

Narghis Torres(*)

Alineando intereses: **nuevos paradigmas, riesgo sistémico y conflictos de interés** en la regulación financiera y del mercado de valores(**)(***)

«DESTINAR EL IMPUESTO A LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS (ITF) AL FONDO DE SEGURO DE DEPÓSITO, REESTRUCTURANDO DICHO FONDO COMO UN FONDO DE SEGURO SISTÉMICO, PARA HACER FRENTE A SITUACIONES QUE PUEDAN GENERAR RIESGO SISTÉMICO O LOS EFECTOS DEL MISMO. DE ESTA MANERA, SE LE DARÁ UNA MEJOR UTILIDAD A UN IMPUESTO QUE HA SIDO CALIFICADO MAYORITARIAMENTE COMO ANTITÉCNICO».

1. Primero, ¿matemos a todos los... banqueros?

Si Shakespeare estuviera vivo, probablemente muchos influenciados por lo que actualmente se lee o escucha sobre los supuestos responsables de la crisis financiera internacional le propondrían que reescribiese la frase dicha en la Segunda Escena del Acto IV de *Henry VI* -"primero, matemos a todos los abogados" por "primero, matemos a todos los

(*) Abogado por la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Master en Derecho (LL.M) por la Universidad de Chicago. Profesor de la Universidad ESAN.

(**) "Greed-for lack of a better word-is good.
Greed is right. Greed works.
Greed clarifies, cuts through, and captures the essence of the evolutionary spirit.
Greed, in all of its forms-greed for life, for money, for love, for knowledge-has marked the upward surge of mankind
And greed-you mark my words-will not only save Teldar Paper, but that other malfunctioning corporation called USA".
Gordon Gekko en Wall Street.

(***) "Greed doesn't cut it as a satisfying explanation for the current financial crises.
Greed was necessary but insufficient;
In any case we are likely to eliminate greed from our national character as we are lust and envy.
The fixable problem isn't the greed of the few but the misaligned interests of the many".
Michael Lewis. *End of Financial World as we know it*. New York Times, 4 de enero de 2009.

banqueros"- para que pudiesen utilizarla para graficar tanto a los supuestos culpables de ella como para acabar con la avaricia que, según muchos, es la causa de todo. Si antes era una competencia reñida por quienes eran más impopulares -a veces justificadamente- en el imaginario colectivo, en los tiempos actuales los que están en el ojo de la tormenta son los banqueros y no los abogados.

Sin duda, si queremos reflexionar y encontrar respuestas respecto del hombre y de la sociedad, volver a los clásicos como Shakespeare es siempre inspirador. En las obras de Shakespeare, se han tratado los grandes temas relacionados con el hombre y pocos como el han sabido describir la naturaleza humana y de la sociedad. Tanto así que Harold Bloom afirma que Shakespeare "inventó" el concepto de "lo humano"⁽¹⁾. Sin embargo, así como la frase originaria sobre los abogados en *Enrique VI* es malentendida y sacada de contexto -ya que, en realidad, el personaje de Shakespeare propone matar a los abogados porque eran un obstáculo para lograr sus propósitos ilegítimos-, en la actualidad gran parte de lo que se sostiene sobre que los principales responsables de la crisis son los financistas -o aun más que es el "mercado" o "el sistema financiero basado en la especulación"- tampoco es exacto y no considera todos los elementos y actores que contribuyeron a la crisis actual.

Es cierto que, en tiempos de crisis, las personas tienden a reaccionar emotivamente⁽²⁾. Sin embargo, este es un "lujo" que los abogados y los que participamos de manera directa o indirecta en el proceso regulatorio no nos podemos dar. La regulación no debe ser catarsis o condena, ni hacerse únicamente sobre la base de encuestas o la "opinión pública", sino que debe ser propuesta rigurosa, pero también creativa con una vocación de permanencia (sin que ello signifique que ciertas situaciones y regulaciones deben ser ajustadas de acuerdo a las circunstancias).

No cabe duda de que la crisis financiera actual es una situación extraordinaria y compleja que va a determinar no solo cambios estructurales en los modelos de negocio globales y productos

«ES LA INNOVACIÓN Y LA VOLUNTAD DE ASUMIR RIESGOS PARA ESTAR MEJOR LO QUE PERMITIÓ EL DESARROLLO ECONÓMICO QUE CARACTERIZÓ A LA ECONOMÍA NORTEAMERICANA Y SU SISTEMA FINANCIERO, HASTA QUE LA "TIRANÍA DEL CORTO PLAZO", LA ESCASA O NULA ATENCIÓN AL RIESGO SISTÉMICO Y LA DEFICIENTE ALINEACIÓN DE INTERESES LO HA LLEVADO A LA SITUACIÓN ACTUAL».

y servicios financieros que hasta hace tan solo unos meses eran los predominantes, sino también en su regulación. Ello, sin duda, no solo tendrá efectos en el Perú, sino que también presenta un gran reto -pero, a la vez, una oportunidad- para repensar y perfeccionar la forma como funcionan y se regulan los servicios financieros y el mercado de valores en el Perú.

Con ello en mente, en el presente artículo, luego de precisar los elementos que determinaron la ocurrencia de la crisis, sostengo, en primer lugar, que la crisis ha puesto en evidencia (de manera dramática) lo que ya venía ocurriendo en otros mercados y que, en nuestro mercado, ya se manifiesta de manera cada vez más clara: que estamos ante un cambio de ciertos paradigmas regulatorios del sistema financiero y del mercado de valores.

En segundo lugar, sostengo que existieron dos aspectos comunes e interrelacionados en

(1) BLOOM, Harold. *Shakespeare: La invención de lo humano*. Bogotá: Editorial Norma.

(2) Véase, al respecto, un interesante análisis de las crisis financieras en KINDLEBERGER, Charles. *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crisis*. 4ta. edición. Wiley: 2000. pp. 13-23. Asimismo, CHANCELLOR, Edward. *Sálvese quien pueda: una historia de la especulación financiera*. Gránica: 2000. pp. 231-279.

Narghis Torres

todas las causas de esta crisis: por un lado, no se consideró la magnitud y las implicancias del riesgo sistémico de las acciones -o inacciones- de los agentes financieros y del Estado y, por otro lado, no existió o no se alinearon los intereses del sector financiero con los de la sociedad debido a los conflictos de interés y a lo que denomino como la “tiranía del corto plazo”.

En tercer lugar, y dada la importancia (qué duda después de lo ocurrido) de ambos temas, señalo que estos no han sido en un caso ni mencionado (por increíble que parezca) o tratados de manera sistemática en la regulación peruana del sistema financiero y del mercado de valores. Realizo algunas propuestas sobre la base de las reflexiones y lecciones que podemos sacar como consecuencia de la crisis financiera internacional.

2. Cuestiones previas

2.1. Primera cuestión previa: ¿Gran Bonetón o Fuenteovejuna?

A efectos de poder apreciar mejor el surgimiento de los nuevos paradigmas regulatorios que planteo, así como de la importancia de entender el rol fundamental que tiene el manejo adecuado del riesgo sistémico y de los conflictos de interés en la regulación financiera, es ilustrativo apreciar como estos temas contribuyeron de manera decisiva a la actual crisis financiera internacional.

En efecto, lo primero que se tiene que precisar es que la “culpa” de la actual crisis financiera no es -únicamente- de los banqueros. O de la “desregulación”. O de la falta o deficiente supervisión⁽³⁾. En realidad, muchos actores y circunstancias confluyeron para generar lo que ha sido denominado como la “tormenta perfecta”⁽⁴⁾. Por eso, más útil que considerar lo ocurrido con la “lógica” del juego del Gran Bonetón, parecería que los más cercano a la realidad es que, como en Fuenteovejuna, más de uno fueron los responsables. Veamos porqué.

2.1.1. Los legisladores y políticos

No sorprende que los legisladores y políticos sean los que vienen señalando insistentemente que la ambición desmedida de los financistas y la no regulación o falta de supervisión son la

principal causa de la actual crisis. Sin embargo, al hacerlo parecen olvidar -o buscan hacernos olvidar- que ellos fueron los que legislaron para dirigir recursos públicos y dieron incentivos al sector privado para que otorgasen créditos al denominado sector *sub prime* o de alto riesgo, que no reunía las condiciones crediticias ni prudenciales para asumir una hipoteca. Todo estaba convenientemente “justificado” con un discurso populista a favor del otorgamiento de viviendas a dicho sector.

En tal sentido, las políticas aprobadas distorsionaron el costo y el riesgo real de los financiamientos. Y fue esta intervención estatal inicial lo que dio inicio a la burbuja hipotecaria estadounidense que, luego, devendría en la crisis hipotecaria y que posteriormente generaría la crisis financiera actual.

2.1.2. Entidades financieras hipotecarias públicas

Siguiendo las directivas aprobadas por los legisladores y políticos anteriormente señaladas, entidades hipotecarias públicas como Freddie Mac y Freddie Mae (con funciones similares al Programa Mi Vivienda) destinaron recursos, diseñaron programas crediticios y otorgaron garantías a favor del sector de alto riesgo para que estos pudiesen acceder a créditos hipotecarios. Así, por increíble que parezca, facilitaron el otorgamiento de créditos a personas que no podían dar una cuota inicial o cofinanciar una hipoteca, o a personas que no tenían un trabajo que les generase ingresos razonablemente predecibles y constantes.

2.1.3. Los bancos centrales

La Reserva Federal estadounidense, pero también muchos otros de los principales bancos centrales basaron su política monetaria

(3) Véase *La desregulación causó la crisis: una mirada en perspectiva al caos internacional*. En: *La República*. Lima: 11 de septiembre de 2008. p. 14.

(4) Véase *Link by link*. En: *The Economist*. 18 de octubre de 2008. pp. 79-81.

Alineando intereses: nuevos paradigmas, riesgo sistémico y conflictos de interés en la regulación financiera y del mercado de valores

en reducir las tasas de interés a niveles tales que abarataron el costo del crédito, favoreciendo el sobreendeudamiento debido al bajo “costo” del dinero. Y no tomaron en cuenta que existía un exceso de liquidez a nivel mundial.

Como ha quedado demostrado con la actual crisis, estas intervenciones de los bancos centrales introducen incentivos elementos exógenos que distorsionan el costo real y los riesgos del mercado crediticio y desincentivan el ahorro, lo que debilita aun más a cualquier economía altamente apalancada⁽⁵⁾.

2.1.4. Entidades prestatarias (financieras y no financieras)

Aquí identificamos dos grupos con intereses interconectados que, por no alinear adecuadamente sus intereses y una visión de corto plazo, también contribuyeron no solo a la crisis de sus organizaciones -llevándolas en algunos casos a la quiebra o a su forzada toma de control por parte del Estado- sino que incrementaron el ya elevado riesgo sistémico que caracteriza al actual sistema financiero internacional.

Un primer grupo son los accionistas y miembros del directorio, muchos de ellos institucionales o funcionarios de las propias empresas, que presionaron y/o permitieron que sus equipos gerenciales diesen los préstamos de alto riesgo o realicen inversiones altamente apalancadas, sin capitalizar sus empresas, lo que las dejó vulnerables cuando se desató la crisis hipotecaria.

El segundo grupo es el de los funcionarios, que, motivados por el hecho de que los préstamos que colocaran no quedarían en la mayoría de los casos en los libros de sus instituciones -puesto que serían “empaquetados” y transferidos a terceros- y por sus esquemas de compensación basados en metas de corto plazo que no consideraban las consecuencias de sus decisiones financieras en el mediano o largo plazo, colocaron estos préstamos a personas de alto riesgo crediticio, “transfiriendo” el problema a quienes finalmente adquiriesen esos créditos en el futuro.

2.1.5. Bancos de inversión

Al respecto, es importante tener presente el cambio del modelo de negocio de los principales bancos de inversión independientes americanos ocurrido en los últimos 20 años, de estar basado en la asesoría financiera y la intermediación, a uno basado en la negociación propia (*proprietary trading*)⁽⁶⁾, altamente apalancado (llegando incluso a ratios entre 30 y 40 veces su capital), mínima capitalización e inadecuada alineación de intereses de sus funcionarios debido a su esquema de compensación cortoplacista y sin considerar las perspectivas de mediano y largo plazo de sus propias instituciones y del sistema financiero que les permitía obtener tales ganancias, lo que terminó siendo un modelo autodestructivo y que contribuyó decididamente al agravamiento de la crisis.

Adicionalmente a todo ello, fueron estos bancos de inversión los que idearon, estructuraron y colocaron los vehículos (los *Structured Investment Vehicles* o SIV) y productos financieros que permitieron “empaquetar” y transferir los créditos de alto riesgo, entre ellos los últimamente controvertidos y por muchos cuestionados derivados, entre ellos los *Collateralized Debt Obligations* (CDO) y *Credit Default Swaps* (CDS). Si bien estas creaciones financieras facilitaron la transferencia de riesgos, su desarrollo exponencial no fue adecuadamente manejado tanto por los propios bancos, inversionistas como por los reguladores y el Estado.

En efecto, a diferencia de Warren Buffet que los calificó incluso de “armas de destrucción masiva” y otros que advierten sobre los

(5) COOPER, George. *The Origins of Financial Crisis: Central Banks, Credit Bubble and the Efficient Market Fallacy*. Harriman House, 2008. p.19.

(6) El *Proprietary Trading* tiene un alto potencial para generar situaciones de conflicto de interés y generar prácticas cuestionables -y sancionables- como las del “*front running*”, es decir negociar realizando operaciones beneficiosas a costa de sus clientes que atenta contra principios del mercado de valores como el de transparencia, así como contra uno de los estándares en la intermediación como es el de *best execution* en favor de los clientes.

Narghis Torres

supuestos peligros de la innovación financiera⁽⁷⁾, en mi opinión tales derivados no tienen por qué ser cuestionados, como no lo tienen que ser los autos por el hecho de que los que los conducen puedan ocasionar accidentes de tránsito. Ese es un riesgo que conscientemente las sociedades han decidido tomar porque consideran que los beneficios justifican los costos y no han considerado como una propuesta razonable o viable prohibirlos con el propósito de que no ocurran accidentes de tránsito.

Los CDO representan todo o parte de créditos, de acuerdo a su nivel de garantías y riesgos. Por su parte, los CDS básicamente representan un seguro o apuesta a si una entidad o Estado va a incumplir con sus obligaciones. Es decir, una empresa se compromete a pagarle a otra empresa el principal de un bono si el emisor no cumple con pagarle, a cambio de una prima, que usualmente es del 2% del monto garantizado.

Los CDS son contratos negociados fuera de mecanismos centralizados de negociación (*over the counter* u OTC). Su plazo usual es de cinco años. Como no están regulados, no hay límite en cuántos CDS puede vender una empresa.

Inicialmente, estos productos tuvieron un propósito de cobertura. Sin embargo, derivaron en uno fundamentalmente especulativo. Esto se puede concluir de su crecimiento exponencial, a tal punto que en el 2007 alcanzaron un monto estimado de US\$ 45.5 trillones y a la fecha llegan aproximadamente a US\$ 62 trillones, a pesar de que las emisiones que estos CDS cubren no alcanzan los US\$ 5 billones. Se calcula que por cada bono de US\$ 1,000 existen más de 12 instituciones que lo cubren. Se ha llegado a estimar que existen instituciones que han vendido estos contratos por más de 4 veces su capital.

Es ilustrativo señalar que estos instrumentos llegaron a ser colocados en el Perú para cubrir riesgo soberano del Perú, es decir, para cubrir -¿o especular?- respecto de un eventual incumplimiento por parte del Estado Peruano en el pago de los intereses de sus bonos soberanos.

En efecto, el Banco BBV colocó estos instrumentos cubiertos por Bear Stearns, el banco de inversión cuya crisis y venta

forzada a JP Morgan en el 2007 fue una de las primeras señales de la actual crisis financiera, por más de US\$ 150 millones a inversionistas institucionales -entre ellos AFP locales- y que fueron denominados *Credit-Linked Notes*, llegándose a comentar al respecto que "quizá se pudo colocar más, pero limitaciones en la regulación peruana generaron obstáculos"⁽⁸⁾.

Un aspecto que es relevante mencionar es el hecho de que a pesar de la crisis por la que atravesó Bear Stearns, la clasificación de riesgo de estos instrumentos nunca fue modificada por las clasificadoras locales que tuvieron a cargo su clasificación, lo que permite una vez más cuestionar la oportunidad y utilidad de sus clasificaciones o los conflictos de interés que les impide tener los incentivos adecuados para hacer la revisión de dicha clasificación de manera oportuna. Este tema será tratado más adelante cuando examinemos el rol de las clasificadoras de riesgo y su contribución a la crisis financiera actual.

Ciertamente, por su volumen, tanto los CDO como los CDS -pero, en particular, los CDS- contribuyeron a que exista riesgo sistémico y crisis crediticia. O la aumentaron, ya que las instituciones financieras no sabían o incluso a la fecha no saben con exactitud cuantos CDS tienen sus contrapartes y a qué empresas están expuestas. Es decir, no existe información exacta sobre sus aspectos cuantitativos y cualitativos.

Sin embargo, lo cuestionable respecto de ellos es que, en el proceso de estructuración y colocación, no se identificó y reveló a quienes adquirieron los potenciales riesgos y no se diseñó un mecanismo transparente y centralizado de negociación y liquidación, dado el elevado número de los que se emitieron,

(7) BOOKSTABER, Richard. *A demon of our own design: Markets, Hedge Funds, and the Perils of Financial Innovation*. Wiley, 2007. p. 7-33.

(8) Véase *Derivados Financieros en el Perú*. En: *Perú Económico*. Volumen XXIX. Número 7, julio 2006. p. 1.

especialmente por aquellas entidades que no tenían la suficiente base de capital para honrarlos.

Finalmente, tampoco se evitó o administró adecuadamente los conflictos de interés, ya que estos bancos no solo asesoraban en la estructuración de los referidos productos financieros, sino que daban el financiamiento a los potenciales adquirentes y les daban el servicio de liquidación (*clearing and settlement*) y mercado secundario (*market makers*), todo bajo la modalidad denominada eufemísticamente Intermediación Preferente (*prime brokerage*).

2.1.6. Clasificadoras de riesgo

Si consideramos que, días antes de la quiebra de Enron, las clasificadoras de riesgo aún mantenían la clasificación de AAA a dicha empresa y sus bonos (y, a pesar de que el gobierno americano acaba de darle un préstamo de emergencia a General Motors, las clasificadoras aún le mantienen su *rating* de AAA), no “debería” sorprendernos que en esta oportunidad las mismas clasificadoras otorgaron también clasificaciones de grado de inversión a los valores que representaban los créditos de alto riesgo “empaquetados” a los que nos hemos referido líneas arriba, lo que hizo posible que estos fueran adquiridos incluso por inversionistas institucionales como los fondos de pensiones, compañías de seguros, bancos comerciales, etcétera, que debían mantener altos estándares fiduciarios de diligencia en la evaluación y realización de sus inversiones.

Sin embargo, por increíble que parezca, esto volvió a ocurrir. Y fue uno de los factores que facilitó que el riesgo de tales inversiones se distribuyese masivamente, lo cual, desde el punto de vista de manejo de riesgos, era lo que todos buscan. Y ello no solo es razonable, sino deseable. Sin embargo, cuando se distribuye el riesgo, también se distribuye la potencial pérdida. Y, en este caso, el “riesgo” que se distribuía no era el real, como se descubriría al momento en que la crisis se desencadenó.

Sin duda, el replanteamiento del rol de estas clasificadoras, su carácter obligatorio y quien debería compensar su trabajo es una necesidad, como veremos más adelante.

2.1.7. Aseguradoras y Mejoradores de Riesgo

Las compañías aseguradoras y las compañías garantizadoras o mejoradoras de bonos como Ambac Financial o MBIA también contribuyeron a la actual crisis. Y están asumiendo

las consecuencias; como lo demuestra el hecho de que AIG, la aseguradora más grande del mundo, tuviese que ser rescatada por el gobierno estadounidense para evitar el efecto sistémico que hubiese ocasionado que incumpliese con sus obligaciones de contraparte.

En efecto, las aseguradoras también quisieron participar de las ganancias derivadas del negocio inmobiliario de alto riesgo a través de asegurar o adquirir los CDO, los derivados financieros que permitieron su distribución; asimismo, del negocio de cobertura del riesgo de incumplimiento (*default*) de las instituciones que emitían estos instrumentos, o de aquellos que los intermediaban, a través de los CDS. Esto implicaba que las aseguradoras tuviesen que estimar el riesgo de estos instrumentos. Sin embargo, como he señalado anteriormente, lo hicieron sobre la base de clasificaciones de riesgo cuestionables y sin contar con toda la información que les permitiese apreciar cuántos CDO y CDS eran emitidos por los emisores que aseguraban, debido a que estos no se negociaban en un mecanismo centralizado, lo que incrementó exponencialmente su exposición de cobertura. Y como estos instrumentos, a pesar de cumplir la función de seguros, no eran considerados como tales por la regulación de seguros, no eran supervisados ni se les exigía coberturas de capital, por lo que tuvieron los incentivos para emitir coberturas de estos instrumentos desproporcionadas a su capacidad real de cobertura en caso de incumplimientos.

Y fue justamente esta incapacidad de cobertura lo que llevó a la caída del banco de inversión Bear Stearn y de AIG, por citar dos ejemplos emblemáticos.

2.1.8. Reguladores

Los reguladores bancarios y del mercado de valores también tienen su cuota de responsabilidad en la crisis financiera actual.

Narghis Torres

En resumen, las principales críticas a su gestión se debe a su deficiente supervisión o a la falta de proponer regulación respecto de lo siguiente: (i) niveles de apalancamiento; (ii) metodologías de valorización; (iii) información sobre volúmenes y riesgo de instrumentos y contrapartes; (iv) mecanismos de negociación y liquidación para instrumentos financieros como los CDO y CDS cuando estos alcanzaron volúmenes significativos y de alto riesgo sistémico; y, (v) instrumentos en función del rol que cumplían y de sus efectos, como los CDS y sus implicancias como seguros.

2.1.9. Auditores

A los auditores se les cuestiona el no haber objetado prácticas contables inapropiadas de las entidades financieras sobre procedimientos de evaluación de inversiones, así como la forma como mediaban y registraban los riesgos e inversiones que realizaban.

2.1.10. Inversionistas

Los inversionistas también contribuyeron a la actual crisis, pues su deseo de obtener altas rentabilidades los llevó a realizar inversiones en las que muchas veces no evaluaron adecuadamente el riesgo. Y contribuyeron a incrementar el riesgo sistémico al apalancarse muchas veces más allá de lo recomendable o prudente para poder destinar aun más recursos a tales inversiones.

Por otro lado, algunos también consideran que una estrategia de ciertos inversionistas, la denominada ventas en corto descubiertas (*naked short sales*) contribuyó a desestabilizar a las instituciones financieras cuando inversionistas comenzaron a comprar acciones o CDS apostando a que dichas instituciones quebrarían o apostando a que sus acciones bajarían para luego comprarlas o ejecutar los CDS contra aquellas otras instituciones que habían suscrito los CDS de la institución que era objeto de dichas ventas en corto. El tema llegó a generar el reclamo de las instituciones financieras afectadas, quienes presionaron al gobierno americano y a la SEC para que prohibiese el uso de dicha práctica respecto de las instituciones financieras, lo que temporalmente consiguieron en la etapa más

aguda de la crisis. Sin embargo, esta práctica puede también ser justificable porque permite revelar problemas, malos manejos y una real apreciación de la situación y perspectivas de una empresa en un momento determinado.

2.2. Segunda cuestión previa: nuevos paradigmas de la regulación del mercado de valores y del sistema financiero

Como fue planteado por Thomas Kuhn, el concepto de paradigma en las ciencias sociales es ese conjunto de experiencias, creencias y valores que inciden en la forma como percibimos la realidad y como respondemos ante ella, es decir, la forma como entendemos algo. En tal sentido, cuando ocurren hechos que invalidan ciertos supuestos de un paradigma, estamos ante un nuevo paradigma.

En este artículo, sostengo que estamos ante cuatro nuevos paradigmas regulatorios del mercado de valores y del sistema financiero⁽⁹⁾:

2.2.1. La tecnología de la información como “regulación”, “regulador” y base de los mercados de valores y financiero

Los mercados de valores y financieros son ahora un conjunto de redes y plataformas tecnológicas, y de códigos y protocolos que permiten su funcionamiento. Y son estas plataformas las que han permitido y facilitado la globalización. En efecto, en el sistema financiero la globalización se ha logrado gracias a redes y plataformas tecnológicas. Por ello, si queremos regular eficientemente los mercados financieros y de valores, debemos hacerlo en base a los presupuestos de la regulación de redes⁽¹⁰⁾. Y esto es importante para entender y dar respuesta a los problemas actuales que ocurren en los mercados financieros porque

(9) Un interesante e informado análisis sobre los cambios estructurales que vienen ocurriendo en el sistema financiero y que permiten entender mejor los nuevos paradigmas ha sido realizado en EL-ERIAN, Mohamed. *When markets collide: Investment Strategies for the Age of Global Economic Change*. McGrawHill, 2008. pp. 1-19, 99-151.

(10) SHAPIRO, Carl y Hal R. VARIAN. *Information Rules: A Strategic Guide to the Network Economy*. Harvard Business School Press, 1990. p. 8.

Alineando intereses: nuevos paradigmas, riesgo sistémico y conflictos de interés en la regulación financiera y del mercado de valores

la regulación de redes tiene como punto central el entender que una acción u omisión en un punto de la red va a tener un efecto en toda la red porque está interconectada. Y esta interconexión, si bien es socialmente beneficiosa, genera e incrementa el riesgo sistémico.

Y la importancia de esto es determinante para comprender la naturaleza e implicancias de la crisis financiera actual, porque esta interconexión de las plataformas de negociación se hizo aun mayor por la interconexión causada por otros dos elementos: (i) la titulización o securitización que hizo posible que se pudieran de “empaquetar” y distribuir miles de créditos hipotecarios de alto riesgo; y, (ii) los valores mobiliarios o instrumentos financieros como los ya mencionados CDS y CDO que facilitaron que los riesgos derivados de estos créditos se pudiesen distribuir.

2.2.2. De-retailización del mercado de valores

En la década de 1930, en los Estados Unidos, el 90% de los inversionistas era *retail* o minorista no sofisticado, actualmente ese segmento solo representa el 30%. El otro 70% lo componen los inversionistas institucionales. Y el porcentaje de los inversionistas *retail* disminuye aun más en aquellos mercados que no son tan profundos como el peruano. Por ello, esta situación también está ocurriendo en el Perú, donde actualmente los inversionistas más importantes son los institucionales.

Este cambio de composición de actor central en el mercado de valores y, como tal, del objeto principal de su regulación o modelo regulatorio se puede apreciar en lo siguiente:

- a) Exclusión de inversionistas *retail* de nuevos vehículos de inversión. No pueden formar parte de nuevos participantes importantes de los actuales mercados financieros y de valores, tales como los fondos de inversión, hedge funds, etcétera.
- b) Exclusión de inversionistas *retail* de nuevos activos de inversión (asset class), como el capital de riesgo, fondos de cobertura, otros fondos alternativos, etcétera.

- c) Exclusión de inversionistas *retail* de ciertos nuevos mercados, como los denominados mercados electrónicos privados, plataformas de negociación de valores emitidos por oferta privada o 144A, dark pools, etcétera⁽¹¹⁾.
- d) Aumento de la negociación de valores fuera de bolsa (*over the counter* u OTC). Se estima que actualmente entre el 30% y 50% de la negociación de valores en Europa se hace OTC⁽¹²⁾.

Como consecuencia de lo anterior, los mercados financieros y de valores donde actúan inversionistas *retail* tienen ahora las siguientes características:

- a) Debido a la complejidad de los mercados y de la administración de activos, el inversionista *retail* no tiene el conocimiento, la experiencia y el tiempo u oportunidad para administrar un portafolio verdaderamente diversificado.
- b) El inversionista *retail* no decide qué se compra, qué se vende, o qué se mantiene en un portafolio. O, lo que es cada vez más importante, cómo se vota, es decir cómo se toman las decisiones y se lleva a cabo el gobierno corporativo de las empresas en las que tiene inversiones. Ello, en la actualidad, está a cargo de los gestores o administradores de fondos.
- c) Como consecuencia de lo anterior, se presenta el surgimiento del gestor de fondos o *asset manager* como nuevo actor determinante del mercado de valores y del sistema financiero.

(11) Véase *Banks plan new system to trade unregistered securities*. En: <http://www.bloomberg.com>. Visitado el 13 de septiembre de 2007. También: *3 banks join system for trading unregistered securities*. En: <http://www.nyt.com>. Visitado el 13 de septiembre de 2007.

(12) Véase *Big headache or Big Bang: EU securities regulation*. En: *The Economist*. 27 de octubre de 2007. p. 83.

Narghis Torres

d) Concentración de los activos existentes en el mercado de valores en manos de inversionistas institucionales, lo que conlleva a su vez el incremento del riesgo sistémico.

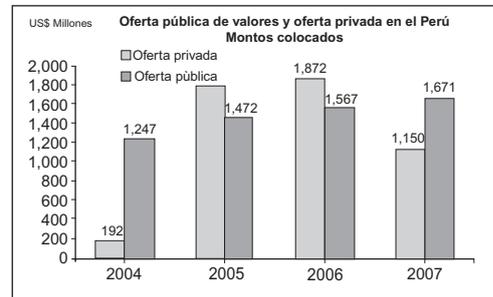
Sin embargo, el inversionista *retail* aún se mantiene como propietario indirecto cuando realiza sus inversiones a través de fondos que invierten en los productos o servicios en los que directamente no puede invertir, por ejemplo, a través de su fondo de pensiones o fondo mutuo. Y es el que al final paga las comisiones, tanto de estos fondos primarios como de los fondos en los que sus fondos primarios invierten, ya que el nivel de especialización ha llevado a que los fondos primarios básicamente se dediquen a realizar distribución de activos (*asset allocation*) y no tanto administren directamente las inversiones en empresas o productos. Por ello, el reto actual de la regulación financiera y del mercado de valores es diseñar y monitorear mecanismos para que el *retail* (i) pueda tomar decisiones informadas respecto de qué fondos elegir y (ii) pueda de manera más fácil tomar decisiones informadas para elegir y monitorear al gestor del fondo más adecuado para su perfil e intereses.

2.2.3. El crecimiento y relevancia de la oferta privada de valores como mecanismo de colocación y elemento determinante del desarrollo del mercado de valores

Como consecuencia de la preeminencia de los inversionistas institucionales respecto de los *retail* o individuales no sofisticados, se utiliza cada vez más a las ofertas privadas como mecanismo de colocación en lugar de ofertas públicas, lo que ha generado el crecimiento de este segmento del mercado de valores, que no es analizado tan profusamente como las ofertas públicas.

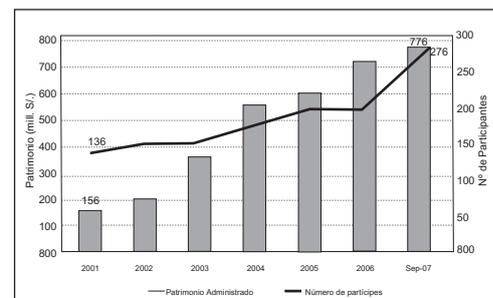
Esta es la tendencia del mercado de valores a nivel internacional y local. En efecto, es conocido que, a nivel internacional, cerca del 90% de las ofertas en el mercado de valores se realizan por oferta privada y que la regulación reconoce y promueve esta forma de financiamiento. En el caso peruano, la mayoría de las ofertas de valores recientes se han realizado por oferta privada, incluyendo aquellas realizadas por los fondos de inversión. En efecto, de acuerdo a las cifras de los propios entes reguladores competentes, el monto colocado por oferta privada en el mercado local ha superado el monto colocado por oferta pública durante los años 2005 y 2006 y casi ha igualado el monto de colocado por oferta pública en el año 2007, tal como se puede apreciar en el siguiente cuadro:

COMPARACIÓN ENTRE MONTOS EMITIDOS POR OFERTA PÚBLICA Y PRIVADA
(Miles de dólares)
Al 31 de diciembre de 2007



Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros (SBS). CONASEV, "Balance del Mercado de Valores al 30 de abril de 2008" en revista: Valores, 2008, p. 15.

El incremento de las ofertas privadas también ha facilitado el desarrollo del mercado de SAFIs y fondos de inversión, con el consiguiente beneficio que ha generado para la economía y el mercado de valores peruano, tal como se aprecia en el siguiente cuadro proporcionado por CONASEV:



Fuente: Conasev

En efecto, en los últimos años se ha experimentado un incremento de dichas ofertas privadas, siendo los principales inversionistas de aquellas los institucionales, quienes también se encuentran regulados para efectos de las inversiones que realizarían.

Alineando intereses: nuevos paradigmas, riesgo sistémico y conflictos de interés en la regulación financiera y del mercado de valores

La preferencia de estos inversionistas institucionales para invertir en fondos privados se debe, por un lado, a una mayor flexibilidad regulatoria en todo sentido, que permite una mayor posibilidad de inversiones que no ofrece la regulación de los fondos públicos; por otro lado, un fondo público tiene mayores costos que uno privado, en razón de las comisiones que se tienen que pagar a CONASEV y a la Bolsa de Valores, obtener y mantener clasificación de riesgo, requerimientos legales de revelación de información al mercado, etcétera⁽¹³⁾.

2.2.4. “Nuevos” actores y modelos de negocio en el sector financiero y el mercado de valores

- a) Como consecuencia de la crisis financiera, estamos apreciando el fin de los bancos de inversión independientes y globales, pero no de la banca de inversión. Esta actividad volverá a concentrarse en la asesoría e intermediación, y dejará la negociación propia (proprietary trading) basada en un alto apalancamiento.
- b) Como consecuencia de lo anterior, se está produciendo el reposicionamiento de “nuevos” jugadores con roles importantes tanto en la asesoría como en el financiamiento: bancos de inversión boutiques, hedge funds, fondos de inversión, fondos de private equity. Ante la actual crisis crediticia, estos jugadores están reemplazando a los Bancos como fuente de financiamientos⁽¹⁴⁾.
- c) Mayor concentración en el sector financiero como consecuencia de las fusiones de entidades financieras, lo que también conlleva a un incremento del riesgo sistémico debido a una “garantía implícita” del Estado a estas entidades porque son “demasiado grandes para dejarlas caer” (*too big to fail*) en caso de una crisis. Lo que a su vez puede llevar a una administración ineficiente o a realizar inversiones riesgosas porque los accionistas y la

administración de dichos bancos actuarían bajo esa supuesta “garantía implícita”.

3. Lineamientos y propuestas para regular el riesgo sistémico y los conflictos de interés en el mercado de valores y el sistema financiero

En política regulatoria, no solo es importante el qué y el cómo, sino también el cuándo. El concepto de oportunidad, de *momentum* para realizar algo. ¿Cuándo se tiene un mayor consenso o menor oposición para realizar algo? ¿Cuándo es viable lograr la aprobación y/o la aplicación de una norma o de un cambio regulatorio? Considerando todo lo expuesto en la primera y segunda parte de este artículo, en mi opinión, es oportuno formular las siguientes propuestas:

3.1. Test de Lineamientos (público y privado)

Para elaborar una política regulatoria razonable y eficiente del mercado de valores y del sistema financiero, lo primero que debemos hacer es definir o acordar los lineamientos que deben guiar la interpretación y aplicación de su regulación, luego las medidas específicas. Por ello, lo primero que propongo es el siguiente Test de Lineamientos a toda regulación o norma que se quiera aplicar de manera general en el mercado de valores y el sistema financiero y, en particular, para regular el riesgo sistémico y los conflictos de interés:

(13) En el caso peruano, el costo de realizar ofertas públicas (estructurarlas, registrarlas y mantenerlas) es considerado uno de los más importantes limitantes para el desarrollo del mercado de valores. Es ilustrativo que el propio Banco Central de Reserva ha estimado que, para una emisión de US\$ 5 mil millones, el costo de la emisión sea de casi la quinta parte del costo efectivo total y que el costo de mantenimiento de una emisión pública oscila entre US\$ 40,000 y 88,000 anuales. Véase *Mercado de Capitales: comencemos reforma simplificando acceso y eliminando sobrecostos*. En: INSTITUTO PERUANO DE ECONOMÍA (IPE). *Comentario Diario*. 8 de junio de 2007.

(14) Por ejemplo, recientemente ICP Capital, un fondo de cobertura americano estructuró un *Credit Facility* por US\$ 121 millones para Cemex, la mayor empresa cementera del mundo. Véase *América Economía*, noviembre 2008. p. 101.

Narghis Torres

- a) Debe alinear los intereses.
- b) Debe incentivar la competencia.
- c) Debe incentivar la transparencia.
- d) Debe realizar un análisis cualitativo y cuantitativo, así como incentivar la revelación y monitoreo, del riesgo sistémico involucrado en cada instrumento, operación o transacción financiera.

Este *test* también puede ser aplicado *ex ante* por cualquiera que desee realizar operaciones o transacciones en el mercado de valores y el sistema financiero como medio para evaluar el riesgo regulatorio de las operaciones y transacciones específicas que se proponen realizar.

3.2. Regulación de riesgo sistémico

Primero, precisaré por qué es importante para el sistema financiero y el mercado de valores el riesgo sistémico, sus implicancias en el caso peruano y qué medidas podemos implementar respecto del mismo.

Al respecto, lo primero a señalar es que el riesgo sistémico es el riesgo de falla del mercado financiero como un todo debido a la transmisión e impacto de los problemas de una entidad financiera a las demás. En tal sentido, el elemento central del riesgo sistémico es la correlación de pérdidas o fallas entre las entidades que integran el sistema financiero y el mercado de valores, lo que se manifiesta usualmente a través de problemas de liquidez que derivan en la incapacidad de una entidad de cumplir con atender requerimientos de retiro de dinero, pago de obligaciones, otorgamiento de garantías o márgenes, honrar sus obligaciones de compensación y liquidación de operaciones, afectando así a sus clientes y contrapartes, tanto directamente, como en la consecuente reducción de precios derivada de la disminución del valor o clasificación de sus activos, lo que a su vez afecta las carteras y posiciones de sus contrapartes, generando así un efecto “dominó” entre todas las entidades del sistema.

En tal sentido, este riesgo se produce debido a la interdependencia que existe entre las entidades que integran el sistema debido a las interrelaciones facilitadas por las plataformas de negociación,

instrumentos financieros y contrapartes, que interactúan de manera simultánea debido a la globalización que caracteriza al actual sistema. El riesgo sistémico tiene dos características que lo hacen particularmente crítico: (i) no puede ser controlado fácilmente⁽¹⁵⁾, ya que cuando el sistema falla en su conjunto es muy difícil poder medir las consecuencias de ello y, en consecuencia, poder estimar sus efectos y/o que alguien esté en capacidad de asumirlos; y, (ii) el propio sistema y sus participantes lo retroalimentan, ya que, paradójicamente, al aplicar la regla fundamental de gestión de riesgos y teoría de portafolio de diversificar las inversiones y riesgos, se incrementa el riesgo sistémico al interrelacionar aun más a las partes.

Lo anterior a su vez cobra mayor relevancia para la economía en su conjunto debido a que los diferentes mercados son interdependientes, como se ha podido apreciar en la crisis actual. En efecto, se ha podido apreciar como la crisis inicial hipotecaria se trasladó al mercado de valores, al mercado de dinero (*money market*) y luego al mercado crediticio (*credit market*) con las graves consecuencias que todos conocemos.

Finalmente, el impacto del riesgo sistémico se magnifica cuando existe un alto grado de apalancamiento y un bajo nivel de capitalización de las entidades que conforman un determinado sistema o mercado. Solo para tener una idea de las consecuencias que puede generar este riesgo, un reciente estudio del FMI señala que, entre el año 1970 y el año 2007, se produjeron 42 crisis bancarias sistémicas en 37 países y que el costo promedio de ellas fue equivalente al 16% del PBI de dichos países⁽¹⁶⁾. De manera ilustrativa, la actual crisis financiera norteamericana ya ha significado solo en

(15) Un riesgo puede ser tratado de cuatro maneras: puede ser evitado, reducido, asumido o transferido. En el caso del riesgo sistémico, ninguna de estas opciones es fácil de implementar.

(16) LAEVEN, Luc y Fabian VALENCIA. *Systemic banking crisis: a new database. Working Paper*. International Monetary Fund, 2008. p. 10.

Alineando intereses: nuevos paradigmas, riesgo sistémico y conflictos de interés en la regulación financiera y del mercado de valores

recursos asignados al plan de rescate el equivalente al 5% del PBI de los Estados Unidos.

En el caso peruano, si bien no existe la situación anteriormente mencionada, el potencial de riesgo sistémico se manifiesta debido al nivel de concentración existente en el sistema bancario⁽¹⁷⁾. Lo anterior es confirmado si uno aplica los indicadores C5 y el Herfindahl HHI, que son dos herramientas reconocidas y utilizadas a nivel estadístico y regulatorio para medir índices de concentración⁽¹⁸⁾.

En efecto, esto es así ya que, según datos a diciembre de 2008, en el Perú, 4 bancos (BCP, BBV, Scotiabank e Interbank) concentran el 82.8% de los créditos y el 86.9% de los depósitos. Adicionalmente, el banco BCP tiene más del 30% en ambos casos. Los siguientes cuadros son ilustrativos:

	Entidad	Set 08	Set 07	Diferencias
1	Banco de Crédito	31.0	30.3	0.7
2	BBVA Continental	25.1	27.3	-2.3
3	Scotiabank Perú	16.3	15.9	0.4
4	Interbank	10.4	9.8	0.6
5	Interamericano de Finanzas	3.4	3.8	-0.4
6	Mibanco	2.7	2.2	0.5
7	Financiero	2.4	2.5	-0.2
8	Citibank	2.3	3.5	-1.2
9	Banco del Trabajo	1.4	1.6	-0.2
10	Falabella Perú	1.4	1.5	-0.1
11	Ripley	1.2	n.d.	-
12	HSBC Bank Perú	1.1	0.5	0.6
13	Banco de Comercio	0.9	1.0	0.0
14	Santander Perú	0.3	n.d.	-
15	Azteca Perú	0.1	n.d.	-
16	Deutsche Bank Perú	n.d.	n.d.	-

Fuente: SBS
n.d. = No hay datos

Esta situación se ha incrementado como consecuencia de la crisis financiera, ya que muchas personas han liquidado sus inversiones en acciones o en fondos mutuos y los han colocado en el sistema financiero, lo que ha originado que los depósitos en los bancos hayan aumentado un 28.5% y en las cajas municipales y rurales un 14.7% de diciembre de 2007 a septiembre de 2008, tal como se puede apreciar en el siguiente cuadro:

	Entidad	Set 08	Set 07	Diferencias
1	Banco de Crédito	36.5	36.4	0.1
2	BBVA Continental	24.3	24.5	-0.2
3	Scotiabank Perú	15.4	16.0	-0.6
4	Interbank	10.4	9.9	0.8
5	Interamericano de Finanzas	3.1	3.6	-0.5
6	Citibank	1.8	2.6	-0.8
7	Mibanco	1.7	1.3	-0.3
8	Financiero	1.7	2.1	-0.4
9	Banco del Trabajo	1.1	1.3	-0.2
10	Banco de Comercio	0.9	1.0	-0.1
11	HSBC Bank Perú	0.8	0.4	0.3
12	Falabella Perú	0.8	0.7	0.0
13	Ripley	0.5	n.d.	-
14	Santander Perú	0.5	n.d.	-
15	Azteca Perú	0.2	n.d.	-
16	Deutsche Bank Perú	0.0	n.d.	-

Fuente: SBS
n.d. = No hay datos

Por otro lado, el riesgo sistémico del sistema financiero peruano también es incrementado no solo por el lado de depósitos y colocaciones, sino también por el lado de inversiones, interrelacionando y transfiriendo dicho riesgo al

(17) MARTHANS, Juan José. *Examinando los riesgos macroeconómicos en Basilea II*. SBS. DT/01/2005. Documento de Trabajo. Lima: Superintendencia de Banca y Seguros, 2005. p. 2.
(18) El HHI se obtiene de la sumatoria de los cuadrados de la participación de mercado de cada institución, mientras el ratio C5 mide la participación de las 5 empresas más grandes en un mercado determinado. Véase MARTHANS, Juan José. *Op. cit.*; pp. 6 y 7.

Narghis Torres

mercado de valores. Por ejemplo, esto ocurre debido a que, del total de los fondos de las AFP peruanas (a octubre de 2008), el 91% está colocado en el Perú, y aun más, porque el 22.5% de sus inversiones son en el sector financiero. Solo para apreciar la magnitud de la exposición al riesgo del sistema financiero local, es ilustrativo que, por ejemplo, en Fondos de Inversión solo tienen invertido el 3.5% de su cartera, tal como se puede apreciar en el siguiente cuadro:

Impacto de la Crisis en la Bolsa y sistema Financiero				
	Dic 07	Sep 08	Diferencia	Var. %
Índice General de la BVL (en puntos)	17,524.8	6,378.7 ^{4/}	-11,146.1	-36.6%
Capitalización bursátil (en mlls. de US\$)	108,219.7	46,377.9 ^{4/}	-61,841.8	-57.1
Inversiones de bancos (en mlls. de S/.)	17,704.4	17,818.4	114.0	0.6%
Inversiones de aseguradoras (en mlls. de US\$)	2,709.7	3,130.0 ^{2/}	420.3	15.5%
Fondo Privado de Pensiones (en mlls. de US\$)	60,406.0	45,520.1 ^{1/}	-14,885.9	-24.6%
Fondos mutuos (en mlls. de US\$)	4,332.3	2,938.0 ^{3/}	-1,394.3	-32.2%
Fondos colectivos (en mlls. de US\$)	58.6	75.3	16.7	28.5%
Depósitos bancarios (en mlls. de S/.)	75,003.8	91,797.0	16,793.2	22.4%
Depósitos en cajas municipales y rurales (en mlls. de S/.)	728.5	835.4	106.9	14.7%

1/ Al 17 de octubre del 2008
3/ Al 23 de octubre del 2008
Fuente: SBS, Conasev, VBL

2/ A Agosto del 2008
4/ Al 24 de octubre del 2008

Inversiones de las AFP (Al 24 de octubre)	
Cartera Administrativa (mlls. S/.)	43,632
Inversiones Locales (%)	91.2
Gobierno y BCRP	25.5
Sistema Financiero	22.5
Sistema no Financiero	35.3
Fondos de Inversión	3.5
Sociedades Titulizadoras	4.4
Inversiones en el Exterior	12.1

Fuente: SBS

Y, si bien la SBS viene regulando dos aspectos determinantes para el control del riesgo sistémico como son los niveles de capitalización y apalancamiento de las entidades del sistema financiero, por el lado normativo, no existe una sola mención al riesgo sistémico en la regulación bancaria peruana y solo una en la del mercado de valores. En efecto, esta última es la Directiva 001-2002-EF/94.20 de CONASEV; en la que se

hace referencia a un documento del IOSCO sobre *Objetivos y Principios de la Regulación del Mercado de Valores* en que se señala que uno de los tres objetivos de toda regulación del mercado de valores es la “reducción del riesgo sistémico”. Y lo conceptualiza como riesgo de quiebra y que deber tener dos objetivos al respecto: (i) evitarlo, mediante exigencias de capital y de control interno; y, (ii) si no es posible evitarlo, aislarlo.

En tal sentido, plantea cuatro exigencias: (i) que los intermediarios cuenten con recursos propios suficientes; (ii) que los intermediarios cuenten con capacidad de liquidar su negocio y sus posiciones sin pérdidas para clientes, contrapartes y sin daños al sistema; (iii) que los intermediarios cuenten con una gestión efectiva de riesgo para absorber pérdidas que se puedan producir y limitar la toma excesiva de riesgos; y, (iv) la existencia de un sistema de compensación y liquidación debidamente supervisado y que cuente con herramientas efectiva de riesgo.

Considerando todo lo anterior y el hecho de que, a nivel internacional, será muy difícil una respuesta única, debido a que no existe un regulador financiero global o una entidad financiera que responda en todos los casos (*lender of last resort*), considero que la forma de tratar el riesgo sistémico debe darse en tres niveles: (i) a nivel internacional, establecerse lineamientos de cómo de ser regulado a nivel de cada país; (ii) establecer regulación concertada en los casos de entidades financieras que realicen sus operaciones en más de un país; y, (iii) medidas específicas en cada país en función de las características particulares de cada sistema financiero.

Para el caso peruano, propongo las siguientes medidas:

- Destinar el Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF) al Fondo de Seguro de

Alineando intereses: nuevos paradigmas, riesgo sistémico y conflictos de interés en la regulación financiera y del mercado de valores

Depósito, reestructurando dicho fondo como un Fondo de Seguro Sistémico, para hacer frente a situaciones que puedan generar riesgo sistémico o los efectos del mismo. De esta manera, se le dará una mejor utilidad a un impuesto que ha sido calificado mayoritariamente como antitécnico, haciendo que todos los que utilizan y se benefician del sistema contribuyan a su preservación y mejor funcionamiento, más aun cuando durante la crisis actual algunos estados incluso tuvieron que garantizar el 100% de los depósitos bancarios para evitar retiros masivos o generar confianza⁽¹⁹⁾.

Lo anterior cobra mayor relevancia si se tiene presente el monto del Fondo de Seguro de Depósito (FSD) en relación a las cantidades que supuestamente garantiza. Dicen que una imagen vale por mil palabras. En este caso, las cifras del cuadro siguiente son ilustrativas sobre la desproporción existente. Así, se aprecia que, a octubre de 2008, el monto del FSD fue de S/. 219.81 millones, mientras que los créditos bancarios ascendieron a S/. 87,177 millones⁽²⁰⁾.

Impacto de la crisis en los fondos de inversionistas institucionales		
Inversores institucionales	Dic 07	Oct 08
Privados		
Fondo privado de pensiones (en mlls. de S/.)	60,405.97	45,520.06 ^{2/}
Fondos mutuos (en mlls de US\$)	4,332.30	2,937.99 ^{3/}
Fondos de inversión (en mlls. de S/.)	775.85	949.51 ^{4/}
Aseguradores (en mlls de US\$)	2,709.66	3,130.00 ^{5/}
Públicos		
ONP ^{1/}	2,880.84	2,876.92 ^{5/}
Fondo de Seguro de Depósito	184.61	219.81 ^{5/}

1/ Inversiones del Fondo Consolidado de Reservas (FCR) 2/ Al 17 de octubre del 2008
 3/ Al 23 de octubre del 2008 4/ A junio del 2008
 5/ A agosto del 2008
 Fuente: SBS, Conasev, ONP

- b) Establecer un Comité Regulador del Riesgo Sistémico, conformado por representantes del MEF, BCR, SBS y CONASEV, que tendría como funciones: (i) monitorear el nivel de riesgo sistémico y sus canales de transmisión; (ii) establecer y coordinar la aplicación de lineamientos y políticas a ser aplicados por cada regulador en el ámbito de su competencia; y, (iii) administrar el Fondo de Seguro Sistémico.
- c) Establecer un mecanismo de medición del nivel de apalancamiento e interrelación con contrapartes de las entidades que participan en el sistema financiero y el mercado de valores -en este último caso tanto en ofertas públicas como privadas- y tanto cuando lo hacen como intermediarios o a nombre propio (*proprietary trading*). Esta información deberá ser conocida y manejada de manera individualizada pero reservada por el BCR, SBS y CONASEV y difundida de manera agregada al mercado de manera periódica.
- d) Propiciar la creación de mercados secundarios privados para la negociación de valores emitidos por oferta privada, dado el nivel de crecimiento y la importancia que cuantitativa y cualitativamente vienen teniendo estas ofertas en el sistema financiero y el mercado de valores⁽²¹⁾.
- e) Adecuar la regulación de hechos de importancia para que también sirva como un mecanismo de monitoreo del gobierno corporativo de los mecanismos

(19) Véase *Deposit insurance: a useful fiction*. En: *The Economist*, 4 de octubre de 2008. p. 81.
 (20) Véase *SBS emitirá reglamento de provisiones dinámicas para afrontar crisis externa*. En: *Diario Gestión*. Lima: lunes 19 de noviembre de 2008. p. 15.
 (21) Por ejemplo, a efectos de dar liquidez a sus inversionistas adquirentes de valores emitidos por oferta privada, los principales bancos americanos crearon plataformas privadas de negociación, como por ejemplo OPUS-5 (conformado por Citibank, Morgan Stanley, Bank of New York Mellon, Merrill Lynch y el desaparecido Lehman Brothers). También Goldman Sachs creó su propia plataforma denominada GStrUE. JP Morgan creó 144APlus.

Narghis Torres

centralizados de negociación como la Bolsa de Valores de Lima y de los inversionistas institucionales, debido al impacto que tienen sus decisiones en el riesgo sistémico. Esto se debe a que, cada vez, es relevante monitorear tanto el gobierno corporativo de los inversionistas institucionales como de las empresas que están en las que estos invierten.

- f) Revisar, actualizar y uniformizar las metodologías de valorización de las inversiones y operaciones de las entidades financieras y del mercado de valores.

3.3. Regulación de conflictos de interés: el caso de inversiones y políticas de compensación y comisiones en el mercado de valores y el sector financiero

En la primera parte de este artículo, he señalado que la inexistente o deficiente alineación de intereses o los conflictos de interés de participantes importantes del sistema financiero y del mercado de valores derivó en acciones u omisiones que contribuyeron a la crisis financiera internacional. Dos de los temas en los que esta situación se presentó se relacionan con las inversiones y las políticas de compensación de las entidades del sistema financiero y del mercado de valores, por lo que a continuación trataré algunas de sus manifestaciones y opciones respecto de los mismos.

3.3.1. Conflictos de interés relacionados con inversiones

Un primer tema que no fue adecuadamente tratado fue el que, como consecuencia de poder “empaquetar” y transferir los créditos hipotecarios de alto riesgo mediante mecanismos como la titulización y/o instrumentos financieros como los derivados denominados CDO que permitían separar la propiedad del riesgo, los proveedores de créditos no tenían los incentivos para realizar una evaluación crediticia y de riesgos adecuada, ya que dichos créditos no permanecerían en sus libros sino en los de terceros. Es decir, los financistas no se preocupaban que los créditos fuesen pagados sino vendidos.

Si bien este es un modelo de negocio válido, ya que, en cualquier caso, es responsabilidad de quien compra dicho crédito, sea de manera individual o como parte de una cartera, este modelo también puede aumentar el riesgo sistémico debido a la eventual transferencia de créditos con un riesgo mayor que el evaluado.

Una alternativa para hacer frente a esta situación es requerir que los que transfieren estos créditos no lo hagan totalmente y asuman un porcentaje del riesgo de los mismos sea en la forma de un *ownership interest* o *risk interest*. Otra alternativa sería requerir a las partes que se benefician de estas operaciones el que realicen un aporte adicional al Fondo de Riesgo Sistémico anteriormente propuesto.

Por otro lado, también he señalado como un elemento que incrementa el riesgo sistémico en el caso de inversiones el que las entidades financieras realicen inversiones apalancadas sobre la base de activos ilíquidos. En estos casos, se debería exigir a estas entidades mayores requerimientos de capital o garantías.

Asimismo, por afectar la transparencia de las operaciones en el mercado en cuanto al verdadero nivel de riesgo que estas involucran, se debe sancionar las prácticas engañosas tanto en el otorgamiento como en la solicitud de créditos.

Por último, uno de los aspectos más cuestionados es el rol que jugaron las clasificadoras de riesgo encargadas de evaluar el riesgo de las inversiones de alto riesgo, ya que, a pesar de ello, asignaron a los valores que se emitieron para representarlos y/o transferirlos clasificaciones incluso de riesgo de inversión⁽²²⁾.

Al respecto, uno de los aspectos que, sin duda, influye en esta situación es el hecho de que quien contrata y paga la labor de clasificación son los propios emisores que van a ser clasificados, lo que conlleva un riesgo de conflicto de interés respecto del nivel de clasificación. Por ello, lo recomendable sería que dicha compensación la paguen los

(22) Véase *Credit and blame: The rating agencies operate on shaky foundations*. En: *The Economist*, 8 de septiembre de 2008, p. 77.

Alineando intereses: nuevos paradigmas, riesgo sistémico y conflictos de interés en la regulación financiera y del mercado de valores

inversionistas y por otro lado que la clasificación deje de ser obligatoria en el caso de ofertas públicas, lo que incentivará la eficiencia y competencia.

3.3.2. Conflictos de interés relacionados con comisiones y políticas de compensación

Este es, sin duda, uno de los temas que ha generado mucha controversia debido a que se ha cuestionado que se pague a los funcionarios de las entidades financieras bonos y compensaciones elevadas respecto del promedio a pesar de la crisis ocurrida. Ante ello, se ha propuesto el establecer límites a las compensaciones e, incluso, requerir el reembolso de lo pagado a aquellos funcionarios que cobraron una compensación por un desempeño que, posteriormente, sería negativo (*claw back clause*)⁽²³⁾.

Si bien es cierto que existen razones para establecer límites a las compensaciones de los ejecutivos de aquellas firmas que han recibido o reciben recursos públicos, no estoy de acuerdo con obligar a que las entidades privadas, sean financieras o no, establezcan límites a las compensaciones que pagan a sus ejecutivos.

Es claro que esquemas de compensación basados en el corto plazo y que no consideran los resultados en el mediano y largo plazo han generado los resultados que todos conocemos, pues no alinean los intereses de las organizaciones con las de las personas. Sin embargo, establecer los montos y la forma de pago de dichas compensaciones es algo que corresponde decidir y regular a cada empresa.

Me parece razonable, en cambio, que se den incentivos a aquellas empresas y que establezcan esquemas de compensación que no incentiven conductas riesgosas cuando se trate de administrar recursos del segmento *retail*, ya que los institucionales están en capacidad de proteger sus propios intereses⁽²⁴⁾.

Así, por ejemplo, se puede establecer que no son deducibles como gasto cualquier póliza de responsabilidad de directores y gerentes en los casos de dolo o negligencia grave. Asimismo,

un mecanismo de control y monitoreo más efectivo que poner límites a las remuneraciones de los ejecutivos es favorecer la aplicación y desarrollo de mecanismos de desincentivo y control *ex post* como son la acción de clase y la acción derivada.

Otro de los temas que se planteó en el Perú como consecuencia de las pérdidas sufridas por los fondos administrados por las AFP fue el que las comisiones que actualmente se cobran sobre la base de un porcentaje de la remuneración de cada persona que aporta se cambie a una compensación basada en una comisión fija mínima y otra variable sobre la base de la rentabilidad obtenida.

En mi opinión, esta propuesta no es la más conveniente, ya que no alinea los intereses de los administradores con los de sus aportantes, ya que puede hacer sentido en el caso de los fondos de inversión que tienen un plazo limitado y no tienen tantas limitaciones como las AFP en cuanto a su capacidad de inversión y desinversión en el mercado local, sin mencionar la estructura de costo mayor que involucra administrar un fondo de pensiones. Ello demuestra que un esquema de comisiones aplicable a un tipo de administración de activos no necesariamente es la más conveniente para otro. Al respecto, una alternativa razonable y técnicamente medible sería establecer la comisión sobre una referencia (*benchmark*).

4. Comentarios finales

4.1. Siempre habrán “cisnes negros”

Seamos conscientes de que, tal como señala Nissim Taleb⁽²⁵⁾, siempre habrán “cisnes

(23) Véase *El movimiento contra la remuneración excesiva de altos ejecutivos se globaliza*. En: *Wall Street Journal of the Americas*. Citado por *El Comercio*, 23 de octubre de 2008, p. b3.

(24) Así, por ejemplo, se ha otorgado a la Financial Service Authority (FSA), el regulador del sistema financiero inglés, la facultad de requerir a los bancos que tengan esquemas de compensación que incentive conductas riesgosas que pongan mayor capital social.

(25) TALEB, Nessim Nicholas. *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. Random House, 2007. p. 3.

Narghis Torres

negros”, eventos de baja probabilidad, pero de alto impacto, magnificados por la globalización de nuestros mercados y la existencia de riesgo sistémico en el sistema financiero y el mercado de valores.

4.2. Todos somos “reguladores”

La regulación es demasiado importante para dejarla en manos de un solo grupo de personas, sean políticos, reguladores, economistas, financistas o abogados. Seamos conscientes de que todos “regulamos”, ya que, cuando negociamos un contrato, los términos de una transacción financiera o de una operación en el mercado de valores también establecemos relaciones y asignamos riesgos, que es una forma de regular conductas a nivel privado, y que en forma agregada o directa van a tener un impacto a nivel sistémico, tal como la presente crisis financiera ha puesto en evidencia.

4.3. Reconozcamos los límites de la regulación y regulemos siendo conscientes de la naturaleza humana

La regulación no existe para que los hombres sean buenos o malos. Eso es algo que es competencia de la ética o la religión. La razón de ser de la regulación es establecer relaciones, asignar riesgos y alinear intereses para justamente evitar que la natural predisposición por obtener beneficios a corto plazo al menor

costo posible sin considerar los efectos y el riesgo sistémicos pueda afectar o incluso destruir el sistema financiero en su conjunto.

4.4. No desincentivemos la innovación financiera y la cultura del riesgo

Una sociedad que no propicia la innovación y la cultura del riesgo, entendida esta última como el conjunto de actitudes, instituciones y normas que propician el desarrollo de emprendimientos, es una sociedad que tendrá un desarrollo limitado o que eventualmente desaparecerá.

Es la innovación y la voluntad de asumir riesgos para estar mejor lo que permitió el desarrollo económico que caracterizó a la economía norteamericana y su sistema financiero, hasta que la “tiranía del corto plazo”, la escasa o nula atención al riesgo sistémico y la deficiente alineación de intereses lo ha llevado a la situación actual. Pero ello no nos puede hacer olvidar que la especulación puede llegar a ser socialmente beneficiosa, que la ambición es el motor de toda economía y que lo importante es ser consciente del riesgo sistémico que caracteriza al sistema financiero, y de cuáles de nuestras acciones u omisiones -así como el no alinear intereses o hacerlo de manera deficiente- puede también afectar o incluso llegar a destruir el sistema financiero y el mercado de valores de un país.

La historia nos permite apreciar que la economía de mercado, como el hombre, ha demostrado que tiene una asombrosa capacidad de transformación, innovación y de creación de valor⁽²⁶⁾. Pero ello solo es posible si somos capaces de generar confianza alineando intereses. Dependerá de nosotros que la regulación contribuya a ello. ☺

(26) RAJAN, Raghuram G. y Luigi ZINGALES. *Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the power financial markets to create wealth and spread opportunity*. Princeton University Press, 2003. p. 68-93.