

## CRISIS FINANCIERA Y REGULACIÓN BANCARIA\*

### Entrevista a Juan Ignacio Sanz Caballero\*\*

*La crisis financiera originada en Estados Unidos fue la más grave ocurrida desde la Gran Depresión en 1929; significó la caída de varios gigantes financieros y su contagio se extendió a nivel mundial. El mayor motor económico del planeta se vio obligado a realizar intervenciones en estas grandes empresas a fin de calmar los mercados, mientras la crisis se trasladaba ya a las economías "reales". Pocos predijeron claramente la crisis y muchos no quisieron aceptarla a pesar de saberla probable.*

*En la presente entrevista, Juan Sanz nos brinda sus opiniones al respecto de las razones que motivaron la ocurrencia de la crisis financiera, analizando la compleja estructura de los fondos de inversión (sobre la base de títulos hipotecarios subprima), el rol de los derivados financieros, la necesidad o no de un regulador de productos financieros y la banca de inversión en relación a la banca comercial.*

\* Agradecemos al doctor Martín Mayandía, abogado por la Universidad de Lima y candidato a Magister en Derecho (LL.M.) por la Universidad de Columbia, por la elaboración de las preguntas de la presente entrevista.

\*\* Abogado. Profesor Titular del Departamento de Derecho Privado de la Facultad de Derecho de la Escuela Superior de Administración y Dirección de Empresas (ESADE). Profesor Titular de la Universidad Ramón Llull. Doctor en Derecho por la Universidad de Barcelona. Máster en Administración y Dirección de Empresas por ESADE. Licenciado en Derecho por la Universidad de Valladolid.

1. **Se considera actualmente que una de las causas de la crisis económica mundial fue la compleja estructura mediante la cual se armaron los fondos de inversión, los cuales tenían como activos subyacentes los títulos hipotecarios *subprime*, no pudiendo los inversionistas comprender el riesgo de su inversión. ¿Considera usted que se debería crear una figura de responsabilidad de los emisores hacia los inversionistas, bajo las premisas de la influencia indebida (*undue influence*) o de las expresiones engañosas o falsas (*misrepresentation*), respecto de la información que brindan?**

En primer lugar, la crisis financiera de 2008 fue resultado de un proceso expansivo del sistema financiero internacional, el cual se dio de manera continuada a lo largo de un período de veinticinco años, a través de los cuales el nivel de endeudamiento creció muy por encima del nivel de crecimiento del producto interior bruto mundial (GDP) (*financial deepening*). El resultado fue que el endeudamiento no se encontraba respaldado por una economía real productiva, capaz de generar ingresos y riqueza de manera adecuada para esa gestión del endeudamiento.

En segundo lugar, no creo que se hayan adoptado soluciones que realmente contribuyan a evitar que esa situación vuelva a producirse en el futuro. Únicamente los protocolos del Banco de Pagos Internacionales (Basilea III) pueden contribuir a un crecimiento más sólido del sistema financiero, mediante el establecimiento de mayores exigencias de recursos propios a las entidades crediticias, lo que contribuirá a restringir su capacidad de concesión crediticia; circunstancia que conllevará a la mayor solidez del sistema, pero que puede reducir también las tasas de crecimiento económico a nivel mundial.

Más allá de esta iniciativa hacia una mayor exigencia de solvencia bancaria, creo que será realmente difícil el establecimiento de un régimen de responsabilidad universalmente aplicable a los emisores de instrumentos financieros, particularmente a aquellos instrumentos emitidos y puestos en circulación por sociedades instrumentales de emisión (*Special Purpose Vehicles*). Prueba de ello es el escaso éxito normativo o legislativo con ocasión del establecimiento de reformas que evitarán la repetición de una situación como la desencadenante de la crisis financiera de 2008. Más aún, si se advierte la ausencia de una normativa verdaderamente sancionadora de conductas que se han caracterizado por la falta de transparencia e, incluso, la actuación fraudulenta frente a los inversores.

La dificultad aumenta en mayor grado, si se toma

en cuenta que no existe en la actualidad un regulador con competencia a nivel mundial; por lo que siempre existirá el riesgo de existencia de territorios que escapen a control y regulación.

2. **Existen créditos derivados con fines, primero, de cobertura y, luego, especulativos (los *Credit Default Swaps*), los cuales jugaron un papel preponderante en magnificar los efectos de la crisis antes mencionada (se dice que el mercado de los mismos triplicaba la economía real). ¿Qué opina del rol de estas “bombas de tiempo” financieras?**

Personalmente creo que los derivados financieros son instrumentos útiles para una adecuada gestión del riesgo financiero o crediticio; cuestión distinta es el uso que de ellos se haya podido hacer. En este sentido, es cierto que su utilización ha ocasionado un volumen de riesgo en el sistema que triplica el riesgo por endeudamiento existente en el sistema financiero internacional, con el consiguiente riesgo sistémico que aún se padece por su utilización.

Creo que a los reguladores se les ha de exigir una actuación preventiva y no sólo reactiva; de esta manera, se reducirá el riesgo de una nueva situación como la actual. Además, se les debe exigir también una actuación sin posibilidad de delegación de funciones de supervisión en agentes privados; ello, en tanto el modelo regulador que acumula las funciones de regulación y supervisión se ha mostrado más eficaz que el de aquellos otros modelos donde el regulador ha confiado a terceros sus funciones de supervisión.

Una vez que el regulador establezca requisitos de mayor solvencia para operar en el mercado de derivados, creo también que han de ser los agentes económicos, que han operado en estos mercados, los que han de soportar directamente las consecuencias de su actuación; al igual que los inversores que decidieron adquirir instrumentos financieros de riesgo por el atractivo de su mayor rentabilidad.

En otro caso, el riesgo de reproducción de la crisis financiera, incentivada por la teoría del riesgo moral (*moral hazard*), que promueve la asunción de mayores riesgos que los que la razón aconseja, será una realidad.

3. **Ahora bien, existen derivados financieros estandarizados que se cotizan en mercados centralizados, los cuales no son los mismos derivados que jugaron su parte en la debacle financiera que hemos experimentado. Dichos derivados no estandarizados tienen un mayor impacto cuando es el público que**

**no se categoriza como “inversionista acreditado” quien invierte en ellos de manera indirecta, sin ser consciente de dónde y por qué está metiendo su dinero en dichos instrumentos. ¿Se aplica la premisa del inversionista razonable, especialmente en el caso de una inversión indirecta? ¿Considera que existe algún espacio para regular estos derivados?**

Uno de los problemas que acucia al sistema financiero es que el mercado avanza más deprisa que el regulador; y no sólo avanza más deprisa, sino que tiene una velocidad en la innovación de nuevos productos que hizo que la regulación no llegara en el momento adecuado a la hora de fijar los criterios de comercialización de estos instrumentos derivados. La Unión Europea cuenta con una normativa protectora de la comercialización de estos instrumentos financieros (Directiva MIFID) que puede constituir un modelo a seguir en otros territorios.

4. **Existe una postura liderada por Elizabeth Warren (Consejera Especial del Consumer Financial Protection Bureau de Estados Unidos) que señala que los productos financieros deberían pasar por el escrutinio de un regulador, el cual verifique y apruebe que los mismos sean “aptos para el consumo del público”; escrutinio con el cual se estaría “garantizando su calidad” –como señala su representante– “como una tostadora con un sello de garantía”. Contra esa postura ha surgido aquella que indica que si bien *a priori* la idea no es mala, sería imposible que el regulador funcione a la velocidad que el mercado lo requiere, es más, lo ralentizaría, y sería imposible evitar el “secuestro” del regulador por parte de regulados tan poderosos como aquellos que se dedican a los sectores financieros.**

Ante dicha discusión surgen diversas interrogantes: ¿Sería positiva o negativa la existencia de un regulador de productos financieros? ¿Resultaría posible que la postura regulatoria alcance a los derivados financieros no estándar? En caso considere que deba existir un regulador de productos financieros, ¿cuáles serían los principales aspectos a ser regulados?

Una posición como la que plantea la pregunta acabaría, en mi opinión, ahogando la capacidad del sistema financiero. En el mercado hay sitio para todo tipo de inversores y para todo tipo de productos. Se trata, simplemente, de dirigir cada instrumento financiero a aquellos inversores o

clientes adecuados según su naturaleza. Existen en la actualidad ejemplos de qué se puede hacer, de manera que algunos productos o instrumentos financieros no sean objeto de oferta generalizada o universal, como ocurre en el espacio financiero europeo con los *hedge funds* o fondos de inversión libre.

En el sistema financiero, es difícil controlar la demanda de inversión, por lo que resulta más útil y, probablemente, más práctico desde el punto de vista del control del riesgo, la actuación regulatoria sobre la oferta; limitándola desde el punto de vista cuantitativo mediante la exigencia de mayores niveles de solvencia y recursos propios a los oferentes, así como desde el punto de vista cualitativo, regulando la distribución de los instrumentos financieros hacia inversores con perfil adecuado para su adquisición e inversión.

5. **En relación con lo anteriormente mencionado, la banca de inversión –al no estar sujeta a la regulación de la banca comercial– ha podido tomar niveles de riesgo mayores realizando, incluso, operaciones típicas de la banca comercial suplantándola en muchos aspectos; ello ha aportado a la generación de las bases necesarias para la ocurrencia de la crisis financiera. Así, como consecuencia de la crisis financiera, muchos bancos de inversión han quebrado y otros se han visto en la necesidad o en la obligación –en algunos casos– de fusionarse con la banca comercial para sobrevivir. De forma adicional, ello ha permitido que el regulador tenga la posibilidad de supervisar a la banca de inversión y sujetarla a los parámetros de la banca comercial.**

Siendo ello así, es a raíz de la mencionada crisis que se analiza el soterrado fenómeno denominado *shadow banking*, el cual consiste en la actividad de aquellas instituciones no bancarias –como los bancos de inversión– que juegan un rol preponderante en la provisión no regulada de fondos necesarios a las industrias no financieras para que éstas se desarrollen (básicamente, financiando M&A, OPA, LBO, la creación de derivados sofisticados como los CDS, el manejo de *conduits* entre otros).

Ahora bien, quedando ello claro y viendo que la banca de inversión queda sujeta a los parámetros de la banca comercial al haberse fusionado, ¿cree usted que el fenómeno del *shadow banking* desaparecerá o, por el contrario, mutará y se adaptará a las nuevas condiciones

**del mercado para seguir adelante?  
¿Considera que existirá regulador capaz  
de seguirle el paso a dicho fenómeno?**

Una de las grandes virtudes del sistema financiero es su globalidad, pues aumenta la eficacia y la eficiencia en la colocación de instrumentos financieros entre inversores a lo largo y ancho del mundo. Pero, en esa misma virtud radica uno de los principales problemas de la actualidad; y es que, como señalábamos con anterioridad, mientras el mercado financiero es global, el regulador es local o territorial, por lo que siempre existirán territorios dispuestos a escapar al control de la regulación y así atraer fondos de inversores internacionales hacia su territorio, constituyéndose en un foco de creación de riqueza financiera. En consecuencia, soy escéptico a la hora de encontrar una solución.

**6. Por otra parte, en el entendido de que los derivados de cobertura sean un instrumento confiable para la**

**mitigación de los distintos riesgos que aquejan a la economía, ¿cuál considera que es el mejor camino para el desarrollo y acercamiento de estos derivados a las personas de a pie? Por ejemplo, en el caso de los *CatBonds* para agricultores (que no son siempre las personas más educadas en asuntos financieros, pero que quizás sean los que más los requieren), ¿cómo se implementaría esto?**

Los derivados son tan antiguos como la propia historia de la humanidad. Siempre han existido y, probablemente, siempre existirán. Es famosa la anécdota de Tales de Mileto que utilizó un ejemplo de contratación de derivados para demostrar a sus discípulos un uso racional de estos instrumentos. Se trata de saber utilizarlos con la prudencia que debería guiar la actuación no sólo de un gestor, sino también de un inversor.