



Ljubica Vodanovic Ronquillo^{(*)(**)}

Una visión global de la **regulación financiera** y una propuesta interesante: el caso de Inglaterra

“ESTE MODELO PLANTEA SEPARAR LA SUPERVISIÓN SEGÚN LAS FUNCIONES Y PROPÓSITOS QUE SE QUIEREN TUTELAR. ASÍ, SE DESIGNA UN SUPERVISOR PARA VELAR POR LA PROTECCIÓN DEL AHORRO DEL PÚBLICO Y POR LA SOLIDEZ Y ESTABILIDAD DE LOS MERCADOS FINANCIEROS, AMBOS OBJETIVOS DE INTERÉS PÚBLICO, PUES, SATISFACEN LOS INTERESES DE LA COLECTIVIDAD E IMPACTAN DIRECTAMENTE EN LA ECONOMÍA DEL PAÍS (...)”

Una de las principales consecuencias que ha generado la crisis del 2008 consiste en el replanteamiento de las estructuras de regulación y supervisión en el mundo, pues es sabido que las deficiencias que presentaron estos sistemas, principalmente en los países más desarrollados, contribuyeron enormemente a ocasionar la crisis financiera más grande que hemos vivido desde la gran depresión.

La crisis ha llevado a los reguladores a repensar los objetivos de la regulación financiera, en cómo deben ser tratados y en cuál podría ser la mejor estructura para asegurar su cumplimiento. A lo largo de este artículo se pretende explicar la manera en que los reguladores ingleses perciben los mercados financieros actualmente y cuál es la propuesta regulatoria que tiene Inglaterra para mejorar su estructura de supervisión y regulación financiera. ¿Por qué Inglaterra? Porque es una potencia financiera mundial y, como tal, consideramos que sus avances en dicha materia deberían ser conocidos y estudiados por todos los profesionales que, de alguna u otra forma, estamos vinculados a los negocios financieros⁽¹⁾.

Previamente a ello, es importante repasar algunos conceptos básicos en materia de regulación financiera.

(*) Abogada por la Universidad de Lima. Magister en Derecho (LL.M.) en The London School of Economics and Political Sciences (LSE), University of London, Gran Bretaña, con mención en Derecho Bancario y Financiero. Profesora del curso de Regulación y Supervisión del Sistema Financiero en la Maestría de Derecho Bancario y Financiero de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

(**) Agradezco la gentil colaboración de Diego Diaz Asmat para la elaboración del presente artículo.

(1) Este artículo está basado en un curso de regulación de los mercados financieros desarrollado por la Facultad de Derecho de LSE, Londres, Inglaterra, durante setiembre de 2011.

1. Aspectos generales de la regulación de los mercados financieros

En la mayoría de países del mundo, los mercados financieros comprenden el sistema financiero, el sistema de seguros, el mercado de valores y los denominados fondos colectivos de inversión, dentro de los cuales se encuentran los fondos de inversión, fondos mutuos de inversión y, en general, todo esquema colectivo que tenga el propósito de invertir recursos dinerarios, incluyendo los fondos de pensiones.

Los mercados financieros se regulan por diversos propósitos. En la generalidad de países europeos, estos propósitos comprenden:

- a) Aspectos de competencia: que tienen por objeto controlar el acceso al mercado y cuidar la libre y leal competencia entre los agentes participantes.
- b) Prevención del riesgo sistémico⁽²⁾: a través de herramientas tales como una adecuada gestión de este riesgo y requerimientos de capital para las entidades financieras.
- c) Integridad de los mercados: mediante el cual se pretende cuidar la confianza en los mercados financieros y la licitud de las operaciones que se realizan en ellos, evitando que estos mercados sirvan para llevar a cabo operaciones delictivas tales como el lavado de activos o el financiamiento del terrorismo.
- d) Costos de agencia⁽³⁾: las normas de conducta en los negocios tienen por objeto corregir esta falla de mercado y proteger al consumidor financiero para que pueda confiar en los productos y servicios que contrata.

Considerando lo señalado, una empresa del sistema financiero tendrá una regulación estricta encaminada a tutelar cada uno de los propósitos señalados; es decir, a velar por su solvencia y solidez (gestión de riesgos), por la legalidad de los fondos que recibe del público (integridad del mercado), la correcta conducta de sus negocios (costos de agencia), así como por la idoneidad de las personas que la controlan o administran (aspectos de competencia). Lo mismo sucede con una empresa de seguros o un esquema colectivo de inversión pública como los fondos de pensiones.

Lo que no quedaba claro en la regulación era si determinados agentes que no son entidades financieras típicas, pero que brindan servicios similares a ellas o las ayudan en su labor, debían someterse a alguna regulación. Es el caso de los fondos de cobertura (o *hedge funds*) y de las agencias de clasificación de riesgo. Los fondos de cobertura son modelos financieros integrales que ofrecen productos financieros a inversionistas sofisticados (tales como opciones, *swaps*, *credit default swaps*, ventas a corto, entre otras alternativas de inversión) y que, generalmente, son operados por bancos de inversión o gestoras de fondos. Estos vehículos de inversión son privados y actualmente se vienen debatiendo propuestas de reforma que los comprendan en la regulación financiera, dado el importante rol que han tenido estos agentes en la crisis⁽⁴⁾.

-
- (2) El riesgo sistémico es la posibilidad de que la caída de una entidad pueda ocasionar también la caída de otras entidades y afectar al sistema financiero en su conjunto.
 - (3) Los costos de agencia (derivados de la relación principal-agente) son una falla común en todos los mercados financieros pues quien provee el servicio es un agente sofisticado del mercado que tiene mayor información que el público usuario y, por tal motivo, de no existir regulación en esta materia, podría sentirse tentado de usar la información que posee a su favor, sin cuidar los intereses de sus clientes.
 - (4) Sobre esta materia se recomienda leer: SCHWARTZ, Jeff. *The Crystallization of Hedge-Fund Regulation*. En: *Harvard Business Law Review*, setiembre 2011; FERRAN, Ellis. *The Regulation of Hedge Funds and Private Equity: A Case Study in the Development of the EU's Regulatory Response to the Financial Crisis*. En: *European Corporate Governance Institute Law Working Paper No. 176/2011*, febrero, 2011; y, RIVIÈRE, Anne C. *The Future of Hedge Fund Regulation: A Comparative Approach (United States, United Kingdom, France, Germany, Italy)*. International Finance Seminar, abril, 2010.



Ljubica Vodanovic Ronquillo

Por su parte, las agencias de clasificación son entidades privadas que se encargan de clasificar el riesgo de las empresas financieras o emisoras de valores, y en este último caso publican un *rating* sobre la solvencia del emisor (evaluando sus probabilidades de *default*). Por lo tanto, las agencias de clasificación influyen de forma notable en la decisión de los inversionistas y en el precio de los valores. Actualmente estas agencias no se encuentran reguladas, pero ello podría cambiar de implementarse las propuestas que las comprenden en la regulación, de manera similar a lo mencionado anteriormente para los fondos de cobertura⁽⁵⁾.

En consecuencia, producto de la crisis del 2008, las entidades reguladas no serán solamente las que realicen intermediación financiera (es decir, que capten recursos del público y operen con ellos); sino, las que sin hacerlo, por sus funciones o los servicios que ofrecen, puedan tener un impacto en la solidez y estabilidad de los mercados financieros. Así como está cambiando el espectro de la regulación y supervisión financiera, también están repensándose los objetivos de la regulación.

2. Los fundamentos de la regulación financiera

Se sostiene que la regulación financiera es necesaria para corregir las fallas que son propias de estos mercados, entre ellas las externalidades (como el riesgo sistémico), la asimetría informativa entre agentes y usuarios, los costos de agencia y la competencia.

Este es el fundamento clásico de la regulación financiera, para cuyos efectos los reguladores habían supuesto que:

- Los actores en los mercados iban a ser racionales.
- El mercado tenía fallas identificables y corregibles.

- Si existía información suficiente, era posible lograr un equilibrio de mercado entre la oferta y la demanda.
- Los riesgos presentes en los mercados financieros eran identificables y manejables.

No obstante, las referidas suposiciones han sido cuestionadas a partir de la crisis pues la experiencia vivida ha demostrado que: (i) los agentes de los mercados no siempre son racionales (dado que el ser humano es emocional y vulnerable en situaciones inesperadas o difíciles); (ii) no se pueden conocer todos los riesgos antes de tomar una decisión financiera; y, (iii) aún si hubiera información que permitiera identificar tales riesgos, el ser humano tiende a escoger sólo algunos de éstos (los más actuales, subestimando los demás). En resumen, las suposiciones que sirvieron de base para tratar los objetivos de regulación antes señalados, han sido repensadas y dado lugar a nuevas hipótesis que están permitiendo el replanteamiento de los objetivos de la regulación financiera, como se verá a continuación.

2.1. La estabilidad sistémica

Antes de la crisis el objetivo de la estabilidad se focalizaba en las firmas individuales pues se partía de la premisa de que manteniendo la solvencia de cada una de las instituciones financieras se podía garantizar la estabilidad del sistema en su conjunto. Hoy en día una de las principales críticas que se formula a Basilea II⁽⁶⁾ consiste en haberse basado en

(5) Sobre esta materia se recomienda leer, entre otros: COFFEE JR, John C. *Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly*. En: *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law No. 162/2010*, setiembre 2010; ROUSSEAU, Stephane. *Regulating Credit Rating Agencies after the Financial Crisis: The Long and Winding Road Toward Accountability*. En: *Capital Markets Institute Research Paper. Rotman School of Management*. Toronto: University of Toronto, julio 2009; y, HUNT, John Patrick. *Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement*. En: *Columbia Business Law Review*. Volumen No. 1, 2009.

(6) El acuerdo de capital de Basilea II está compuesto de tres pilares fundamentales: (i) requerimientos mínimos de capital; (ii) el proceso de evaluación del supervisor; y, (iii) disciplina de mercado. De acuerdo al primer pilar, se define al coeficiente de

Una visión global de la regulación financiera y una propuesta interesante: el caso de Inglaterra

esta suposición y, por ello, no considerar medidas regulatorias que permitan prevenir crisis sistémicas⁽⁷⁾.

Actualmente, a pesar de que los reguladores no se ponen de acuerdo aún en el concepto y alcances de la “estabilidad sistémica”, sí tienen claro que la conducta pro-cíclica⁽⁸⁾ de las instituciones financieras acrecienta el riesgo de una crisis sistémica⁽⁹⁾. A raíz de ello es que Basilea III se enfoca en la conducta pro-cíclica de los mercados financieros exigiendo mayor capital y de mejor calidad a las entidades financieras⁽¹⁰⁾. Al respecto, los reguladores coinciden en su mayoría en resaltar la importancia del capital en las entidades financieras y de la adecuada gestión de los riesgos de éstas⁽¹¹⁾.

La crisis de 2008 demostró también que la importancia de una regulación que prevenga situaciones de crisis financieras radica en reducir los costos sociales involucrados en estas, pues los rescates públicos son costosos para los contribuyentes

e impactan en el crecimiento macroeconómico de un país. En efecto, mientras que los costos privados involucrados en una situación de crisis afectan a los dueños de las compañías por la reducción de sus ganancias (ROE⁽¹²⁾), lo que caracteriza a los mercados financieros es que los costos involucrados pueden afectar a todos los contribuyentes.

Asimismo, se ha reflexionado acerca de la interconexión de las instituciones financieras, ya que a partir del auge de los conglomerados y la globalización de las economías, los mercados financieros actuales forman un sistema integrado donde los riesgos se encuentran distribuidos en su interior, estando varios sectores financieros expuestos a los mismos *shocks*, lo que amerita una respuesta

capital mínimo que cada banco requiere de acuerdo a los activos ponderados por su nivel de riesgo (sea crediticio, operacional o de mercado). Por su parte, por el segundo pilar se pretende que mediante el proceso de supervisión se asegure que los bancos cuenten con el capital suficiente para soportar sus riesgos, así como incentivar que dichas empresas desarrollen e implementen mejores mecanismos de administración de estos riesgos. Finalmente, el tercer pilar complementa a los primeros dos pilares, incentivando la disciplina de mercado mediante el establecimiento de una serie de requerimientos de divulgación de información, con la finalidad de permitir a los participantes del mercado el acceso a información clave sobre la adecuación del capital de los bancos a sus respectivos riesgos.

- (7) Respecto de las críticas al acuerdo de Basilea II después de la crisis financiera, puede verse a: CANNATA, Francesco y Mario QUAGLIARIELLO. *The Role of Basel II in the Subprime Financial Crisis: Guilty or Not Guilty?* En: *CAREFIN Research Paper No. 3/09*, enero, 2009.
- (8) La conducta pro-cíclica de las instituciones financieras implica que en épocas de expansión de la economía las entidades financieras aumentan sus operaciones y exposición a los riesgos, mientras que en períodos de contracción suele ocurrir lo contrario. Sobre el particular, Goodhart indica lo siguiente: “Muchas de las tendencias principales en los sistemas contables y regulatorios de la década pasada han servido para exacerbar la pro-ciclicidad de nuestro sistema financiero. El riesgo de *default* es indudablemente peor en una recesión. Más compañías y más hipotecas caerán en 2008 que en 2006. Las clasificaciones de riesgo, tanto internas como de agencias clasificadoras, serán degradadas y con razón (...) La combinación de más métodos sensitivos al riesgo que surgen de aplicar los requerimientos de adecuación de capital y las valuaciones *market to market* están impartiendo importantes incentivos hacia la prociclicidad de nuestro sistema”. GOODHART, Charles. *The regulatory response to the financial crisis*. En: *CESIFO working paper No. 2257*. Presentado en la conferencia CESIFO *Regulación del mercado financiero en Europa*, enero, 2008; pp. 12 y 13.
- (9) Al respecto, puede verse a: DOUADY, Raphael. *A Non-cyclical Capital Adequacy Rule and the Aversion of Systemic Risk*. En: *Centre d'Économie de la Sorbonne, Université Paris. Working paper*, diciembre, 2009.
- (10) Basilea III es un conjunto de reformas desarrolladas por el Comité de Basilea como consecuencia de la crisis financiera de 2008, con la finalidad de fortalecer la regulación, supervisión y manejo de riesgos de las empresas bancarias, tanto a nivel microprudencial como macroprudencial. En este sentido, entre los principales aspectos comprendidos en estas reformas se encuentran el capital regulatorio, la liquidez, el riesgo sistémico y las conductas pro-cíclicas de las entidades financieras.
- (11) Conclusiones que compartieron Sergio Rodríguez Azuero y Andrew Powell en el Seminario Internacional *Regulación y empresas financieras en tiempos de crisis*, llevado a cabo por la Maestría de Derecho Bancario y Financiero de la Pontificia Universidad Católica del Perú en noviembre de 2011.
- (12) *Return on equity*, es la cantidad de rentabilidad que se obtiene del porcentaje de acciones que se tiene en una empresa.



Ljubica Vodanovic Ronquillo

regulatoria transversal que considere esta particularidad de los mercados financieros.

En resumen, la crisis ha revelado que las instituciones sistémicas no necesariamente pueden ser identificadas *ex ante*, sino recién en una situación de estrés. Basta pensar en la *banca en la sombra*⁽¹³⁾ respecto a la cual existía poca o ninguna regulación ya que no se pensaba que pudiera generar una situación de crisis. En razón de ello, se ha comprobado que no solamente los bancos son instituciones sistémicas, sino todas aquellas que están fuertemente apalancadas o interconectadas con otras para su crecimiento.

En respuesta a estas consideraciones, las propuestas de reforma financiera que se están gestando en países como Inglaterra consisten básicamente en “prevenir” situaciones de crisis sistémicas a través de diversas medidas regulatorias entre las que destacan fuertes requerimientos de capital, nuevos instrumentos equiparables al capital⁽¹⁴⁾, la separación de la banca de inversión de la banca *retail*, y otros mecanismos de prevención de situaciones de crisis que afecten al sistema en su conjunto. Si estas medidas fueran insuficientes, se debe buscar *resolver* de manera adecuada las situaciones de crisis, a través de mecanismos de resolución que permitan una salida o reestructuración ordenada de las empresas. El problema que advierten los reguladores ingleses es que estos mecanismos han sido planteados para corregir una crisis como la recientemente experimentada, pero no se sabe si servirán para otros tipos de crisis, así como tampoco si podrán solucionar crisis multinacionales ya que las regulaciones son nacionales (como se mencionará más adelante al tratarse el contexto europeo).

2.2. Los riesgos en los mercados financieros

A raíz de la crisis se cuestiona que los riesgos en los mercados financieros sean sólo los que clásicamente se conocen (de crédito, de mercado y operacional), que sean identificables

antes de una situación de crisis y que las herramientas tecnológicas a disposición de las entidades sean suficientes para manejarlos. Asimismo, se cuestiona que la regulación sea exógena a los mercados financieros y que permita controlar adecuadamente los riesgos.

Justamente, se critica de Basilea II que no haya permitido ponderar adecuadamente los activos de las entidades financieras, diseñado adecuados *tests* de estrés que midan las situaciones límite de dichas entidades, ni tampoco ideado reglas pro-cíclicas que consideren el comportamiento de la industria en situaciones de expansión económica.

Así, el papel de la regulación ha sido fuertemente criticado, atribuyéndosele un rol importante en la crisis, lo que ha llevado a concluir que la regulación no es exógena a los mercados sino que ella también puede crear riesgos endógenos. Existe, pues, una relación contraproducente entre la regulación y los mercados financieros, dado que la regulación puede intensificar los riesgos que ella misma está pretendiendo controlar.

En respuesta a ello, en la actualidad, Basilea III brinda mayor énfasis en la evaluación y calidad de los activos financieros, resalta la importancia de la regulación de nuevos riesgos (como son los riesgos de liquidez, riesgo soberano y riesgo político), plantea nuevos modelos de estrés, reglas pro-cíclicas, nuevas ponderaciones de los activos, así como mayores y más estrictos requerimientos de capital⁽¹⁵⁾.

- (13) Se conoce como *banca en la sombra* o *shadow banking* a la actividad realizada por agentes financieros que, sin ser regulados ni supervisados, efectúan actividades similares a la banca, tales como la transformación de recursos crediticios en recursos líquidos. Ejemplos de esta banca los encontramos en los fondos de cobertura de crédito o *credit hedge funds*, fondos mutuos, sociedades de propósito especial. Al respecto se recomienda revisar los Reportes del Federal Reserve Bank of New York. *Staff Reports* 458, julio, 2010.
- (14) Denominados instrumentos contingentes convertibles en capital (“Cocos”, por sus siglas en inglés), que aunque nacen como deuda de las entidades financieras que los emiten, pueden convertirse en *equity* ante situaciones de estrés que atraviesen sus emisores.
- (15) Sobre Basilea III, véase: *Basilea III y los retos de la banca*. Informe del Centro del sector financiero de PricewaterhouseCoopers e IE Business School, octubre 2010; MIU, Peter, Bogie OZDEMIR y Michael GIESINGER. *Can Basel III Work? Examining*

Una visión global de la regulación financiera y una propuesta interesante: el caso de Inglaterra

Con relación al manejo de riesgos por parte de las entidades financieras, a raíz de la crisis se ha cuestionado que éstas tengan información suficiente, capacidad e incentivos para manejar sus riesgos de una manera adecuada. Como se ha explicado antes, existe una errónea percepción del riesgo por parte de los agentes del mercado que tiene que ver con la irracionalidad de la conducta humana. Según los reguladores ingleses, se tiende a sobredimensionar los riesgos cuando son recientes y significativos, y a subestimar los riesgos lejanos o poco probables. El ser humano además otorga mayor importancia a lo que voluntariamente escoge (selecciona los riesgos) y, finalmente, el análisis de los riesgos se basa en estadísticas y predicciones económicas, las cuales no consideran las probabilidades de cambio.

Unido a lo anterior se encuentra la inapropiada cultura sobre gestión del riesgo que existe en las entidades financieras, que lo general no reconoce la relación entre remuneración y riesgos⁽¹⁶⁾, así como una pobre cultura corporativa, evidenciada por ejemplo en una inadecuada supervisión por parte del directorio y los accionistas del manejo de sus empresas.

En respuesta al comportamiento de los riesgos en los mercados, se está proponiendo: (i) regular la estructura remunerativa de las entidades financieras, de forma tal que se corrijan los incentivos perversos existentes; (ii) mejorar el gobierno corporativo de las entidades; y, (iii) conferir mayores responsabilidades a los accionistas para que asuman los riesgos de sus decisiones con capital propio. Sin embargo, los reguladores ingleses se muestran escépticos de que estos cambios regulatorios sean suficientes para mejorar la conducta en los negocios financieros y las actitudes de los agentes frente al riesgo⁽¹⁷⁾.

A modo de conclusión, se puede decir que la crisis ha permitido reevaluar los fundamentos y objetivos de la regulación financiera y apreciar la importancia social que tiene el sistema financiero, dado el impacto que podría traer una crisis financiera en el crecimiento económico del país que afecte. Las respuestas regulatorias se encuentran en marcha pero aún hay camino por recorrer, como, por ejemplo, definir cómo regular la banca de inversión, la banca en la sombra y los mercados de derivados *over the counter* (OTC), así como imponer sanciones a los responsables de la crisis.

Habiendo explicado los principales cambios en la regulación financiera según la visión de los reguladores ingleses, a continuación describimos una propuesta interesante que ha sido diseñada por el gobierno inglés para mejorar la supervisión de los mercados financieros.

3. La reforma de la regulación financiera en Inglaterra

Como antecedente de la propuesta en Inglaterra, debemos señalar que las principales reformas regulatorias, las cuales están aún en proceso de implementación, fueron plasmadas en la Ley Dodd Frank (*The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*) emitida en julio de 2010. Destaca entre las

the New Capital Stability Rules by the Basel Committee: A Theoretical and Empirical Study of Capital Buffers, febrero, 2010; ALLEN, Bill, Ka Kei CHAN, Alistair MILNE y Steve THOMAS. *Basel III: is the cure worse than the disease?* setiembre 2010.

- (16) La crisis financiera de 2008 puso de manifiesto la presencia de incentivos perversos en los altos ejecutivos de las entidades financieras. Así, estos ejecutivos eran retribuidos en función a los mayores ingresos obtenidos por las respectivas entidades, por lo que estaban fuertemente incentivados a asumir más riesgos para obtener mayores beneficios propios, descuidando de este modo el desempeño a largo plazo de las entidades financieras y el interés de sus accionistas. Al respecto, véase: BEBCHUK, Lucian A., Alma COHEN y Holger SPAMANN. *The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008*. En: *Yale Journal on Regulation*. Volumen 27, 2010; BEBCHUK, Lucian A. y Holger SPAMANN. *Regulating Bankers' Pay*. En: *Georgetown Law Journal*, Volumen 98. No. 2, 2010; e incluso antes de la crisis, BEBCHUK, Lucian A. y Jesse M. FRIED. *Executive Compensation at Fannie Mae: A Case Study of Perverse Incentives, Nonperformance Pay, and Camouflage*. En: *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 505*, febrero 2005.
- (17) Un ejemplo es la falta de sanción a los responsables de la crisis financiera, que ha generado indignación en la población y hace dudar de si las reglas a establecerse permitan cambios reales en la conducta de los agentes en el mercado.



Ljubica Vodanovic Ronquillo

reformas introducidas por la ley mencionada la necesidad de evitar el crecimiento descontrolado de las entidades financieras muy grandes para quebrar (*too big to fail*) y que sean los contribuyentes los que paguen los grandes rescates, fortalecer la protección del consumidor financiero, regular a las agencias de clasificación, detectar y controlar las entidades sistémicas, y en general, mitigar los vacíos y deficiencias regulatorias que ocasionaron la crisis⁽¹⁸⁾.

Estas reformas han sido tomadas como referente para el estudio que ha efectuado Inglaterra sobre su modelo regulatorio y de supervisión, el cual ha dado como resultado que el gobierno de dicho país decida replantearlo, presentando para dicho fin una propuesta de regulación y supervisión financiera que será implementada a partir del 2013, cuya descripción y alcances serán analizados más adelante.

3.1. El contexto europeo

Para entender la propuesta presentada por Inglaterra, hay que comprender el contexto europeo en materia de regulación financiera. Europa mantiene aún una comunidad de intereses económicos representados en la zona “euro” y los mercados financieros forman parte de ésta dado su carácter globalizado y su relación con la economía. Vale recordar en este punto que, aunque no será objeto del presente estudio, actualmente la Unión Europea está atravesando una crisis importante que podría afectar su futuro y el de la moneda que comparten los países que la integran.

En este contexto, los reguladores ingleses son conscientes de que la Unión Europea atraviesa problemas que afectan a todos sus miembros pero advierten que carece de una regulación continental óptima, ya que la existente en la actualidad no tiene la fuerza vinculante que caracteriza a las normas legales nacionales. En efecto, a nivel continental

se emiten guías y recomendaciones que cada país, en base a su soberanía, decide implementar de considerarlas convenientes a sus intereses⁽¹⁹⁾. Entonces se genera un conflicto entre la regulación continental y la nacional por la presión ejercida sobre los países europeos para que estandaricen las reglas de juego en materia financiera, con la finalidad de evitar lo que se conoce como arbitraje regulatorio⁽²⁰⁾, y la reticencia de estos países a que se apliquen dichas reglas cuando se contrapongan a sus respectivos intereses nacionales. Inglaterra, por ejemplo, hasta el momento se ha caracterizado por no ceder fácilmente a dicha presión.

Surge así una importante lección para los reguladores ingleses, a saber, que mientras las crisis tienden a ser globales, las normas son siempre locales, lo que *a priori* permite cuestionar el papel de la regulación para solucionar una crisis financiera global. Sin embargo, lo cierto es que en tanto exista el riesgo de una crisis financiera global, crecerá el apetito para una regulación global coordinada.

3.2. El actual sistema regulatorio inglés

El actual sistema regulatorio inglés tiene a la FSA (*Financial Services Authority*) como el *megarregulador* encargado de regular y supervisar a todos los mercados financieros ingleses (valores, seguros, sistema financiero, esquemas colectivos de inversión), cautelando su solvencia y estabilidad y protegiendo, a

(18) Respecto a la Dodd-Frank Act, véase: GREENE, Edward F. *Dodd-Frank and the Future of financial Regulation*. En: *Harvard Business Law Review*, octubre, 2011; WILMARTH JR, Arthur E. *The Dodd-Frank Act: A Flawed and Inadequate Response to the Too Big to Fail Problem*. En: *Oregon Law Review*. Volumen 89, abril 2011; y, SKEEL JR, David A. *Understanding the Dodd-Frank Act and its (unintended) consequences*. En: *Institute for Law & Economics Research Paper No. 10-21*, Pennsylvania: University of Pennsylvania, octubre, 2010.

(19) Un ejemplo son los principios y acuerdos que emite el Comité de Basilea, en materia de regulación financiera. En un mundo en su mayoría capitalista, casi todos los países que desean favorecerse de los mercados financieros y estar insertos en una economía globalizada, adoptan estos criterios por los beneficios que le representa para sus economías.

(20) El arbitraje regulatorio es la situación que se presenta cuando un agente del mercado está en capacidad de decidir bajo qué regla de juego o supervisión desarrollar su negocio, aprovechando las oportunidades que se presentan por las diferencias en la regulación existente en distintos lugares.

Una visión global de la regulación financiera y una propuesta interesante: el caso de Inglaterra

su vez, al consumidor de productos y servicios financieros. Únicamente la competencia es un objetivo que no está en manos de la FSA sino de un agente diferente pero con el que coordina sus funciones, al igual que lo hace con diferentes entes gubernamentales y no gubernamentales (el Ministerio de Hacienda, el *Bank of England*, las cortes y tribunales de justicia, etcétera).

Este modelo fue tomado como referente en varios países que vieron en la figura de un único regulador una opción interesante para supervisar los mercados financieros en su conjunto (dada la estrecha relación entre todas las industrias y servicios que los comprenden) y, de esta forma, cuidar todos los objetivos de la regulación financiera mencionados anteriormente.

La crítica que realizan los reguladores ingleses a la FSA, y que fue especialmente notoria con la crisis del 2008, es que por ser un megaregulador encargado de todas las industrias, sus objetivos nunca estuvieron claramente definidos ni diferenciados, lo cual dificultó la determinación de sus responsabilidades. Los reguladores ingleses sostienen que esta autoridad no ha desempeñado un buen papel en la crisis porque no ha sabido manejar los diferentes riesgos que enfrentan los mercados financieros. Así, sucedió con el riesgo sistémico, que fue infravalorado por dicha autoridad, siendo los efectos expansivos de este riesgo los que hicieron a Inglaterra replantearse la idoneidad del modelo de un megaregulador y, concretamente, cuestionar la competencia de la FSA como regulador financiero⁽²¹⁾.

3.3. La propuesta de regulación y supervisión inglesa

Los modelos regulatorios y de supervisión en materia financiera varían dependiendo de la decisión política de cada país y de cómo concibe a su respectivos mercados financieros. Existen sistemas en los cuales la estructura de la supervisión sigue la estructura de la industria y entonces se crea un supervisor para cada una de las industrias o para varias de ellas, dependiendo de cómo sean percibidas en dicho país⁽²²⁾. El caso peruano, por ejemplo, es una muestra de este modelo de regulación por industria, toda vez que existe una autoridad (la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP

[SBS]) para supervisar a los bancos, empresas de seguros y sistema privado de pensiones, y otra (la Superintendencia del Mercado de Valores [SMV]) para supervisar el mercado de valores. A ello volveremos más adelante cuando abordemos brevemente el modelo de regulación elegido por nuestro país.

Por otro lado, existen sistemas en los cuales la estructura de la supervisión persigue los objetivos que se pretenden proteger. Es el caso del modelo regulatorio *twin peaks* o *picos gemelos*, según el cual un supervisor se encarga de velar por la solvencia y estabilidad del sistema financiero, mientras que otro por la protección del consumidor financiero. Es el modelo que exitosamente viene empleando Australia y es la propuesta regulatoria que viene tomando forma en Estados Unidos e Inglaterra.

Debe señalarse que cualquiera sea el modelo adoptado dentro de él, podría o no actuar la Banca Central como supervisor. Hacemos notar que la Banca Central es el organismo estatal encargado de velar por la estabilidad de la moneda y, a raíz de la crisis, está adoptando un rol más activo en la supervisión de los mercados financieros, ejerciendo también dicha competencia como viene ocurriendo en Estados Unidos, Alemania, Irlanda y próximamente en Inglaterra.

Ahora bien, vamos a detenernos un momento en el modelo que plantea la supervisión por objetivos toda vez que caracteriza la propuesta de cambio en la estructura de regulación financiera inglesa. Este modelo plantea separar la supervisión según las funciones y propósitos que se quieren tutelar. Así, se designa un supervisor para velar

(21) Sobre el tema, véase: FERRÁN, Ellis. *The Break-up of the Financial Services Authority*. En: *University of Cambridge Faculty of Law Research Paper Series No. 10/04*, octubre 2010.

(22) Al respecto se recomienda leer: LLEWELLYN, David. *Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: The Basic Issues*. Documento presentado al World Bank Seminar *Aligning Supervisory Structures with Country Needs*, 2006.



Ljubica Vodanovic Ronquillo

por la protección del ahorro del público y por la solidez y estabilidad de los mercados financieros, ambos objetivos de interés público pues satisfacen los intereses de la colectividad e impactan directamente en la economía del país. Por otro lado, se designa a un supervisor distinto para proteger al consumidor financiero y velar porque este reciba un servicio financiero idóneo, supervisando el cumplimiento de las reglas de conducta que rigen a todas las industrias de servicios financieros, y cuidando de esta forma la protección de un interés individual (que es el interés del consumidor). A ambos supervisores se les encomienda un objetivo específico y se les atribuye responsabilidad por su incumplimiento⁽²³⁾.

Tomando como base esta supervisión por objetivos, es que Inglaterra ha planteado los cambios en su estructura regulatoria que se mencionan a continuación.

3.3.1. La *Financial Conduct Authority* (FCA)

La FSA que hasta hoy se encarga de supervisar todos los mercados financieros, cambiaría sus siglas por las de FCA (*Financial Conduct Authority*), encargándose a partir del 2013 de regular y supervisar el cumplimiento de las reglas de conducta por parte de todas las empresas que brindan servicios financieros (sean bancos, empresas de seguros, o esquemas colectivos de inversión). Su principal objetivo será proteger la confianza del consumidor en los servicios financieros, cuidando que aquel se encuentre debidamente informado y reciba un trato idóneo.

La FCA velaría también por el objetivo de la integridad de los mercados financieros, asumiendo la tarea de regular y supervisar la prevención del lavado de activos y financiamiento del terrorismo. Asimismo, se encargaría de promover la libre y leal competencia en los mercados financieros, dado que ello contribuye a la eficiencia del sistema y redundando en el bienestar de los usuarios.

El poder que sería conferido a la FCA le permitiría incluso frenar la comercialización de un producto o servicio financiero si lo considera perjudicial para el consumidor. En este extremo,

los reguladores ingleses reconocen que todo producto o servicio financiero genera riesgos, algunos en menor y otros en mayor medida, por lo que se requiere una autoridad especializada que se encargue de proteger al usuario. Ellos consideran que para productos sofisticados, se justifica una autoridad de consumo sofisticada.

Adicionalmente, la FCA también tendría la tarea de fomentar la inclusión financiera, mejorar la educación financiera y manejar esquemas de compensación que estarían formados por el aporte voluntario de la propia industria, los que tendrían como finalidad reparar situaciones de abuso frente a los usuarios de las entidades financieras (generadas, por ejemplo, a través del empleo de cláusulas abusivas en la contratación).

En resumen, todas las entidades que presten servicios financieros estarían sometidas a la regulación y supervisión de la FCA con el objetivo de proteger al consumidor financiero.

3.3.2. El *Bank of England*

El *Bank of England*, que hasta la fecha es la autoridad encargada de la política monetaria, siendo el órgano emisor de la moneda y el responsable de mantener su estabilidad y controlar la inflación, pasaría a convertirse a partir del 2013 en el supervisor prudencial de los mercados financieros en Inglaterra.

Dentro de sus objetivos estaría velar por la estabilidad monetaria y ser el regulador y supervisor prudencial, tanto a nivel microprudencial como macroprudencial. Además, continuaría siendo el encargado de los servicios de canje y compensación para todas las industrias.

(23) Para entender gráficamente este modelo, analicemos una emisión de bonos estructurados por parte de una entidad financiera (tales como los *asset backed securities* que contribuyeron a la crisis). El impacto de esta operación en la solidez y solvencia de la empresa, y el eventual riesgo sistémico que podría generar su incumplimiento, estaría a cargo de un supervisor; mientras que la comercialización de estos activos en el mercado, y concretamente la información que se brinde respecto de sus características y riesgos al usuario, estaría a cargo de otro supervisor.

Una visión global de la regulación financiera y una propuesta interesante: el caso de Inglaterra

El *Bank of England* se encargaría de la supervisión y regulación microprudencial a través de una subsidiaria que se denominaría *Prudential Regulatory Authority* (PRA), cuya función sería velar por la solidez y solvencia de las entidades financieras concebidas individualmente. Sujetas al ámbito de competencia de la PRA estarían todas aquellas entidades que operen con recursos del público o que, por sus funciones y características, puedan ser capaces de generar riesgo sistémico. Este es un aspecto interesante de destacar pues la propuesta inglesa confiere la carga de una regulación y supervisión prudencial exclusivamente a las entidades respecto de las cuales dicha medida se justifica, siendo que para el resto será suficiente seguir las reglas de conducta a cargo de la FCA.

Otro aspecto interesante de la propuesta es que este regulador prudencial tendría poder de veto frente a la FCA si considera que un objetivo de protección al consumidor financiero podría perjudicar un objetivo de prudencia o que la regulación podría generar ineficiencias, duplicidades o un mayor costo para el público.

Este poder de veto refleja que el gobierno inglés ha efectuado una ponderación de los objetivos de supervisión en los mercados financieros, priorizando el objetivo prudencial, de orden público, frente a la protección del consumidor financiero que es un objetivo de interés individual. Consideramos que al existir esta facultad de veto, que no encontramos en el modelo americano, se podrían solucionar los conflictos que se producen cuando varias autoridades tienen a su cargo objetivos de supervisión distintos e contrapuestos entre sí en algunas ocasiones. Como señala David Llewellyn, la regulación siempre tiene un costo, siendo lo importante el tratar de obtener un balance favorable para que dicha regulación sea un juego de suma positiva, de modo que al final se logre una mejora en el bienestar de la colectividad, no obstante los costos incurridos⁽²⁴⁾.

En lo que respecta a la regulación y supervisión macroprudencial, el *Bank of England* directamente asumiría

dicha función, entendida como la protección de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, detectando y controlando los riesgos sistémicos a efectos de cuidar que éstos no generen inestabilidad financiera y puedan afectar el crecimiento económico del país⁽²⁵⁾.

El *Bank of England* tendría, además de su subsidiaria, los siguientes órganos dentro de su estructura: (i) un órgano de políticas monetarias (*Monetary Policy Committee*), (ii) uno de políticas financieras (*Financial Policies Committee*); y, (iii) una unidad encargada de detectar el riesgo sistémico (*Systemic Risk Unit*), la cual, una vez detectada una entidad sistémica que requiera apoyo, generaría un *trigger* (es decir, una alerta) que provocaría que la autoridad denominada *Systemic Resolution Regime Authority* planifique el esquema de salvataje de la entidad en problemas.

Como se ha podido apreciar, la propuesta inglesa ha reconocido en el *Bank of England* la capacidad de velar por la estabilidad financiera y el crecimiento económico del país, toda vez que por sus funciones conoce la estrecha dinámica entre ambas variables. No obstante, la combinación de la regulación prudencial y la política monetaria siempre ha generado escepticismo por parte de los reguladores que consideran que podría haber un conflicto de intereses al conferirse a una autoridad ambas tareas, ya que ésta podría sentirse tentada de usar su política monetaria como herramienta para inyectar liquidez a bancos en problemas, en lugar de manejar la inflación.

Ciertamente, se discute si la estabilidad monetaria de un país podría verse afectada por la necesidad de mantener a los bancos a salvo.

(24) LLEWELLYN, David. *The Economical Rationale for Financial Regulation*. En: *FSA Occasional Papers in Financial Regulation*, 1999; p. 45.

(25) Sobre la importancia de la supervisión macroprudencial, especialmente a raíz de la crisis, véase: HANSON, Samuel Gregory, Anil K. KASHYAP y Jeremy C. STEIN. *A Macroprudential Approach to Financial Regulation*. En: *Chicago Booth Research Paper No. 10-29*, noviembre 2010.



Ljubica Vodanovic Ronquillo

Aunque los ingleses no descartan este riesgo, consideran que es mayor el beneficio de conferir la regulación prudencial a la banca central dado que es una autoridad independiente del gobierno central, ágil y lista para inyectar liquidez en un mercado que conoce, sin tener que esperar respuesta en otros organismos y sin afectar el crecimiento económico del país, que también le corresponde tutelar.

4. El modelo de la regulación financiera en el Perú

Finalizaremos el presente artículo reseñando de manera breve el modelo de regulación y supervisión financiera establecido en nuestro país. En el Perú contamos con cuatro autoridades supervisoras en los mercados financieros: la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS), la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), el Banco Central de Reserva (BCR) y el Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (INDECOPI). Las dos primeras creadas para la industria que regulan⁽²⁶⁾ y cada una con competencias y responsabilidades específicas, pero que no necesariamente coordinan entre sí.

A pesar de tener varios supervisores, nuestro país se caracteriza por contar con un mercado financiero integrado, en el cual destaca la universalización del negocio financiero y la presencia de conglomerados, lo que permite que una entidad regulada pueda efectuar operaciones tanto en la industria financiera (a través, por ejemplo, del otorgamiento de préstamos o la venta de seguros), como en el mercado de valores (emitiendo valores mobiliarios); o que un producto expuesto a un riesgo crediticio luego pueda estarlo a un riesgo de mercado y hasta de liquidez, como fácilmente ocurre en el mercado de derivados, todo lo cual hace que el mercado financiero se enfrente a *shocks* comunes.

Por otra parte, existen entidades reguladas por la autoridad prudencial (la SBS) que no operan con recursos del público ni generan riesgo sistémico y respecto de las cuales, en nuestra opinión, no se justificaría una mayor carga regulatoria que no sea la de cuidar la conducta de sus negocios. Es el caso de las entidades especializadas como son las empresas de *factoring*,

de leasing, administradoras hipotecarias y de todas aquellas que brindan servicios complementarios y conexos.

Teniendo en cuenta el particular modelo de regulación financiera establecido en nuestro país, resulta oportuno plantearnos si los cambios experimentados en la regulación financiera a nivel global a partir de la crisis financiera y los interesantes planteamientos regulatorios existentes (como es la propuesta inglesa que hemos descrito), deberían servirnos para reflexionar sobre la conveniencia del modelo de regulación financiera y de la estructura supervisora que tenemos actualmente. Ello con la finalidad de contar con la mejor estructura regulatoria, que nos permita evitar o mitigar los efectos de las crisis financieras que eventualmente se desarrollen en el futuro.

En tal sentido, consideramos necesario analizar si una estructura regulatoria que persiga la industria y sus funciones podría servirnos a los objetivos de la regulación de los mercados financieros descritos al inicio del presente artículo, o si más eficiente sería adoptar un modelo como el propuesto en Inglaterra de *picos gemelos*, que tenga por finalidad supervisar de manera independiente la prudencia y estabilidad del sistema en las entidades que así lo justifiquen y la conducta en los negocios de toda entidad que opere en los mercados financieros (sea en el ámbito financiero o en el mercado de valores).

Por último, en lo que se refiere a la participación de la banca central en la regulación financiera, ello deberá ser analizado teniendo en cuenta las características del mercado peruano y de sus autoridades; pues, a diferencia del caso inglés, en el Perú la autoridad prudencial no ha demostrado incapacidad para hacer frente

(26) La SBS supervisa las entidades del sistema financiero, de seguros y fondos privados de pensiones, mientras que la SMV supervisa el mercado de valores.

Una visión global de la regulación financiera y una propuesta interesante: el caso de Inglaterra

a sus objetivos de supervisión sino todo lo contrario.

Debe tenerse en cuenta para cualquier reflexión que pretenda realizarse sobre el tema examinado, que cada país es diferente y presenta particularidades que hacen que una opción exitosa en un país no necesariamente pueda serlo en otro.

5. Reflexiones finales

Los reguladores ingleses, haciendo gala de su flamante escepticismo, no saben si es posible hablar de una mejor estructura de regulación y supervisión financiera, hasta que esta sea probada en la práctica. Sin embargo, concluyen lo siguiente:

- Se muestra un creciente rol de la banca central en la regulación y supervisión financiera a partir de la crisis, en contraste con la tendencia que imperaba antes de ésta de optar por megareguladores separados de la banca central.

- Se muestra una tendencia a la regulación por objetivos, frente a la regulación funcional o por industrias.
- Destaca la creación de órganos responsables de una supervisión macroprudencial que se diferencien (pero coordinen) con órganos de supervisión microprudencial, como se puede apreciar en la reforma regulatoria de Estados Unidos y la propuesta de Inglaterra
- Destaca el empoderamiento que se confiere a las autoridades de consumo (como darles la posibilidad de frenar el comercio de un producto); sin embargo, es necesario que en los mercados financieros éstas sean autoridades técnicas y sofisticadas.
- La autorregulación ha dejado de ser una opción eficiente en las estructuras regulatorias financieras.

Los cambios experimentados en la regulación financiera a nivel global a partir de la crisis y los interesantes planteamientos regulatorios existentes a nivel comparado (como es la propuesta inglesa que hemos descrito), deberían servirnos para reflexionar sobre la conveniencia del modelo de regulación financiera y de estructura supervisora que tenemos actualmente en nuestro país. (18)