

CRISIS FINANCIERA ¿MÁS REGULACIÓN O MEJOR REGULACIÓN?

Andrés Betancor*

La relación entre la crisis financiera y la regulación es más compleja de lo que inicialmente podría pensarse. Es muy usual leer afirmaciones como las siguientes:

“dejar a los mercados sin regulación y supervisión lleva a crisis como la actual, ya que controlar y canalizar esos “impulsos emocionales” [los *animal spirits* aludidos por Keynes en 1933 en su Teoría General] requiere la intervención de los gobiernos, para evitar o reducir las consecuencias de situaciones y reacciones de excesiva confianza primero y de excesiva desconfianza, de miedo e incluso de pánico después que suelen desatarse sucesivamente, como ha demostrado, una vez más, la crisis financiera actual” (DE LA DEHESA, 2009: 15).

La des-regulación es la causa de la crisis y su solución es la re-regulación. Esta afirmación es aún más paradójica cuando recordamos qué es lo que se decía de la regulación en las fases de expansión. Es irónico que cuando hay crisis, la culpa es la falta de regulación y cuando hay expansión la regulación vuelve a ser culpable porque la obstaculiza. La regulación siempre está en mitad de la tormenta o por su ausencia o por sus excesos. Hay una general asincronía entre la regulación y la opinión pública (DAVIES & GREEN, 2009: 46) y, en particular, entre los economistas, que da lugar al extraño fenómeno, particularmente intenso en el sistema financiero, de que los agentes del mercado nunca están conformes con la regulación que ordena sus conductas. Recuerdo con enorme frustración cómo los colegas economistas consideraban el papel del Derecho durante las fases de expansión. Tradicionalmente, el freno que supone el Derecho es mal visto durante estas fases pero cuando sobrevienen las crisis es igualmente criticado por no haber frenado aún más. Es la eterna incomprensión del controlador, la eterna incomprensión del freno:

* Catedrático de Derecho Administrativo, Universidad Pompeu Fabra.
andres.betancor@upf.edu

o frena demasiado o frena poco. Nunca la velocidad es la adecuada porque la regulación introduce unas limitaciones siempre incomprendidas.

En el fondo hay un enorme desconocimiento sobre la naturaleza y el papel del Derecho y de la regulación. Una aclaración se impone antes de continuar: la relación entre Derecho y regulación. Este término es fuente de mil y una confusión por lo que inmediatamente se impone aclarar qué es lo que entendemos por regulación. En términos genéricos, esta comprende tanto la acción de establecer reglas (reglamentar) como la de hacer que se cumplan. En un sentido más estrecho, la regulación sólo comprendería la primera, o sea, la reglamentación, mientras que la segunda sería lo que en el ámbito del sistema financiero se denomina como supervisión. Estos son los significados que, por ejemplo, se recoge en el famoso Informe Larosière encargado por el Presidente de la Comisión europea sobre la reforma de la supervisión financiera en la Unión Europea y presentado el 25 de febrero de 2009. En consecuencia, regulación entendida como reglamentación es equivalente a Derecho. Es el Derecho que reglamenta el sistema financiero. Con este significado lo utilizamos.

La ignorancia sobre el Derecho (regulación) da lugar a imputaciones sobre su responsabilidad tanto para causar la crisis financiera como para solucionarla. No creo que la des-regulación sea la causante pero tampoco creo que la re-regulación sea la solución.

Cuando se afirma que la des-regulación es la causante de la crisis se le imputa una responsabilidad in vigilando. No hay una culpa por liberalizar actividades que luego han producido la presente crisis. No es comparable a lo sucedido, por ejemplo, en el sector energético y de las telecomunicaciones. No hay el desmontaje del sistema regulatorio anterior para facilitar la denominada autorregulación de los mercados. Sin embargo, se alude a una sedicente liberalización cuando, en realidad, la culpa, si la hay, sería imputable a la ausencia de regulación que ha dado lugar, según estos acusadores, a la falta de atención de las causas de la crisis. Cuando se habla de la des-regulación como causa de la crisis se quiere aludir a una deficiente regulación derivada de que no fue capaz de contener la tendencia "natural" del sistema a asumir

riesgos para expandir los beneficios. Ahora bien, en sentido estricto, si no hay regulación es porque los políticos y los reguladores no apreciaron los problemas o fueron minusvalorados de cara a adoptar las reglas adecuadas, pero también es posible que habiendo estas reglas, no las aplicaron o lo hicieron deficientemente para conjurarlos convenientemente. ¿Por qué se imputa al Derecho una responsabilidad cuando es de los seres humanos que crean y aplican ese Derecho? Se objetiva el Derecho cuando es tributario, como se analizará, de una potente sociabilidad.

Una vez sucedidos los acontecimientos es muy sencillo hablar de que se podían haber evitado si el sistema de regulación-prevención hubiese funcionado adecuadamente. La Humanidad se castiga siempre mirando hacia atrás pensando que se podía haber evitado todos los desastres que han salpicado su propia Historia. Es un ejercicio psicológico torturante que poco o nada ayuda a curar las heridas y aún menos a buscar las medidas de evitación. En el caso de la crisis, se mira hacia atrás e igualmente se afirma que podía haberse evitado con la regulación adecuada. Ahora bien, la regulación no es una varita mágica que lo puede todo, lo evita todo y lo sana todo. Es muy sencillo y fácil proclamar hoy que la causa de las causas fue la infravaloración de los riesgos y la consiguiente presión para su crecimiento. Por consiguiente, un regulador omnisciente con una regulación omnipotente podía y debía haber actuado sobre esa causa para conjurar las otras causas inmediatas de la crisis. Ni existe tal regulador y aún menos la regulación responde a esta característica.

Existe cierto consenso sobre las causas inmediatas de la crisis financiera¹:

- 1) unos tipos de interés extraordinariamente bajos contribuyó a una desmedida liquidez que creó una ilusión de altos niveles de crecimiento económicos permanentes y sostenibles;
- 2) la desmedida liquidez alentó, a su vez, la búsqueda de nuevas rentabilidades mediante nuevos instrumentos (los denominados productos estructurados que es un activo que se forma combinando dos

¹ Esta relación de causas están expuestas en BETANCOR, 2009: 341 y ss.

o más instrumentos financieros, generalmente productos de renta fija e instrumentos derivados tales como futuros, opciones, *warrants* y certificados) en manos de nuevas instituciones financieras (especialmente, los denominados *hedge-fund*) operados, incluso, en nuevos mercados (tales como *over-the-counter* sobre *Credit Default Swaps* o Derivados), lo que genéricamente constituye la denominada como de ingeniería financiera fruto de la desbordante y desbordada innovación financiera; estos instrumentos, instituciones y mercados incrementaron, a su vez, la liquidez del sistema, lo que contribuyó a incrementar la falsa ilusión que señalábamos;

- 3) estos instrumentos, instituciones y mercados financieros se benefician, en mayor o menor grado, de una falta de transparencia debida en muchos casos a su extraordinaria complejidad que impide conocer con exactitud el grado de riesgo asumido por aquellos que los adquieren;
- 4) las agencias de calificación de créditos, las agencias de *rating* contribuyeron al proceso al fallar en el desempeño de su función de evaluación de los instrumentos financieros en orden a la valoración de sus riesgos, lo que se achaca, entre otras razones, a los conflictos de intereses que les aquejan;
- 5) el denominado fallo en la “corporate governance” de las instituciones financieras cuya manifestación más sobresaliente es el asociado a las retribuciones que perciben los administradores que alentó la asunción de nuevos riesgos pero también los fallos en la organización y funcionamiento de la gestión y control interno de riesgo de las instituciones;
- 6) los fallos en la transparencia de la contabilidad de las entidades financieras derivados o bien de la utilización de estándares equivocados para las características del mercado o bien de la ausencia de tales estándares cuando los activos no reúnen la liquidez mínima para que se pueda establecer un valor adecuada, pero también las posibilidades que permitían dichos estándares para las actividades fuera de balance (*off-*

- 7) el denominado fallo de supervisión; este es un fallo del sistema público de control de riesgos que ni pudo ni quiso desempeñar el control mínimo exigido por las circunstancias a la vista de la asunción de riesgos insostenibles para el conjunto del sistema.

Todas estas causas confluyeron en una que es, a mi juicio, la central: la infravaloración de los riesgos que son tan esenciales para el conjunto del sistema financiero. Su inadecuada valoración ha conducido a los desequilibrios que han arrastrado al sistema financiero a la crisis y al conjunto del sistema económico. Las causas de la infravaloración de los riesgos son realmente causas exógenas a la regulación pero que ésta, ciertamente, fue incapaz de contener. Y lo fue, porque la regulación no es un sistema vivo e independiente de la economía. La regulación es la regulación que la economía y, en particular, el mercado exige o precisa en cada momento. La regulación muy difícilmente puede ser contracíclica: en fases de expansión, se le exige que sea pro-cíclica, pero en fases de crisis, en cambio, que sea contra-cíclica. Como he dicho, hay una asincronía entre la opinión de los agentes del mercado y la regulación. Esta nunca está a la altura de las expectativas de aquellos porque se desconoce profundamente la naturaleza del Derecho.

La regulación no es la causa pero tampoco es la solución. Esta consideración se basa en una casi fe casi mítica en el Derecho y sus aplicadores-controladores (los reguladores, en sentido genérico) lo que contrasta elocuentemente, como he dicho, con la opinión que se tiene de uno y otro en los momentos de euforia (expansión). Una fe casi ciega en el Derecho y los reguladores como si fuese una técnica omnium potentiae capaz de preverlo y solucionarlo todo. No habría nada que pudiese resistirse a sus efectos sanatorios e, incluso, de previsión. El Derecho, la regulación es la única solución: la que ha de evitar las crisis y la que ha de solucionarlas. Y los reguladores son los agentes racionales más competentes para conjurarlas. La visión mítica del Derecho y de los reguladores contrasta escandalosamente con

la realidad técnica de uno y de otros. No me refiere a la realidad histórica, me refiero a la realidad institucional de uno y de otro.

La visión mítica del Derecho se basa en la atribución o reconocimiento de una cualidad extraordinaria de la que carece: su carácter omnipotente. Se le reconoce una capacidad casi ilimitada para solucionar los problemas, cualquier problema. Si hay un problema, como, por ejemplo, el de la corrupción, la forma casi natural para solucionarlo es cambiando el Ordenamiento jurídico mediante la aprobación de nuevas normas. La Ley lo puede todo, como decía De Lolme en 1775, menos cambiar un hombre por una mujer o viceversa. Esta condición omnipotente (*omnium potentiae*) lo convierte en un símbolo social de primera importancia que sostiene una creencia social que contribuye a la cohesión social. Es la creencia en una institución-instancia supra-individual y, además, objetiva que administra justicia para la solución de los problemas. La imagen que representa la Justicia es de la una mujer con los ojos vendados que porta una espada con la que castiga tras pesar en su báscula los intereses de los que pleitean. No hay límite a ese poder. La Justicia – el Derecho no conoce de límites. Su objetivo es que cualquier problema que se le plantee encuentre la solución justa. El límite lo marca la Sociedad y sus problemas. La Justicia – Derecho sufraga esa necesidad. El límite del Derecho está en la necesidad que subviene. Es la esperanza-necesidad de que cualquier problema tendrá una solución. La fuerza del símbolo está en la fuerza de la necesidad que satisface. Una Sociedad no puede estar cohesionada si no tiene la esperanza de que los problemas que le acucia encontrará la solución adecuada y, además, justa. Este es el papel del Derecho.

Esa creencia está relacionada con el Estado, como creador-controlador del Derecho. El Derecho lo puede todo porque el Estado lo puede todo. Y lo puede todo cuando hay problemas, cuando hay crisis, cuando la Sociedad tiene que acogerse al amparo del símbolo para encontrar la protección frente a aquello que la amenaza. Ahora toca, el mito del Estado protector; mañana el del destructor, esclavista, ... Ahora toca, regular, mañana, liberar. Ahora se le reconoce una legitimidad que antes no tenía y, por consiguiente, se le exige que regule-proteja, salve el capitalismo de sus propios demonios. El Estado

salvífico que es directamente proporcional a la magnitud del presupuesto que maneja.

Sin embargo, ni el Estado es tan potente ni tampoco el Derecho lo es. El Estado está condicionado por su pertenencia, en particular, a la Unión Europea, además de a la Comunidad Internacional y a sus organizaciones relevante en relación con el sistema financiero. Y el Derecho es una técnica social singularmente endeble; es una técnica cuya sociabilidad es fuente de sus fortalezas pero también de sus extraordinarias debilidades.

En el ámbito de la regulación financiera se produce una peculiaridad: cuanto más internacional es la instancia de regulación menos obligatoria será. Como han afirmado DAVIES & GREEN (2009: 129) “la mayor parte de la elaboración de principios y de la cooperación reguladora internacional depende de estructuras meramente voluntarias, que se han centrado especialmente en el intercambio de información, en la creación de una igualdad competitiva aproximada para los participantes extranjeros en el mercado o, simplemente, en la atención a las mejoras de las técnicas de supervisión de otras jurisdicciones para mejorar los regímenes nacionales. Sin embargo, en la UE, los Estados miembro han acordado regirse formalmente por legislación basada en los Tratados europeos y adherirse a normativas parecidas o, cada vez más, idénticas.”

En el ámbito de la regulación internacional, los organismos como el Comité de Basilea para la banca, IOSCO para el mercado de valores, entre otros, son instituciones de cooperación. En cambio, en el ámbito de la UE es donde se produce una efectiva restricción de la soberanía de los Estados. En este ámbito, el Estado es cada vez menos Estado y la tendencia es a que esta disminución estatal vaya creciendo. Es más, la UE convierte en normas las recomendaciones de las instituciones internacionales, es el caso de la Directiva sobre Requisitos de Capital que hace efectivo el Acuerdo de Basilea II en toda la UE.

En el caso específico del Derecho, su debilidad radica en su fundamento: la Sociedad. Es una técnica social, una técnica de y para la Sociedad. Esta constituye la razón de ser (función) pero también su basamento. Esta naturaleza explica porqué, como la definiera Kelsen, es una técnica social

basada en la amenaza de la sanción. La amenaza debería ser suficiente y para que lo sea el incumplidor debe tener la certeza de que sufrirá el castigo. Si, en cambio, tiene la certeza de que no se producirá, la amenaza no surte efecto y el Derecho pierde su capacidad de ordenación de las conductas. Al final, dependerá de los que controlan el cumplimiento y aplican los castigos.

Tenemos la triple dependencia social del Derecho en cuanto a la creación de las reglas, el control de su cumplimiento y la efectividad de la amenaza a los ciudadanos en caso de incumplimiento. Este entorno social es fuente de fortaleza pero también de debilidades. Los seres humanos, como los agentes del mercado, también se contagian de las circunstancias históricas. Si el factor psicológico, los *animal spirits*, son tan importantes para explicar la crisis también lo son para explicar la reacción del entorno social, en la triple dimensión indicada, del Derecho y, por consiguiente, la del Derecho mismo frente a la crisis: también está constituido por seres humanos que, al igual que los demás, se contagian de las euforias y de las depresiones con la misma intensidad irracional. Por muy perfecto que sea el Derecho, es una técnica cuya creación y aplicación dependerá de unos seres humanos que i) pueden fallar (por incompetencia real o inducida), ii) son dependientes o condicionados por los *animal spirits*, y iii) sin olvidar la eventualidad y perversa captura del regulador por los intereses de los regulados.

En primer lugar, los reguladores no están libres del fallo de la incompetencia. Los reguladores también pueden fallar. Un fallo que puede deberse al desconocimiento, la ignorancia o la mala praxis pero también puede ser inducido por el ambiente que como una aureola puede encubrir incluso las estafas más espectaculares como las de los últimos tiempos. Madoff cuenta, por ejemplo, que tras la última inspección, antes de estallar el escándalo, creyó que era inminente que se detectase la estafa. Los inspectores de la SEC le requirieron para que facilitase las cuentas de los bancos que utilizaba para llevar a cabo sus negocios. Estaba convencido que la llamada al banco sería suficiente para poner de relieve que el dinero que sus clientes había entregado había desaparecido y que la cuenta no registraba movimientos significativos que respaldase la actividad que decía desarrollar. Sin embargo, los inspectores

no llamaron. Una llamada de teléfono habría sido suficiente. Esto se relata en el Informe interno elaborado por la SEC para intentar explicar lo inexplicable.

En segundo lugar, los *animal spirits* también contagian a los reguladores y al Derecho. Los seres humanos que crean y aplican el Derecho también pueden sufrir del mismo virus que los agentes del mercado. Si estos *animal spirits* explican la evolución de las burbujas financieras en las conocida cinco etapas: movimiento (o surgimiento de las nuevas oportunidades), euforia (o exceso de inversión), manía (o burbuja), aflicción (o crisis de las expectativas y venta por los iniciados para obtener beneficios) y repulsión (o descrédito que provoca el estallido de la burbuja)², también podrían explicar el correlativo fenómeno de la reacción regulatoria: a medida que la euforia van creciendo, el freno regulatorio va disminuyendo la presión, en cambio, cuando la repulsión se instala, esta se incrementa. En momentos de expansión, laxitud y en momentos de crisis, rigor. Esta montaña rusa de las apreciaciones y sentimientos sociales igualmente impulsa, en sentido contrario, la regulación. Esta es pro-ciclo en la administración del freno regulatorio pero de intensidad contraria. La asincronía que hemos comentado.

Si las crisis son consustanciales a la economía puesto que se tiene constancia de ellas desde hace más de 800 años, la reacción regulatoria siempre ha estado igualmente presente. A toda crisis sigue el cambio regulatorio como solución, al igual que a toda fase de expansión sigue otro cambio regulatorio en sentido opuesto. Los términos manejados recientemente son ilustrativos. En la reciente fase de expansión se ha hablado de la “liberalización” de los mercados; la libertad frente a la esclavitud del Derecho o de la regulación. En estas fases, el Derecho es el que encadena al mercado. En las fases de crisis, es la *omnium potentiae*, el instrumento todo poderoso que corrige los defectos e impide en el futuro que se vuelvan a repetir. Cuando hay expansión hay que liberarse del Derecho y cuando hay crisis ha sido esta misma liberación la que lo ha provocado. El Derecho siempre está en el centro de la tormenta unas veces como problema y otras como soluciones. En ambos casos están gravemente equivocados quienes así lo sostienen. Estas ideas alimenta la re-

² Así las explican FERGUSON (2009: 138).

regulación innecesaria que, paradójicamente, alimentará en el futuro el proceso contrario de des-regulación que sentará las bases de la nueva crisis. Una espiral permanente en el que la regulación es, significativamente, pro-cíclica ya que crisis y re-regulación se complementan tanto como que esta sentará las bases de la des-regulación que contribuirá a la futura crisis. Una espiral sin fin alimentada por la ley universal formulada por Bachelard como de la bipolaridad de los errores, donde un error alimenta otro error de sentido contrario. La única forma de romper con esta espiral es reivindicando que el cambio regulatorio, si ha de producirse, ha de limitarse al estrictamente necesario, para lo que habrá de utilizarse las técnicas ya consolidadas que permiten justificar dicha necesidad.

La sobre-regulación o la regulación equivocada como re-acción frente a la crisis podría ahogar el motor económico fundamental que es la imaginación de los seres humanos a lomos de su propio interés. Las fuerzas creativas del mercado son esenciales para el progreso económico. El Derecho debe encausarlas para evitar los perjuicios al interés general (bien común) mediante la imposición de las limitaciones adecuadas. El problema se plantea cuando el cauce es tan estrecho o tan lleno de obstáculos que no pueden impulsar el motor económico. Esto supone asumir los peligros de este caballo a veces desbocados. Aquellos que hoy identifican a la liberalización como la causa de la crisis no pueden negar la importante prosperidad que ha traído al mundo³. En estos momentos de oscuridad no somos capaces de apreciar todo lo importante que ha aportado al progreso mundial aquello mismo que hoy se

³ DE LA DEHESA (2009: 337-338) expone cómo la desregulación se fue abriendo paso en los mercados financieros sobre la base de considerar que lo mejor era no interferir el mercado y dejarlo a su autorregulación, lo que ha desembocado “en una desregulación y des supervisión exageradas como es el llamado fundamentalismo de mercado, iniciado en la época de Reagan y Thatcher, que, reconociendo que durante varias décadas ha permitido que la economía funcione adecuadamente y que la globalización haya producido una elevada prosperidad mundial, sin embargo ha terminado produciendo graves excesos financieros, fallos muy importantes de mercado y de Estado y la crisis más grave desde la Gran Depresión.” Y añade “estos años de elevada prosperidad mundial derivados de la globalización y de la gran moderación de precios que ésta ha creado, han generado, sin embargo, los gérmenes de su propio fin debido a los excesos en los que han incurrido los mercados financieros, que han vuelto a producir otra crisis, esta vez de un tamaño y repercusión globales. Esto significa que, a partir de ahora, y por la tradicional teoría del péndulo, va a producirse necesariamente una vuelta a una mayor regulación de los mercados financieros y a una mejor y más estricta supervisión de los mismos para evitar que los contribuyentes tenga que hacer frente con sus impuestos a un problema que ellos no han creado.”

crítica. El peligro de la re-regulación es que vaya más lejos de lo necesario hasta provocar el efecto adverso de anegar la fuerza creativa del mercado que justificará, en el futuro, la consiguiente liberalización en esta endemoniada espiral sin fin. Es hora de romper el círculo vicioso e intentar implementar otro virtuoso.

Y, en tercer lugar, el Derecho y la regulación como *omnium potentia* se basa en un prejuicio perfectamente estudiado del regulador benevolente: objetivo, racional, neutral, ... que interviene los mercados para preservarlos (neutralidad) sin más interés que el buen funcionamiento de los mismos, sin contaminación política pero también libre de la contaminación de los intereses regulados, los intereses del sector. Este regulador benevolente no existe y es materialmente imposible que exista. Ni es posible la neutralidad, ni la racionalidad ni, incluso la independencia. La única alternativa es la transparencia y el consuelo de que sin ellos sería peor. El regulador independiente merece el beneficio de la duda pero siempre que esté bajo la duda del control. El regulador por muy independiente que pretenda serlo está en el centro de presiones muy poderosas por lo que la transparencia es el único antídoto conocido para compensar este juego de fuerzas. Además, en un sector de tanta complejidad y su correlativa oscuridad, el regulador depende extraordinariamente de la información e, incluso, el juicio, del regulado. El regulador no tiene usualmente los medios pero tampoco los conocimientos para constituir una imagen alternativa del regulado basada en su propio juicio sino en la que le facilita el regulado. La captura deviene perfectamente posible y, por consiguiente, la imposibilidad de que el regulador benevolente, neutral e independiente pudiese detectar anticipadamente los riesgos en los que incurren las entidades financieras.

Una de las críticas que se ha formulado contra los reguladores por su contribución a la presente crisis financiera es la relativa a la tolerancia de los Bancos centrales al apalancamiento de los bancos en unas magnitudes estratosféricas mediante instrumentos fuera de balance. Es una muestra del inevitable contagio de intereses. El regulador acaba identificándose con los intereses del sector. Una paradoja notable es la relación entre esta identificación y la independencia: ¿hasta qué punto ésta identificación es mayor

cuanto más independiente es el regulador? Alrededor del regulador hay un difícil equilibrio entre presión/interés político y presión/interés privado (del sector). Las dos opciones son malas: o caer capturado por los objetivos políticos (y cortoplacistas) de las fuerzas gobernantes o por los objetivos del sector. Las presiones son enormes, como he dicho, y salvaguardar la benevolencia del regulador es materialmente imposible. El regulador muy difícilmente podrá ser simpático con todos los intereses. Al final, deberá ser antipático con todos porque los que realmente ha de contar o bien no tienen capacidad de presión directa (ciudadanos) o bien son demasiado abstractos e impersonales como el buen funcionamiento del mercado o la estabilidad financiera.

Ni la des-regulación es la causa, ni la re-regulación es la solución. Hay que romper el mito del Derecho para asentar la visión de la regulación circunscrita a la necesaria. Esta es la única manera de gestionar la crisis asentando las bases para evitar su futura repetición. ¿Cómo se está afrontando la re-regulación del sistema financiero?

En el ámbito de la UE las propuestas de reforma presentadas aluden a la supervisión financiera, o sea, a los reguladores. La Comunicación de la Comisión de 27 de mayo de 2009, COM (2009) 252 final, titulada “Supervisión financiera europea”. Es interesante que la primera propuesta concreta se refiere a la supervisión financiera; es lo primero que hay que cambiar: la estructura organizativa encargada de supervisar a las instituciones y los mercados financieros. El denominado nuevo marco europeo de supervisión se asienta en dos pilares: i) el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico encargado de la supervisión macroprudencial, o sea, las amenazas potenciales para la estabilidad financiera que se deriven de la evolución macroeconómica y de la evolución del sistema financiero en su conjunto. Y ii) el Sistema Europeo de Supervisores Financieros encargado de la supervisión microprudencial. Este último tiene una estructura reticular compuesto por autoridades europeas de supervisión (Autoridad Europea Bancaria, Autoridad Europea de Seguros y Pensiones y Autoridad Europea de Valores) y los supervisores nacionales tienen como función salvaguardar la solidez financiera de las empresas financieras individuales y proteger a los clientes de servicios financieros.

Es significativo que el nuevo marco regulatorio europeo se quiera comenzar con los nuevos reguladores: primero los órganos con sus funciones y luego las nuevas reglas del mercado financiero. El primero, el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico es un órgano integrado por los gobernadores de los 27 Bancos Centrales y los 3 presidentes de las nuevas autoridades europeas de supervisión, bajo la presidencia del Presidente del BCE. Es un órgano de evaluación y vigilancia de la estabilidad del sistema financiera y, en tal condición, podrá formular recomendaciones y avisos.

El Sistema Europeo de Supervisores Financieros combina una extraordinaria complejidad organizativa (organización reticular) con unas competencias regulatorias más claras derivadas de la supervisión de las entidades financieras para garantizar su solvencia y proteger a los clientes. La complejidad organizativa deriva de los dos niveles, europeo y nacional, que lo integra que da lugar a un reparto de tareas en el que el primer nivel, elabora normas y garantiza la aplicación uniforme de las mismas, así como coordina la acción de los supervisores nacionales. Ahora bien, también se le pretende asignar la supervisión de las “entidades con proyección europea”. En cambio, en el nivel nacional es donde se ha de seguir desplegando la supervisión de las entidades financieras. El primer nivel marca la regulación, mientras que el segundo la ejecuta mediante la supervisión de las concretas entidades de ámbito nacional.

Me parece interesante esta propuesta. Por un lado, antepone el sujeto, el actor a la regulación propiamente dicha. El sujeto organizativo especializado de ámbito europeo es el más adecuado para determinar qué cambios normativos se han de implementar para corregir las causas que han conducido a la presente crisis. La existencia de este sujeto no le garantiza la exclusiva del cambio normativo. No la tiene ni puede tenerla. Ayudará a su definición pero le corresponderá la traducción técnica de las nuevas normas. Esto es esencial. El ajuste normativo no puede estar bajo los impulsos exclusivamente políticos. Se necesita el contrapeso técnico para que la urgencia de aquellos en mostrar que se está haciendo “algo” no conduzca a una sobre-regulación que ni solucionaría los problemas ni sentaría las bases para evitarlos en el futuro: ¡sentaría las bases, paradójicamente, para la futura liberalización! Sería esta imprescindible cuando las cargas impuestas impide, precisamente, salir de la

crisis u obstruye la nueva senda del crecimiento. Las urgencias políticas del presente alimenta las urgencias políticas del futuro. La política alienta a la política. La política de la re-regulación impulsará la política de la des-regulación.

En el plano funcional, la regulación financiera intenta conjurar dos problemas principales: por un lado, las importantes externalidades de las entidades financieras (riesgo sistémico) sobre el conjunto de la economía y, por otro, la información asimétrica que perjudica a los clientes de las entidades. Los dos objetivos de interés público son claros: la estabilidad financiera y la protección de los clientes. El primero es un objetivo macro, mientras que el segundo es micro que da lugar a dos tipos de regulación-supervisión: la macro y la micro. El debate sobre los modelos de regulación-supervisión, el famoso modelo twin peaks⁴ aprecia correctamente estas dos finalidades pero no resuelve adecuadamente (porque no lo tiene en cuenta) la necesaria coordinación; resuelve el problema de la separación pero no tiene en cuenta la coordinación.

La presente crisis financiera ha demostrado la profundidad de las externalidades de la denominada banca paralela (agentes, intermediarios, pero también hedge funds, private equity, ...). La interconexión en el sistema financiero en el que desaparecen las fronteras entre sectores, instituciones, mercados y países ha incrementado las externalidades al mismo tiempo que ha debilitado aún más la situación de los clientes.

La re-regulación que comienza a vislumbrarse pretende hacer frente a los dos problemas esenciales señalados al servicio de los objetivos expuestos. Hay cierta unanimidad respecto de los problemas pero esto no conduce a que la única solución sea la regulatoria y aún menos que dicha solución regulatoria tenga como único contenido posible la restricción de las libertades mediante el incremento de obligaciones y prohibiciones que da lugar a un aumento de las cargas regulatorias y, en particular, las administrativas. Aún cuando se puedan compartir los problemas no hay una relación de necesidad entre los problemas y la solución re-regulatoria. Es una pura relación de conveniencia que ha de

⁴ Promovido por un artículo de Michael Taylor publicado en el año 1995 titulado: *Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century*, Center for the Study of Financial Innovation

estar convenientemente justificada. También la re-regulación pudiera agravar el problema o tener unos efectos adversos relevantes a medio y largo plazo.

El Presidente de la Comisión Europea, Durao Barroso, encargó a una Comisión de Expertos presidida por Jacques de Larosière la elaboración de un informe sobre la reforma de la supervisión financiera en la Unión Europea a la vista del escenario de la crisis financiera. En un tiempo record, la Comisión produjo su informe fechado el día 25 de febrero de 2009 conocido como Informe Larosière. El resultado es un excelente trabajo que analiza, sobre la base del diagnóstico de la crisis financiera, los fallos que deben ser corregidos en los dos ámbitos que identifica bajo la denominación de “regulatory repair” y “supervisory repair”, o sea, regulación y supervisión. La primera es el conjunto de reglas, mientras que esta última es la actividad de vigilancia y de control de cumplimiento de aquellas reglas. Los fallos apreciados en uno y otro ámbito son los que han contribuido a la crisis y que deben ser conjurados para evitar que se vuelva a repetir.

En el apartado 39 se afirma lo siguiente: “... la presente crisis resulta de la compleja interacción entre fallos de mercado, desequilibrios globales financieros y monetarios, inapropiada regulación, débil supervisión y pobre supervisión macro-prudencial. Sería simplista creer que estos problemas pueden ser “resueltos” con más regulación. Sin embargo, permanece que la buena regulación (*good regulation*) es una condición necesaria para la preservación de la estabilidad financiera.” A continuación añade (apartado 42), “la sobre-regulación, por supuesto, debe ser evitada porque ralentiza la innovación financiera y socava el crecimiento económico. Además, el control de cumplimiento (*enforcement*) de la regulación existente, adecuada o mejorada (cuando sea necesario), y una supervisión mejorada, pueden ser más importantes que crear nueva regulación.”

La idea es clara: no más regulación, sino mejor regulación. A esta idea, se le añade otra igualmente esencial: mejorar la supervisión o el control de cumplimiento de la regulación existente. Ahora bien, la pregunta que surge inmediatamente es si el Informe es consecuente con esta proclamación de

principios. La respuesta es negativa. El Informe no se entretiene, ni mínimamente, en proponer mejoras regulatorias sino más regulación.

Si analizamos las 15 recomendaciones incluidas en el Informe sobre la reforma de la regulación (*regulatory repair*)⁵, 14 de ellas suponen la aprobación de numerosas normas. La única excepción es la recomendación núm. 10 en la que el Comité de Expertos propone que los Estados y la Comisión evalúen la normativa existente relacionada con el sistema financiero para eliminar aquella que suponga un obstáculo al mercado único. La nueva re-regulación comprende los siguientes aspectos del sistema financiero⁶:

- 1) la solvencia de las entidades financieras: nivel mínimo de capital y reservas;
- 2) las agencias de calificación de crédito: registro, reglamentación (conflictos de intereses, procedimientos, diferenciación de calificaciones en atención a la complejidad de los productos financieros clasificados, información sobre la actividad, ...) y supervisión permanente;
- 3) las normas de contabilidad (de productos financieros complejos, eliminar sesgos procíclico, valor razonable, partidas fuera de balance, ...) y sus autores (el *International Accounting Standard Board*, institución privada, debe ser reformado para ampliar su legitimidad y transparencia);
- 4) la supervisión macroprudencial del sistema financiero;
- 5) el reforzamiento de los poderes de las autoridades en cuanto a la supervisión microprudencial de todas las instituciones financieras;
- 6) el “sistema financiero paralelo”: los hedge fund y otros fondos de capitales (registro, reglamentación de su organización y funcionamiento y supervisión permanente de su actividad);

⁵ En el Informe se incluyen 8 recomendaciones relativas al sistema de supervisión financiera que son sumamente importante porque propone una nueva arquitectura institucional de la supervisión financiera en la Unión Europea. No obstante, es una materia ajena al objeto de esta publicación.

⁶ Estos aspectos son coincidentes, como analizo en BETANCOR (2009: 345), con las propuestas formuladas por el G-20 en sus distintas declaraciones.

- 7) los instrumentos financieros estructurados como los derivados (normalización de un mercado formal de derivados);
- 8) la gobernanza empresarial de las entidades financieras y en particular, las retribuciones (estructura de las retribuciones para alinearlas con los objetivos a largo plazo de las entidades, información y supervisión);
- 9) la gestión del riesgo en las entidades financieras; y
- 10) la gestión de la crisis en el ámbito global y en el de la Unión Europea.

Como se puede observar, todos los vértices del problema de la crisis financiera tienen como solución la re-regulación incrementada tanto en intensidad como en amplitud de su perímetro hasta comprender aquello que no estaba regulado. La regulación es nueva no sólo en intensidad sino en extensión.

El desiderátum inicial del Informe Larosière se ve desmentido por la ausencia de un compromiso expreso con la mejora de la regulación lo que da alas a la solución regulatoria sin más matices. El informe alimenta la espiral re-regulación – des-regulación – re-regulación. El círculo vicioso que no nos aleja de la crisis sino que está sentando las bases de las siguientes.

En cambio, en el seno del G20⁷, como he explicado en otro lugar (BETANCOR, 2009: 360 y ss) se han asumido otros enfoques moderadamente pro-regulatorio que no asume acríticamente que la mejor solución es siempre una regulación más intensa y extensa, sino que la mejor solución es la de la regulación necesaria.

Se puede decir que hay dos enfoques, como suele ser usual, sobre la regulación financiera entre el modelo europeo, continental europeo y el anglosajón. Estos dos modelos son tributarios de sendas culturas sociales, económicas pero también jurídicas sobre el papel del Estado y su relación con la libertad de los ciudadanos. Aquél más intervencionista, contrasta con este más liberal. En este contexto se puede entender que el G20, más receptivo a la

⁷ Me refiero al Informe elaborado por el G20 Working Group 1 titulado “Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency” de 25 de marzo de 2009. Se trata de un Informe encargado a un grupo de expertos por el G-20 para que estudie la mejora de la regulación del sistema financiero.

influencia anglosajona, asume una visión moderadamente regulatoria de las eventuales soluciones a la crisis, lo que se pone de relieve en el esfuerzo en establecer las condiciones o requisitos que ha de reunir la re-regulación.

El G20 reconoce el fracaso de la self-regulation: no se puede dejar a la disciplina del mercado la regulación de la innovación financiera. Se requiere la disciplina del Estado. Pero ¿cuáles son los requisitos que ha de reunir esta disciplina? ¿qué requisitos ha de reunir la re-regulación?

La finalidad que ha de perseguirse es la de que “todas las instituciones, mercados e instrumentos financieros de importancia sistémica deben estar sujetos a un apropiado grado de regulación y de control, aplicados de manera consistente y proporcionado a las importancia sistémica local y global” (Recomendación 5). Esto significa que la regulación ha de reunir unas características que se reiteran a lo largo del Informe. Estas características se resumen en un calificativo: regulación apropiada. Esta es aquella que cumple tres características principales: i) regulación rigurosa; ii) regulación proporcionada; y iii) regulación consistente.

La primera alude al rigor técnico de su contenido. Esto exige no sólo información sino también colaboración de todos los reguladores, organismos e instituciones nacionales e internacionales con competencia en materia del sistema financiero. La complejidad de este exige una regulación técnicamente adecuada que, además, evite distorsiones innecesarias. La rigurosidad de la regulación alude a su calidad técnica pero también a que su objetivo no es ir más allá de lo necesario. También alude a otro elemento esencial: el scope de la regulación, que se extienda o comprenda a todas las instituciones, instrumentos y mercados que tenga relevancia o importancia para el sistema financiero.

La segunda, la proporcionalidad de la regulación se refiere a que debe guardar la proporción adecuada entre el problema que se pretende conjurar y el medio elegido para llevarlo a cabo. La regulación no puede introducir cargas innecesarias. A tal fin, es esencial la información y evaluación de los problemas. Esta exigencia es fundamental para el diseño de la nueva arquitectura institucional y regulatoria del sistema financiero. En este momento

el grado de opacidad del sistema, de sus instituciones, de sus instrumentos y de sus mercados es crítico. Esta opacidad debe ser adecuadamente disuelta mediante la recopilación de información para lo que los actores del sistema deben contribuir cumpliendo con las adecuadas obligaciones de registro e información sobre sus actividades, su negocio, sus riesgos, ... Una vez se cuenta con la información adecuada, se podrá evaluar la importancia y magnitud de los problemas para, sobre esta base, adecuar la regulación. El objetivo es que su contenido regulatorio (esencialmente, las obligaciones y prohibiciones) sean las proporcionadas a los beneficios perseguidos en relación con la solución de los problemas apreciados.

La tercera y última característica es la de la consistencia de la regulación. Esta característica alude a la coherencia con estándares internacionales tales como códigos, guías, best practices, métodos, estándares, ... elaborados por organismos internacionales pero también entidades privadas. Para evitar el denominado "regulatory arbitrage" (la ventaja que obtiene una empresa como consecuencia de las diferencias regulatorias entre los distintos Estados, como, por ejemplo, en el ámbito tributario, o societario, ...) mediante la superación, dentro de ciertos márgenes, de las diferencias regulatorias entre los Estados.

A mi juicio, los dos modelos de re-regulación para conjurar las causas de la crisis, representados por el Informe Larosière y el Informe del G20 Working Group 1 de marzo de 2009 ponen de relieve las diferencias entre aquellos que consideran, según la inercia histórica, que toda crisis ha de dar lugar a más regulación y aquel otro que intenta romper el círculo vicioso enumerando las condiciones de la re-regulación para que sea, realmente, la necesaria sin efectos adversos perniciosos, en particular, a medio y largo plazo puesto que estos efectos son los que constituirán las causas últimas de la nueva crisis. No se trata de regular por regular; no se trata de considerar que la regulación, sin más, es la solución. Se trata de establecer la regulación apropiada, o sea, aquella que lo es en cuanto a i) grado de exigencia; ii) los sujetos sometidos; iii) el contenido; y iv) la selección de los problemas que tenga la relevancia adecuada. La regulación ha de ser siempre la que sea la necesaria, la mejor a la vista de las circunstancias y de los objetivos de interés público perseguidos que, confluyen, en uno fundamental: máxima libertad con la mínima

intervención, esto es, el objetivo de interés público reflejado por la libertad como eje central del Estado social y democrático de Derecho proclamado en la Constitución.

No pongo en duda que se necesite regular nuevos o antiguos problemas. Ahora bien, me parece demasiado anclado en el pasado arrastrar el simplismo de considerar que a todo problema le corresponde una solución regulatoria basada en la prohibición/obligación más castigo en caso de incumplimiento. Los problemas y sus soluciones, especialmente la regulatoria, deben ser evaluados para encontrar la solución adecuada que no necesariamente es la regulatoria. Es la más fácil para políticos y reguladores pero es la socialmente más costosa.

Creo que debemos combatir ciertas inercias mentales tanto fuera como dentro del mundo del Derecho.

- 1) la inercia de que todo problema tiene una única solución y no varias;
- 2) la inercia de que todo problema tiene una única solución jurídica;
- 3) la inercia de que el Derecho-regulación lo puede solucionar todo, descartando que podría incrementar el problema tanto en importancia (cualitativa) como en magnitud (cuantitativa);
- 4) la inercia de considerar que el Derecho-regulación no tiene un coste;
- 5) la inercia de que el Derecho-regulación es una solución poderosa para lo que se olvida de su fragilidad puesto que dependerá, en última instancia, de ciertas personas (reguladores) que deberán actuar para controlar y hacer cumplir lo regulado;
- 6) la inercia de olvidar que toda nueva carga regulatoria supone un coste de cumplimiento pero, sobre todo, un coste para el regulador que ha de gestionar-controlar la información que se le remite o que tiene conocimiento para adoptar la decisión correspondiente;

- 7) la inercia de olvidar que los reguladores nunca tienen todos los medios, todas las capacidades y todas las aptitudes adecuadas y necesarias para afrontar la regulación de un sector para evitar los problemas;
- 8) la inercia de que por muy poderoso que sea el regulador, no existe la certeza de que algo se escape y que el problema se pueda producir, incluso, el más grave;
- 9) la inercia de que no hay ningún sistema perfecto que asegure que la crisis no se va a producir y que la evite: no existe la seguridad total aún menos en el sistema financiero donde la creatividad es una fuente esencial de riqueza;
- 10) la inercia de que también el riesgo es un componente esencial del progreso humano en todos los ámbitos de la vida, incluido el financiero: encerrar la imaginación, incluso la perversa, la codicia, los animal spirits, ... puede ser más perjudicial que dejarla libre. El gran reto es encontrar un punto de equilibrio.

Este punto de equilibrio es el de la regulación necesaria, ni más ni menos, sólo la necesaria. Al servicio de este objetivo existen técnicas que deben ser utilizadas pero siendo conscientes de que también tales técnicas deben ser perfeccionadas o mejoradas. En este punto todavía queda mucho por hacer.

BIBLIOGRAFIA

BETANCOR, A., 2009: *Mejorar la regulación*, Marcial Pons, Madrid.

DAVIES, H. & GREEN, D., 2009: *Regulación financiera mundial*, Ed. Paidós, Barcelona.

DE LA DEHESA, G., 2009: *La primera gran crisis financiera del siglo XXI. Orígenes, detonantes, efectos, respuestas y remedios*, Alianza Editorial, Madrid.

EMBID IRUJO, A., 2009: *El Derecho de la crisis económica*, Prensas Universitarias de Zaragoza, Zaragoza.

FERGUSON, N., 2009: *El triunfo del dinero. Cómo las finanzas mueven el mundo*, Ed. Debate, Barcelona.