

## ENFOQUE REGULATORIO EN UN MUNDO DE RIESGO NO-CERO

Joseph Eyre (\*)

(\*) Joseph Eyre pertenece a la Financial Services Authority (FSA) del Reino Unido.



## Enfoque regulatorio en un mundo de riesgo no-cero

La Financial Services Authority (FSA) tiene cuatro objetivos establecidos de conformidad con la Ley de Mercados y Servicios Financieros promulgada en el año 2000, que es la normativa del Reino Unido por la que se rige esta institución. Estos objetivos se refieren al mantenimiento de la confianza de los mercados, la protección de los consumidores, la sensibilización de la opinión pública y la reducción de los delitos financieros. Sin embargo, aun cuando la FSA pretende prevenir o atenuar numerosas maneras de perjudicar a los consumidores, sus objetivos legales no le exigen impedir todas las quiebras de empresa y fallos de conducta. El enfoque regulador de la FSA, derivado de la legislación y basado en el análisis económico, se fundamenta en la opinión de que un régimen que tratara de evitar todas las quiebras y las pérdidas tendría efectos adversos sobre la competencia y la innovación en los mercados financieros, generaría incentivos perversos y sería imposible de conseguir en la práctica.

Este artículo examina la lógica del enfoque de «quiebras ocasionales» (*non-zero failure approach*) de la FSA. En primer lugar, analiza la base jurídica de la regulación de la FSA y cómo el citado enfoque se encuentra implícito en la normativa que estableció este organismo. Posteriormente examina cómo la FSA procura cumplir con sus obligaciones legales tratando de corregir los fallos de mercado que impiden la consecución de sus objetivos. Estos fallos son, fundamentalmente, la asimetría de la información entre los participantes en los mercados y las externalidades, en concreto las que pueden ocasionar una situación de riesgo sistémico. El enfoque regulador de la FSA reconoce, sin embargo, que se producirán fallos como parte del proceso de mercado. En caso de eliminarse esta posibilidad, ni las empresas ni los consumidores tendrían incentivos para actuar con prudencia y, con el tiempo, ello incrementaría la probabilidad de que se produjeran fallos importantes, y los costes para las empresas y, en último término, para los consumidores serían muy superiores.

### 1 Introducción

En septiembre de 2003, la FSA publicó un documento en el que se examinaba su enfoque de «quiebras ocasionales»<sup>1</sup>. Su fin era presentar algunos casos en los que era razonable esperar una intervención proporcionada de la FSA para corregir situaciones de fallo de mercado y otros en los que la intervención reguladora sería desproporcionada. Como se señala en este artículo, existen circunstancias, compatibles con la base jurídica de la FSA, en las que pueden producirse quiebras de empresas o fallos de mercado, sin que ello suponga un fallo de regulación.

Desde sus comienzos, la FSA ha puesto de manifiesto que su enfoque regulador no era la prevención de todas las quiebras. En *A new regulator for the new millennium* (NRNM)<sup>2</sup>, publicado por la FSA en enero de 2000, esta indicaba que se proponía mantener un régimen que «garantizara el menor número de quiebras de empresas reguladas y de fallos de mercado (especialmente los que pudieran tener un efecto significativo sobre la confianza de los ciudadanos y la solvencia de los mercados) y que fuera compatible con el mantenimiento de la competencia y la innovación en los mercados».

El régimen de la FSA se basa en el mercado, lo que significa que sus intervenciones de carácter regulador están orientadas a la corrección de fallos de mercado y que utiliza los mercados para que le ayuden a conseguir sus objetivos. Cuando los mercados funcionan de manera eficiente, la FSA trata de no imponer restricciones ni a los consumidores ni a las empresas. En

1. *Reasonable expectations: Regulation in a non-zero failure world*, Financial Services Authority, septiembre de 2003. 2. *A new regulator for the new millennium*, Financial Services Authority, enero de 2000, p. 6.

una conferencia impartida en 1998<sup>3</sup>, el entonces presidente de la FSA, Howard Davies, observaba que «la regulación, o cualquier forma de intervención oficial, solo se justifica en caso de una imperfección considerable de los mercados, y siempre que el remedio no sea peor que la enfermedad».

Los mercados que funcionan bien rara vez son estáticos. Los procesos de mercado pueden hacer que las empresas se incorporen a un sector, que lo abandonen, o que pasen a ser insolventes. El sector de los servicios financieros no constituye ninguna excepción. Por lo tanto, sería incompatible con el funcionamiento de un sistema de mercado, además de poco realista, garantizar que no quebrará ninguna empresa regulada. Del mismo modo, a menos que los reguladores impongan costes excesivos, no pueden garantizar que no se producirán fallos de conducta. Si esto no se entiende bien, las expectativas de los consumidores y demás partes interesadas tal vez no se correspondan con la realidad de lo que la regulación puede razonablemente conseguir.

La FSA no es la única institución en aplicar un enfoque basado en el mercado que reconoce que las empresas pueden quebrar en ocasiones; otros organismos internacionales y reguladores también reconocen la necesidad de este enfoque. El Comité de Basilea, por ejemplo, ha afirmado lo siguiente: «Las quiebras bancarias forman parte de la asunción de riesgos en un entorno competitivo. La supervisión no puede, ni debe, proporcionar la seguridad absoluta de que las entidades de crédito no quebrarán. Los objetivos de proteger el sistema financiero y los intereses de los depositantes no son incompatibles con la quiebra de algún banco»<sup>4</sup>. Un enfoque similar fue adoptado por el anterior organismo regulador del Reino Unido. El Banco de Inglaterra, responsable entonces de la regulación bancaria, escribía en 1997 que «la Ley [Bancaria de 1987] admite la posibilidad de que las entidades de crédito quiebren, y no pretende garantizar los depósitos bancarios. Tratar de evitar toda quiebra bancaria no sería bueno para la economía, pues supondría una limitación de la competencia, la innovación y la asunción de riesgos e incrementaría los costes de la supervisión; también sería prácticamente imposible de conseguir»<sup>5</sup>.

En calidad de organismo regulador integrado, la FSA es competente en materia de reglas de conducta, delitos financieros, educación de los consumidores y normas prudenciales, por lo que en este artículo empleamos la expresión «quiebras ocasionales» en un sentido más amplio que fallos prudenciales. Si se ha producido o no un fallo de regulación ha de contemplarse a la luz de los objetivos legales y los principios de buena regulación de la FSA (véase más adelante).

## **2 La base jurídica de la regulación**

La Ley de Mercados y Servicios Financieros (2000), o FSMA en su siglas en inglés, contiene el régimen jurídico de la FSA y define los objetivos que esta institución ha de perseguir:

- mantener la confianza de los mercados;
- sensibilizar a la opinión pública;
- proteger a los consumidores; y
- reducir el delito financiero.

Para la consecución de estos objetivos, la FSA debe prevenir o atenuar una amplia gama de riesgos. Estos incluyen tanto los fallos prudenciales como los fallos de conducta que puedan

---

3. Davies, Howard, *Why Regulate?*, Henry Thornton Lecture, 4 de noviembre de 1998. 4. Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, *Supervisory Guidance on Dealing with Weak Banks*, marzo de 2002, p. 30. 5. *The Objectives, Standards and Processes of Banking Supervision*, Bank of England, Londres, febrero de 1997, p. 7.

influir negativamente en la confianza de los mercados y en los intereses de los consumidores. También ha de asumir otras tareas, como mejorar el conocimiento que tienen los ciudadanos acerca del sistema financiero, impedir los abusos de mercado y reducir los delitos financieros cometidos por empresas reguladas. Y lo que es más importante, la FSMA no obliga a la FSA a eliminar todos los riesgos que pudieran existir para sus objetivos o para los usuarios de los servicios financieros, sin ninguna clase de limitaciones.

Los altos cargos ministeriales también opinan que la FSMA no contempla la eliminación total de las quiebras. Cuando se debatió por segunda vez el proyecto de ley en el Parlamento, Alan Milburn, secretario de Estado de Hacienda del Reino Unido, afirmó: «Proteger a los consumidores no significa eximirlos de toda responsabilidad respecto a sus decisiones de inversión. Evidentemente, la regulación debe asegurarse de que los consumidores dispongan de información suficiente para adoptar decisiones bien fundadas, pues tienen derecho a ello; pero no es su deber garantizar que nunca se producirán fallos, que, lamentablemente, ocurren en ocasiones»<sup>6</sup>.

Ello se aprecia en el objetivo de protección de los consumidores. La FSMA puntualiza que este objetivo consiste en «garantizar a los consumidores el grado adecuado de protección», y no en eliminar todos los riesgos. La Ley especifica también que, al considerar el grado adecuado de protección, la FSA ha de tener en cuenta:

- los distintos niveles de riesgo que presentan las inversiones u otras operaciones;
- los distintos niveles de experiencia y de conocimiento que puedan tener los consumidores en relación con las actividades reguladas;
- la necesidad de asesoramiento y de información exacta que puedan tener los consumidores; y
- el principio general de que los consumidores deben ser responsables de sus propias decisiones<sup>7</sup>.

Aunque los consumidores son, en último término, responsables de sus propias decisiones, muchos estarán en desventaja al tratar con empresas de servicios financieros, en lo que se refiere al nivel de información y de experiencia que poseen. Así pues, la FSA pretende resolver algunas de estas desventajas mediante la adopción de medidas para incrementar la transparencia y mejorar la información de los consumidores.

## 2.1 LOS PRINCIPIOS DE BUENA REGULACIÓN

La FSMA establece que, en la consecución de sus objetivos, la FSA debe observar determinados principios de buena regulación:

- utilizar sus recursos de la manera más eficiente y económica posible;
- considerar las responsabilidades de los gestores en entidades reguladas;
- observar la norma de que toda obligación o restricción impuesta a una persona, o al desarrollo de una actividad, debe ser proporcionada a los beneficios que se esperan de ella;

---

6. House of Commons Hansard Debates for 28 June 1999: column 40. 7. Sección 5 (2).

- facilitar la innovación en el ámbito de las actividades reguladas;
- tener en cuenta el carácter internacional de los mercados y servicios financieros y la conveniencia de mantener la posición competitiva del Reino Unido;
- minimizar los efectos negativos sobre la competencia; y
- facilitar la competencia entre quienes están sujetos a nuestra regulación.

En conjunto, estos principios llevan a la FSA a utilizar un enfoque basado tanto en el mercado (es decir, que busca soluciones en el mercado) como en el riesgo. Por encima de todo, refuerzan el punto de vista de que la FSA no puede tratar de reducir o eliminar el riesgo sin tener presente el contexto económico general.

Por ejemplo, según el principio de proporcionalidad, la FSA ha de valorar el coste de toda solución propuesta en relación con los posibles beneficios que pudiera proporcionar. La FSA también debe determinar si existen opciones que supondrían un coste menor. Además, la FSMA exige que las normas propuestas vayan acompañadas por un análisis coste-beneficio<sup>8</sup>. Los tres últimos principios insisten en la importancia de la competencia y en la necesidad de que la FSA no le ponga trabas. Los mercados competitivos pueden reportar diversos beneficios a los consumidores, tales como menores precios y una mayor gama de productos y de innovaciones.

Así pues, resulta evidente la base jurídica del enfoque con quiebras ocasionales en el Reino Unido; la base económica también está bien fundamentada.

### **3 Fallos de mercado y economía de la regulación**

Para cumplir sus objetivos en consonancia con los principios de buena regulación, la FSA ha adoptado un enfoque regulador basado en la corrección de los fallos de mercado, pero no pretende intervenir cuando el mercado funciona de forma eficiente. Hay, no obstante, numerosos casos en los que los mercados financieros no regulados no lograrán obtener los mejores resultados, debido a algún tipo de fallo de mercado, por lo que se hace necesaria la actuación de la FSA.

El cuadro siguiente (tomado del *Informe Anual 2002/2003* de la FSA<sup>9</sup>) presenta los beneficios que obtienen los consumidores de la existencia de una competencia efectiva y muestra cómo los mercados pueden fracasar a la hora de proporcionar estas ventajas.

«Las principales justificaciones económicas para la regulación financiera son la asimetría de la información y las externalidades.

La “asimetría de la información” se refiere a situaciones en las que una de las partes de un contrato cuenta con ventajas sustanciales, desde el punto de vista de la información, con respecto a la otra parte. Por ejemplo, puede suceder que un consumidor que compra un producto de inversión “empaquetado” apenas tenga información sobre las inversiones subyacentes o sobre la competencia del gestor del fondo.

<sup>8</sup>. Sección 65 (2), FSMA. La aplicación del análisis coste-beneficio a la regulación financiera fue contemplada por Alfons Andrews en *Cost Benefit Analysis in Financial Regulation*, FSA Occasional Paper 3, Financial Services Authority, Londres, septiembre de 1999. <sup>9</sup>. *Informe Anual 2002/2003* de la FSA, p. 105.

Las “externalidades” se refieren a situaciones en las que los incentivos de las partes de un contrato son insuficientes para tener presentes los costes que sus actividades pueden imponer a otros. Por ejemplo, un banco de gran tamaño que trata de conseguir un elevado rendimiento para sus accionistas podría conceder préstamos muy arriesgados sin contemplar los costes sociales en que se incurriría si los préstamos fueran fallidos y el propio banco quebrara.

Se considera que la asimetría de la información y las externalidades (y, en algunos contextos, el monopolio) justifican la intervención reguladora porque hacen que al mercado le resulte difícil, por sí mismo, obtener resultados socialmente óptimos. Por ello, se les suele denominar “fallos de mercado”.

Cuando la competencia es efectiva, se ofrecerá al conjunto de consumidores una variedad de productos que refleja sus verdaderas preferencias, y los precios de esos productos serán, aproximadamente, equivalentes al coste total de producirlos y suministrarlos. Los consumidores seleccionarán los productos específicos que mejor se ajusten a sus preferencias individuales, o se les encauzará hacia ellos. Cuando se producen fallos de mercado importantes, nada de lo anterior está asegurado. Los consumidores pueden encontrarse con una gama de productos que refleja bajos niveles de inversión en innovaciones fundamentales. Los precios pueden exceder con creces el coste total, provocando pérdidas de bienestar sustanciales. Es posible que se registren considerables desajustes entre los productos que compran los consumidores y sus verdaderas preferencias, lo que se traduce en una reducción sustancial del excedente de los consumidores.»

Por consiguiente, la regulación de la FSA se ocupa muy especialmente de abordar las dos formas específicas de fallo de mercado: externalidades y asimetría de la información.

### 3.1 EXTERNALIDADES Y QUIEBRAS DE EMPRESAS

Como ya se ha mencionado, las quiebras de empresas pueden generar externalidades. Las quiebras ocasionales son compatibles con el funcionamiento de un mercado competitivo y puede que no requieran la intervención reguladora. Es posible que algunas quiebras, no obstante, amenacen la estabilidad financiera y creen una situación de riesgo sistémico. Este riesgo puede representar una forma aguda de fallo de mercado, al menos en el sentido de que las fuerzas de mercado no son capaces de corregir esa situación con rapidez.

El riesgo sistémico se ha observado con más frecuencia en épocas de crisis bancarias, cuando la inquietud por la solvencia de una institución ha amenazado de quiebra a otras empresas o la ha causado. Los problemas de solvencia en el sector bancario pueden provocar el contagio entre empresas, debido a los riesgos existentes en el mercado interbancario y en todo el sistema de pagos; además, los depositantes de bancos solventes pueden tratar de retirar fondos inmediatamente, creyendo que estos se encuentran en situación de riesgo. Tales fallos son, sin embargo, relativamente comunes en el ámbito internacional. Un reciente documento del Banco Mundial<sup>10</sup> ha identificado 117 crisis bancarias sistémicas en 93 países desde finales de la década de los setenta, entre los que se incluyen 8 en países con una renta elevada. El coste de los fallos sistémicos puede ser muy importante. Un estudio del Banco de Inglaterra<sup>11</sup> examinó 24 crisis bancarias que se produjeron entre 1977 y 2000. En los siete países desa-

10. Caprio, Gerard, y Daniela Klingebiel, *Episodes of systemic and borderline financial crises*, Banco Mundial, enero de 2003. 11. Hoggarth, Glenn, y Victoria Saporta, «Costs of banking system instability: some empirical evidence», *Financial Stability Review*, Bank of England, Londres, junio de 2001.

rrollados del grupo, los costes fiscales de resolver las crisis ascendieron, en promedio, al 12% del producto interior bruto (PIB), y en las 17 economías emergentes, al 17,5%.

Aunque el Reino Unido no ha experimentado fallos sistémicos en las últimas décadas, una crisis de este tipo representaría una clara amenaza para los objetivos de la FSA en materia de protección de los consumidores y de confianza de los mercados. También sería responsabilidad del Banco de Inglaterra y del Ministerio de Economía y Hacienda del Reino Unido. Por ello, estas dos instituciones y la FSA han firmado un protocolo de colaboración a fin de determinar las competencias respectivas y establecer los mecanismos de cooperación o coordinación pertinentes, en caso de que se identifique una situación que requiera atención urgente<sup>12</sup>.

Con respecto a sus actuaciones reguladoras, la FSA puede limitar los casos de quiebra de empresas —especialmente los que pueden desembocar en un riesgo sistémico— mediante la aplicación de requerimientos prudenciales a un conjunto de empresas (incluidas entidades de crédito, empresas de seguros y gestoras de inversiones). Tales requerimientos tienen por objeto garantizar que, en circunstancias normales, las empresas cuenten con los activos líquidos y el capital suficientes para hacer frente a dificultades financieras o pérdidas de explotación, reduciendo el número de quiebras de empresas a un nivel aceptablemente bajo (pero no nulo).

### 3.2 POSIBLES EFECTOS NEGATIVOS DE REQUERIMIENTOS PRUDENCIALES MUY ELEVADOS

El establecimiento de requerimientos prudenciales es una manera importante de limitar las quiebras de empresas. Al mismo tiempo, unos requerimientos excesivamente elevados pueden tener efectos negativos en la economía en su conjunto y plantear problemas tanto de proporcionalidad como de eficiencia. El capital es un recurso escaso, y las decisiones reguladoras sobre la asignación del capital tienen consecuencias macroeconómicas en términos del rendimiento potencial y del volumen de ahorros.

Una medida que podría adoptarse para eliminar riesgos sería exigir a las empresas financieras que invirtieran sus activos de forma segura (v. g., en deuda pública), lo que reduciría sus posibilidades de invertir en activos con un mayor elemento de riesgo de crédito o con ganancias más variables. Pero esta medida limitaría el acceso de los consumidores a productos de ahorro a largo plazo que ofrecen rendimientos más elevados debido a la agregación de sus exposiciones a instrumentos de mayor riesgo (v. g., acciones o renta fija privada), mientras que circunscribir la inversión a un tipo de inversión, reducido pero seguro, haría descender necesariamente los rendimientos obtenidos por los depositantes o por otros inversores.

Como alternativa a restringir el lado del activo del balance, un regulador podría tratar de elevar los requerimientos de capital de las empresas hasta niveles muy superiores a los anteriores, en un intento de reducir prácticamente a cero la posibilidad de que se produzcan quiebras de empresas<sup>13</sup>. Si se establecieran en un nivel excesivo, tales requerimientos podrían provocar también efectos no deseados. Las empresas tendrían que pagar dividendos para compensar a los inversores que proporcionan el capital social adicional. Esta situación podría llevarles a elevar su perfil de riesgo para tratar de aumentar sus ganancias, reorientándose, tal vez, hacia líneas de negocio nuevas y desconocidas, lo que incrementaría la probabilidad de que se produjeran fallos prudenciales.

---

<sup>12</sup>. Los términos del protocolo de colaboración son públicos, y pueden obtenerse ejemplares de cualquiera de los tres signatarios. <sup>13</sup>. En la práctica, la no existencia de quiebras no puede lograrse, dada la imposibilidad de establecer reglas para abordar cada situación, incluido el riesgo de que se produzcan delitos financieros, como el fraude.



Además de dejar sentir sus efectos sobre empresas concretas, un regulador que intentara eliminar los riesgos del sistema financiero podría influir también en la canalización del ahorro de los hogares hacia la inversión empresarial. La imposición de controles prudenciales muy estrictos a un conjunto de instituciones podría reducir el rendimiento disponible para aquellos que ahorran a través de intermediarios (v. g., entidades de crédito y empresas de seguro de vida), haciendo caer el volumen de ahorros. Ello podría compensarse, hasta cierto punto, si los ahorradores acudieran a los mercados de capitales y prestaran dinero a las empresas directamente en lugar de a través de intermediarios. Pero puede que esta solución no fuera satisfactoria para algunos ahorradores, lo que provocaría una reducción de los fondos disponibles para la inversión, que afectaría, a su vez, al crecimiento potencial a largo plazo de la economía.

### 3.3 INFORMACIÓN ASIMÉTRICA

Si la responsabilidad final de las decisiones descansa en los consumidores, hay que abordar entonces el problema de la asimetría de la información. La información asimétrica es otro ejemplo importante de fallo de mercado. El bienestar de los consumidores puede disminuir si no cuentan con información suficiente para evaluar la calidad y la fiabilidad de los productos y servicios que se les ofrecen. Callum MacCarthy, el presidente de la FSA, afirmó a principios de año en un discurso que «para que funcionen los mercados, se necesitan clientes capaces de adoptar las decisiones que se espera de ellos, así como información relevante, comprensible y cierta.»<sup>14</sup>

Esto podría resultar difícil de conseguir sin la existencia de regulación. Los productos financieros pueden ser complejos, pues es posible, por ejemplo, que tengan que afrontar situaciones que podrían suceder en el futuro. Los proveedores con experiencia tendrán, normalmente, ventaja sobre los consumidores minoristas a la hora de entender las condiciones contractuales, y pueden desear conservarla. Es poco probable que los consumidores, en la medida en que intervienen en acuerdos financieros a largo plazo, verifiquen los productos mediante compras repetidas. El comportamiento de algunos productos (v. g., rentas vitalicias, pensiones y seguros de ahorro con participación en los beneficios) dependerá de la permanencia de sus proveedores.

Subsanar los desequilibrios de información es una manera de proteger a los consumidores. Pero, como se afirma en la FSMA, al proteger a los consumidores la FSA ha de tener en cuenta sus distintos niveles de experiencia y conocimiento. Los inversores profesionales y los consumidores que pueden acceder fácilmente a los asesores profesionales se encontrarán en una situación de menor riesgo respecto a la asimetría de la información que el cliente minorista normal.

La FSA puede tratar de resolver las asimetrías de la información animando o exigiendo a las empresas que faciliten información directamente a los consumidores, o bien proporcionándola ella misma. Resulta aconsejable que las empresas y los asesores contribuyan de forma importante a reducir o salvar las brechas de información, pues se centrarán en las necesidades de los consumidores con respecto a operaciones específicas. Para limitar las asimetrías de la información, el Reino Unido cuenta, por lo tanto, con requerimientos relativos, por ejemplo, a los anuncios de productos financieros tales como pensiones, hipotecas, crédito e inversiones. Existen también requerimientos para que los asesores y los vendedores proporcionen información fundamental a los consumidores de productos financieros. Así pues, a los consumidores que realizan inversiones se les debe suministrar, entre otras cosas, información relativa al estatus del vendedor, un documento con las características principales, datos relativos

---

14. McCarthy, Callum, *British Financial Regulation*, Goldman Sachs Chief Investment Officer Conference, Berlín, 5-7 de mayo de 2004.

a cualesquiera comisiones que se hubieran de pagar y una carta de conformidad del cliente. La FSA también ofrece una amplia gama de materiales para la educación de los consumidores a través de sus publicaciones y de su sitio web, en el que aparece un conjunto de cuadros comparativos. A largo plazo, la FSA está desarrollando la Estrategia de Capacidad Financiera, diseñada para aumentar el conocimiento general de los consumidores de servicios financieros y para ayudarles a adoptar decisiones mejor fundadas.

3.4 «DISCIPLINA DE MERCADO»  
Y «RIESGO MORAL»

a. Disciplina de mercado y fallo prudencial

Los mercados en los que las empresas incurren en riesgos comerciales que pueden traducirse en quiebras y en los que los clientes son conscientes de ello y modifican su comportamiento para responder a variaciones en el riesgo se caracterizan por la «disciplina de mercado». En estas circunstancias, los inversores y otros usuarios de servicios financieros, al intervenir en una transacción y hacer un seguimiento de su exposición al riesgo, tienen incentivos para considerar la posibilidad de que una empresa quiebre. Ello suele traducirse en la adopción de medidas que limiten o atenúen este riesgo (v. g., mediante la diversificación de activos financieros o la colocación de fondos en intermediarios con mejor reputación). De este modo, el reconocimiento de que se pueden producir quiebras aisladas sirve para prevenir casos de quiebra más graves, incluidos aquellos que podrían ser sistémicos o afectar a la confianza de los mercados. Pero esto depende de que los clientes entiendan este concepto y actúen en consecuencia.

David Mayes ha examinado una serie de elementos clave en que se sustenta la disciplina de mercado y la manera en la que podría intensificarse<sup>15</sup>. Mayes vincula la disciplina de mercado a la necesidad de mayor transparencia en las empresas financieras. En su opinión, que se orienta al sector bancario (p. 26), un mercado que funcione bien necesita un mercado de acciones activo, buenos analistas, agencias de calificación crediticia y un mercado de control empresarial eficiente, así como una competencia efectiva. Tales características no impiden directamente la quiebra, pero proporcionan señales de mercado acerca de la posibilidad de que esta se produzca, permitiendo a los clientes modificar su exposición frente a empresas y a los propietarios adoptar medidas compensatorias en caso de ser necesarias. Aunque la FSA no puede utilizar directamente la disciplina de mercado para impedir las quiebras, sí puede contribuir a mantener las condiciones en las que los mercados pueden presionar a las empresas para que sigan un comportamiento prudente y responsable. Esto se lleva a cabo principalmente a través de los requerimientos de transparencia y divulgación de información, que permiten a los participantes en los mercados vigilar a sus contrapartes.

La importancia de utilizar incentivos relacionados con el mercado es ampliamente reconocida por los supervisores a escala internacional. El fortalecimiento de la disciplina de mercado mediante la transparencia constituye uno de los tres «pilares» del Nuevo Acuerdo de Capital elaborado por el Comité de Basilea<sup>16</sup>. El Comité fomenta la disciplina de mercado mediante la formulación de un conjunto de recomendaciones relativas a la transparencia, que permitirán a los participantes en los mercados valorar la información clave sobre, por ejemplo, el capital, la exposición al riesgo y los procedimientos de valoración de riesgos con que cuentan las entidades de crédito. El Comité ha señalado que «considera que los supervisores están muy interesados en facilitar una disciplina de mercado efectiva como instrumento para reforzar la seguridad y la solvencia del sistema bancario»<sup>17</sup>.

---

15. Mayes, David, *A More Market Based Approach to Maintaining Systemic Stability*, FSA Occasional Paper 10, Financial Services Authority, Londres, agosto de 2000. 16. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea es el foro internacional más importante para el establecimiento de normas relativas a la adecuación del capital. El Comité está terminando de revisar el Nuevo Acuerdo de Capital, que será de aplicación a partir del año 2007. La FSA y el Banco de Inglaterra son miembros del Comité. 17. Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, Documento Consultivo, *Pillar 3 (Market Discipline)*, Banco de Pagos Internacionales, enero de 2001, p. 1.

b. Disciplina de mercado y fallo de conducta

Los fallos de conducta son cualitativamente distintos de las quiebras de empresas y de los fallos prudenciales. Es posible argumentar que, en un mercado competitivo, es necesaria la existencia de un determinado nivel residual de fallos prudenciales, pues fortalecen la disciplina de mercado. No sucede lo mismo con los fallos de conducta, que son totalmente negativos desde el punto de vista de la protección de los consumidores (aunque la posibilidad de que se produzcan estos fallos podría animar a los consumidores a buscar asesoramiento más pormenorizado o a verificar la información recibida). Un mercado funcionará de forma más eficiente cuando tanto los compradores como los vendedores tengan un conocimiento preciso de los productos en venta (v. g., no se efectúe una venta engañosa como resultado de asimetrías de la información). Los fallos de conducta a largo plazo también pueden ser costosos para los proveedores o asesores en términos de peor reputación, actuaciones regulatoras y reclamaciones de compensación.

c. Protección de los consumidores y riesgo moral

Un régimen que tuviera por objeto eliminar los efectos de las quiebras mediante el establecimiento de garantías regulatoras crearía «riesgo moral»: el peligro de que al proporcionar protección o seguro frente a la posibilidad de que se produzca un suceso aumente la probabilidad de que este se produzca, pues da lugar a un comportamiento más arriesgado. En lugar de afrontar un mundo con quiebras ocasionales, los consumidores y otros agentes operarían en un entorno caracterizado por la inexistencia de consecuencias. En este tipo de régimen, los consumidores no tendrían incentivos para determinar la solvencia de las empresas con las que estuvieran tratando. Tampoco sería necesario sopesar si las decisiones financieras que estuvieran a punto de adoptar eran razonables. Los consumidores tendrían plena libertad para comprar productos con un mayor nivel de riesgo, sabiendo que, si estos fallaban, ellos no perderían dinero. Del mismo modo, si un sistema garantizara que las empresas con problemas recibirían ayuda, los directivos tendrían también menos incentivos para actuar de forma prudente.

Se ha debatido extensamente acerca del riesgo moral que conlleva la creación de un fondo de garantía de depósitos y el establecimiento de ayudas para bancos con problemas. Como Goodhart et al.<sup>18</sup> ponen de manifiesto, hay que encontrar el equilibrio: «Sin medidas de protección, las entidades de crédito están sujetas a contagios; con fondos de garantía de depósitos para los pequeños depositantes y garantías implícitas tipo «demasiado grande para quebrar», los acreedores carecen de incentivos para controlar a los prestatarios, o por lo menos sus incentivos son escasos». Igualmente, un estudio del Banco Mundial señala: «Según la teoría económica, si bien los fondos de garantía de depósitos pueden incrementar la estabilidad bancaria al reducir el autocumplimiento o las retiradas masivas de depósitos basadas en la información, también pueden debilitarla al fomentar la asunción de riesgos por parte de las entidades de crédito<sup>19</sup>. Así pues, las medidas públicas de protección se han de considerar con detenimiento. Los costes de pasar por alto el riesgo moral pueden ser muy elevados: se estimó que la crisis de las cajas de ahorro sufrida por Estados Unidos en la década de los ochenta y primeros noventa costó en torno a los 180.000 millones de dólares estadounidenses, es decir, el 3% del producto interior bruto del país<sup>20</sup>.

Por este motivo, el Reino Unido ha adoptado una forma de compensación basada en el co-seguro. La creación del Sistema de Compensación de los Servicios Financieros (Financial Services Compensation Scheme, o FCSS en sus siglas en inglés) reconoce que, a la hora de

---

18. Goodhart, Charles, et al., *Financial Regulation: Why, how and where now?*, Routledge, 1998, p. 45. 19. Caprio, Gerard, y Daniela Klingebiel, *Episodes of systemic and borderline financial crises*, Banco Mundial, enero de 2003. 20. Caprio, Gerard, y Daniela Klingebiel, *Episodes of systemic and borderline financial crises*, Banco Mundial, enero de 2003.

tratar con las empresas, los consumidores podrían estar en desventaja en términos de información, por lo que necesitan algún tipo de protección, sin que dejen de tener incentivos para ejercer sus responsabilidades. En el caso de los depósitos, por ejemplo, el FSCS ofrece a los consumidores una compensación íntegra por pérdidas inferiores o iguales a 2.000 libras esterlinas, y el 90% de las siguientes 33.000 libras esterlinas. Aparte de las cantidades devueltas por el liquidador, no se compensa a los consumidores por pérdidas superiores a los importes cubiertos por el FSCS<sup>21</sup>. Aun cuando este sistema ofrece protección a los consumidores más vulnerables, reconoce los riesgos de una compensación elevada, cuyos costes se trasladarían, en último término, a los consumidores.

### 3.5 EL CARÁCTER DE BIEN PÚBLICO DE LA REGULACIÓN

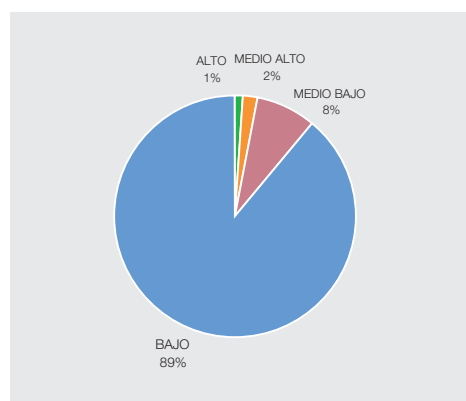
David Llewellyn ha escrito sobre la necesidad de aplicar a la regulación el principio de proporcionalidad: «Las expectativas sobre lo que la regulación, la vigilancia y la supervisión pueden lograr han de ser realistas. Es preciso reconocer (también por parte de los consumidores) las limitaciones de la regulación, su papel limitado, que, incluso en esta dimensión restringida, puede no cumplir sus objetivos, y que no todos los riesgos están cubiertos. Sobre todo, el nivel óptimo de regulación y supervisión dista mucho de eliminar todas las posibilidades de que los consumidores tomen la decisión equivocada en lo que se refiere a los contratos financieros»<sup>22</sup>.

Al igual que otros servicios públicos, las opiniones diferirán en cuanto a la regulación financiera que ha de proporcionar el Estado. Esto será así incluso si se acepta que el fin de la regulación es corregir los fallos de mercado. Pero la regulación impone costes, ya se mida el gasto directo del regulador o el efecto de las normas sobre las empresas reguladas (tanto en términos de costes de cumplimiento como de comportamiento). Los costes directos de la regulación los suelen cubrir las empresas mediante el pago de cuotas, como sucede en el Reino Unido. Si bien las cuotas se trasladan habitualmente a los consumidores como parte del precio que pagan por los servicios financieros, no es probable que los consumidores cubran de buena gana estos costes. Esto es aún más cierto en el caso de los costes indirectos de la regulación. La regulación puede considerarse, por lo tanto, como un bien gratuito, y los consumidores pueden demandar unos niveles de regulación más elevados en la creencia equivocada de que es una opción con un coste relativamente reducido para ellos.

## 4 Regulación en la práctica

Como se ha señalado, el enfoque de la regulación por la FSA trata de abordar los fallos de mercado que afectan significativamente a sus objetivos legales. A finales de marzo de 2004, la FSA regulaba 10.700 empresas con unos 2.400 empleados. Este número pasará a ser de miles cuando la FSA comience a regular a los asesores hipotecarios a partir de octubre de 2004 y la venta de productos de seguro generales en 2005. Como parte del enfoque basado en el riesgo de la FSA, la intensidad de la supervisión a la que están sometidas las empresas autorizadas varía según su posible impacto en los objetivos de la FSA. Al reconocer el efecto distinto de las empresas, la FSA las distribuye en una de las cuatro bandas de impacto (elevado, medio alto, medio bajo y bajo) basadas en el riesgo potencial para sus objetivos. En el caso de las tres primeras categorías, la FSA efectúa una evaluación formal de los riesgos, a fin de identificar y atenuar los riesgos concretos para los objetivos de cada empresa. Esta evaluación pretenden conjugar el posible impacto en los objetivos de la FSA con la probabilidad de que se produzca una quiebra.

21. Para más información sobre el Sistema de Compensación de los Servicios Financieros, puede consultarse el sitio web [www.fscs.org.uk](http://www.fscs.org.uk). 22. Llewellyn, David, «Principles of effective regulation and supervision of banks», *Journal of Financial Regulation and Compliance*, vol. 6, n.º 4, 1998.



Así pues, la FSA espera mantener una relación supervisora más estrecha con las empresas que pueden tener un mayor impacto, pues esto aumenta la probabilidad de que logre descubrir sus puntos débiles (v. g., grandes concentraciones de riesgos o deficiencias en los controles) y adoptar las medidas adecuadas para subsanarlos, limitando con ello la posibilidad de que las partes interesadas incurran en pérdidas. Aquellas empresas que se considera que suponen un riesgo menor para los objetivos de la FSA reciben unos niveles de atención reguladora mucho menores que las que están incluidas en los grupos de riesgo más elevado. Sin embargo, tener menos contacto con esas empresas significa que existen menos oportunidades de identificar sus problemas y de adoptar las medidas adecuadas. Pero cualquier empresa incluida en la banda de impacto bajo (aproximadamente el 89% de las empresas, si se tiene en cuenta su número<sup>23</sup>; véase el gráfico 1) tendrá un efecto reducido en los objetivos de la FSA en caso de quiebra.

La FSA podría contratar más personal para supervisar a las empresas con mayor intensidad. Pero aun así habría que tener presente el principio de la proporcionalidad. Cualquier coste adicional de la regulación tendría que ser asumido, en último término, por los consumidores. También podría dar lugar a riesgo moral al aumentar las expectativas de lo que puede lograr la FSA y reducir el incentivo de las empresas y los consumidores a seguir un comportamiento prudente.

Dado que, en muchos casos, será adecuado dar una respuesta reguladora, la FSA necesita contar con algunos criterios para evaluar si sus decisiones de intervenir, o de no hacerlo, son razonables. En *A new regulator for the new millennium*, la FSA presentó los criterios con los que las partes interesadas pueden evaluar si las actuaciones reguladoras y los resultados de estas actuaciones son razonables en un mundo con quiebras ocasionales<sup>24</sup>:

- hasta qué punto la FSA ha adoptado medidas efectivas a fin de evitar riesgos para los consumidores mediante la activa identificación y resolución de problemas;
- si, en el caso de quiebra o de fallo de conducta por parte de una empresa, la FSA debería haber tenido conocimiento previo de las circunstancias que llevaron a este hecho;

<sup>23</sup>. Antes de incluir a los asesores hipotecarios y a los agentes de seguros generales, anteriormente sin regular, en los años 2004 y 2005. <sup>24</sup>. *A new regulator for the new millennium*, apéndice 3, p. 39.

- el impacto de la quiebra o del fallo en los consumidores y en el resto del sector;
- la respuesta de la FSA a la quiebra o al fallo en cuanto a la adopción de medidas de saneamiento prontas y efectivas; y
- la adecuación general del procedimiento regulador de la FSA.

Uno de los supuestos en que se basa esta lista de factores es que las quiebras de empresa pueden ser consecuencia de una diversidad de factores, no solo de un fallo por parte de la FSA. La quiebra de una empresa podría deberse, por ejemplo, a hechos imprevisibles, como son las catástrofes naturales. Asimismo, como pone de manifiesto el tercer factor, cualquier quiebra ha de sopesarse en relación con su efecto. El impacto de la quiebra de un pequeño asesor financiero independiente será menos perjudicial, por ejemplo, que el de una gran empresa de seguros y, por tanto, la repuesta debería ser proporcionalmente más limitada. Al mismo tiempo, estos criterios sirven para que la FSA rinda cuentas.

Cabe observar, asimismo, que en las decisiones reguladoras suele ser necesario tener buen criterio, por ejemplo, para elegir en qué momento ha de actuar la FSA en relación con una empresa en quiebra, o incluso si la empresa es lo suficientemente importante como para justificar la intervención. En su informe titulado *The future regulation of insurance*, publicado en octubre de 2002, la FSA afirma: «La regulación es, sobre todo, tener criterio. En cualquier situación, nuestros objetivos y principios legales relativos a la buena regulación pueden apuntar, en la práctica, en distintas direcciones. En esas circunstancias, las decisiones que se han de adoptar en aplicación del citado criterio resultan, en ocasiones, especialmente difíciles»<sup>25</sup>.

## 5 Conclusión

En este artículo se ha tratado de demostrar por qué la FSA ha adoptado un enfoque de quiebras ocasionales. Los motivos se basan en la FSMA, que explica que la protección de los consumidores consiste en «garantizar a los consumidores el grado adecuado de protección», y no en eliminar todos los riesgos. Los principios de buena regulación exigen a la FSA que minimice cualesquiera efectos adversos sobre la competencia, sin dejar de ser proporcionada en su regulación.

La lógica en la que se fundamenta el enfoque de quiebras ocasionales es la de emplear la regulación para atenuar los fallos de mercado, no para suprimirlos totalmente, eliminado con ello los mecanismos de mercado. Un sistema basado en mercados competitivos, como forma primordial de lograr un resultado óptimo para todos los consumidores, requiere aceptar que, en ocasiones, las empresas pueden quebrar o que no es proporcionado impedir todos los fallos de conducta.

---

25. *The future regulation of insurance*, FSA, Londres, octubre de 2002, p. 19.