillian G. 1996. "Deposit Insurance: Obtaining the Benefits and Avoiding the Pitfalls". Documento de trabajo WP/96/83. Fondo Monetario Internacional y Departamento de Asuntos Bursátiles, Washington, D.C., agosto. Procesado.

Gompers, Paul A., Joy L. Ishii y Andrew Metrick. 2001. "Corporate Governance and Equity Prices". Documento de trabajo NBER 8449. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass., agosto. Procesado.

Greenspan, Alan. 1999a. "Do Efficient Financial Markets Mitigate Financial Crises?" Discurso pronunciado ante la Conferencia sobre Mercados Financieros, del Banco de la Reserva Federal de Atlanta, Sea Island, Ga., 19 de octubre. Disponible en www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1999/19991019.htm. Procesado.

_____. 1999b. "Lessons from the Global Crises". Observaciones presentadas ante el Grupo Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional, Programa de Seminarios, Washington, D.C., septiembre 27. Procesado.

Hellman, Joel S., Geraint Jones y Daniel Kaufmann. 2000. "Seize the State, Seize the Day: State Capture, Corruption, and Influence in Transition". Investigación sobre políticas, Documento de trabajo 2444. Banco Mundial, Instituto Banco Mundial, Grupo para el Sector Público, División de Gobierno, Regulación y Finanzas y Región de Europa y Asia Central, Washington, D.C.; Banco Europeo de Reconstrucción y Fomento, Jefatura de Economía, Londres, septiembre. Procesado.

Herring, Richard J. y Robert E. Litan. 1995. *Financial Regulation in the Global Economy.* Washington, D.C.: Brookings Institution Press.

Herring, Richard y Anthony M. Santomero. 1999. "What Is Optimal Financial Regulation?" Universidad de Pennsylvania, Wharton School, Filadelfia, septiembre. Procesado.

Holzmann, Robert. 1996. "On Economic Usefulness and Fiscal Requirements of Moving from Unfunded to Funded Pensions". Documento de trabajo. Universidad de Saarland. Procesado.

Iglesias, Augusto y Robert J. Palacios. 2000. "Managing Public Pension Reserves. Part 1: Evidence from the International Experience". Banco Mundial, Washington, D.C., enero. Procesado.

James, Estelle. 1997. "Pension Reform: Is There an Efficiency-Equity Trade-Off?" Documento preparado para la conferencia sobre Crecimiento Reductor de la Desigualdad en las Economías de Mercados de América Latina, Banco Mundial, Washington, D.C., enero. Procesado.

Kaufmann, Daniel, Aart Kraay y Pablo Zoido-Lobaton. 2000. "Governance Matters, from Measurement to Action". *Finance and Development 37* (2, junio): 10–13.

Kumar, Anjali, ed. 1997. *The Regulation of Non-Bank Financial Institutions: The United States, the European Union, and Other Countries.* Banco Mundial, documento de discusión 362. Washington, D.C.: Banco Mundial, junio.

La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny. 1996. "Law y Finance". Documento de trabajo NBER 5661. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass. Procesado.

_____. 1997. "Legal Determinants of External Finance". *Journal of Finance 5*2 (3, julio): 1131–50.

_____. 1998. "Law y Finance". *Journal of Political Economy 106*(6): 1113–55.
Levine, Ross. 1999. "Law, Finance, y Economic Growth". *Journal of Financial Intermediation (Estados Unidos)* 8 (1/2, enero/abril): 8–35.
Levine, Ross, Norman Loayza y Thorsten Beck. 1999. "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes". Banco Mundial, Grupo de Investigación para el Desarrollo, Washington, D.C. Procesado.
Lewis, Steve, y Anthony Boyd. 1993. *Savings: Australia in Crisis.* Maryborough, Victoria: Financial Review Library, John Fairfax Group.
Lewis, Mervyn K. y Robert H. Wallace, eds. 1993. *The Australian Financial System.* South Melbourne: Longman Cheshire.
Matten, Chris. 2000. *Managing Bank Capital, 2a. ed.* Nueva York: John Wiley and Sons.
McKinnon, Ronald I. 1991. *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*. Baltimore, Md.: Johns Hopkins University Press.
Merton, Robert C. 1990. "The Financial System and Economic Performance". *Journal of Financial Services Research* 4 (4, diciembre): 263–300.
Naciones Unidas. 1997. *Statistical Yearbook 1997*. Nueva York.
OCDE. 1996. *Ageing in OECD Countries: A Critical Policy Challenge.* Estudios de Política Social, 20. París.
_____. 2000. *Institutional Investors Statistical Yearbook 2000*. París.
Palacios, Robert J. y Montserrat Pallarés-Miralles. 2000. *International Patterns of Pension Provision.* Protección Social, Documento explicativo 9. Washington, D.C.: Banco Mundial, abril.
Pomerleano, Michael. 1998. "Performance of Emerging Markets Equity Funds". *Emerging Markets Quarterly* 2 (1, primavera):37–43.
_____. 2001. "The Morning After: Restructuring in the Aftermath of an Asset Bubble". Documento preparado para la conferencia sobre Burbujas de Precios de los Activos: Implicaciones para las Políticas Monetaria, Reguladora e Internacional, Banco de la Reserva Federal de Chicago, Chicago, Ill., 4 a 6 de octubre. Procesado.
Pomerleano, Michael y Xin Zhang. 1999. "Corporate Fundamentals and Capital Markets in Asia". En Alison Harwood, Robert Litan y Michael Pomerleano, eds., *Financial Markets and Development: The Crisis in Emerging Financial Markets*, pp. 117–57. Washington, D.C.: Brookings Institution Press.
Skipper, Harold D. 2000. "Insurance Worldwide and Its Role in Economic Development". Documento preparado para la segunda conferencia anual sobre Mercados Financieros y Desarrollo: Mercados Emergentes en el Nuevo Sistema Financiero: Manejo de Managing de Apuros Financieros y Corporativos, Florham Park, N.J., 30 de marzo a 1 de abril. Procesado.
Srinivas, P. S. y Juan Yermo. 1999. *Do Investment Regulations Compromise Pension Fund Performance? Evidence from América Latina.* Puntos de Vista de Estudios Latinoamericanos y Caribeños. Washington, D.C.: Banco Mundial, junio.
Swiss Re. 2000. *World Insurance in 1999: Soaring Life Insurance Business.* Sigma 9. Zurich: Swiss Reinsurance Company.

Taylor, Michael W. y Alex Fleming. 1999. "Integrated Financial Supervision: Lessons from Northern European Experience". Investigación sobre políticas, Documento de trabajo 2223. Banco Mundial, Grupo de Investigación para el Desarrollo, Unidad de Desarrollo de los Sectores Privado y Financiero, Washington, D.C., noviembre. Procesado.

U.S. Attorney General, National Committee to Study the Antitrust Laws. 1955. *Informe del Comité Nacional para el Estudio de las Leyes Antimonopolio, de la Fiscalía General de los Estados Unidos*. Washington, D.C.

U.S. General Accounting Office. 1997. *Government-Sponsored Enterprises: Advantages and Disadvantages of Creating a Single Housing GSE Regulator.* GGD-97-139. Washington, D.C., 9 de julio.
Disponible en www.gao.gov/cgibin/fetchrpt?rptno=GGD-97-139.

Vittas, Dimitri. 1996. *Pension Funds and Capital Markets.* Política Pública para el Sector Privado, Nota 71. Washington, D.C.: Banco Mundial, febrero.

_____. 1997. "The Role of Non Bank Financial Intermediaries in Egypt and Other MENA Countries". Banco Mundial, Grupo de Investigación para el Desarrollo, Washington, D.C., noviembre. Procesado.

_____. 1998. "Regulatory Controversies of Private Pension Funds". Investigación sobre política pública, Documento de trabajo 1893. Banco Mundial, Grupo de Investigación para el Desarrollo, Washington D.C., enero. Procesado.

Esta edición se terminó de imprimir en junio de 2005.
Publicado por MAYOL EDICIONES S.A.
Calle 131A No. 56-62, Bogotá, Colombia
E-mail: mayolediciones@etb.net.co
La impresión y encuadernación se realizaron en
Gente Nueva Editorial (Cra. 17 No. 13-12, Bogotá)

DESARROLLO Y REGULACIÓN

DE INSTITUCIONES FINANCIERAS NO BANCARIAS

Las instituciones financieras no bancarias (IFNB) se están convirtiendo cada vez más en un segmento importante del sistema financiero en algunos países en desarrollo. El crecimiento de las IFNB conlleva la promesa de un sector financiero amplio y equilibrado que esparza los riesgos. Sin embargo, en los países en desarrollo que carecen de un marco político coherente y de regulaciones efectivas, el arbitraje regulador puede exacerbar la fragilidad del sistema financiero. *Desarrollo y regulación de instituciones financieras no bancarias* se propone crear conciencia de la promesa que constituyen las IFNB para los países en desarrollo, y asistir a los responsables de la formulación de políticas en la creación de una estructura política coherente y de un sano ambiente de regulación y supervisión para su desarrollo. El primer capítulo ofrece un marco de política coherente para abordar la regulación de IFNB, y el segundo aborda los principios para la regulación. Los siguientes capítulos presentan una visión general de la industria de seguros, los fondos de inversión y los programas de pensiones, las sociedades de leasing y las inmobiliarias, y los mercados de títulos valores, y discuten el marco regulador específico para estas instituciones. El último capítulo explora los desafíos en política de desarrollo que enfrentan los mercados emergentes.

Este libro es un producto de la Vicepresidencia para el Sector Financiero, en colaboración con el World Bank Institute.

BANCO MUNDIAL

MAYOL EDICIONES