

# CRISIS

Carlos Jaramillo Z.

# BANCARIAS

# Y REFORMAS

# FINANCIERAS

## NOTICIAS RECIENTES DE AMBOS MUNDOS

Los cambios que las recientes crisis financieras han inducido en las regulaciones dejan dos preguntas: cuáles son los temas que los reguladores consideraron vitales para promover sistemas financieros más estables y cómo se concretarán en diseños institucionales que permitan cambiar la manera de hacer negocios. ¿Qué dicen al respecto las nuevas leyes promulgadas en Venezuela y Estados Unidos?

ES INDUDABLE QUE UNA CRISIS FINANCIERA es una excelente oportunidad, no buscada, para evaluar los aspectos de la regulación y el arreglo institucional que no contribuyen a lograr el fin último que es tener un sistema financiero robusto.

#### **El caso venezolano**

Sin ánimos de hacer una crónica de la «minicrisis» financiera ocurrida entre noviembre de 2009 y febrero de 2010, lo que interesa es determinar a qué factores atribuyeron los legisladores la causa de la crisis y cómo, a partir de allí, definieron las premisas para el diseño de la Ley Orgánica del Sistema Financiero Nacional promulgada en marzo de 2010.

El detonante de esta crisis fue la intervención de cuatro grupos financieros que, mediante una serie de operaciones cruzadas entre empresas de un mismo grupo y de terceros, extrajeron de manera indebida los depósitos de personas naturales y jurídicas, incluyendo organismos del Estado, por un monto cercano a los 5.000 millones de dólares. Como era de esperar, la opinión pública atacó duramente el comportamiento fraudulento de los directivos de esas instituciones financieras, exigió determinar la responsabilidad de funcionarios públicos que colocaron recursos en ellas y responsabilizó al gobierno de las pérdidas incurridas por los inversionistas que tenían dinero colocado en casas de bolsa, pues la falta de supervisión de los organismos reguladores permitió un excesivo apalancamiento de esas instituciones por medio de la figura del «mutuo».

Los mutuos son operaciones de préstamos de títulos valores que ocurren entre clientes y bancos de inversión, y viceversa. Son de dos tipos: activos y pasivos.

1. Activos: operación en la cual un cliente pide prestado a una casa de bolsa un título valor de su cartera y se obliga a devolverlo en fecha posterior, junto con cualquier interés o dividendo que el título hubiese generado más una prima para remunerar a la empresa por haber prestado al cliente el título valor.
2. Pasivos: operación en la cual la casa de bolsa pide prestado a un cliente un título valor de su cartera y se obliga a devolverlo en fecha posterior junto con cualquier interés o dividendo que el título hubiese generado más una prima para remunerar al cliente por haber prestado el título valor.

En el caso de los mutuos se cuestionaba, además, la legitimidad de los títulos financieros con los que se montaron algunas operaciones.

El gobierno enfrentó la crisis con respuestas de corto y largo plazo. La respuesta de corto plazo fue evitar en lo posible un efecto contagio a otras instituciones financieras y, en consecuencia, al resto de la economía. Para ello estatizó los bancos afectados y algunas empresas relacionadas: desde compañías de seguros hasta productoras y distribuidoras de alimentos, además de inmuebles, obras de arte y otros activos de los involucrados. Si bien es loable la celeridad con que se intentó proteger los activos con los cuales debían ser indemnizados los afectados por las quiebras de los grupos económicos, es lamentable que los reguladores —los custodios naturales de esos bienes— no hayan hecho pública una relación del valor económico de lo confiscado y un cálculo inicial de cuánto recuperarían los depositantes que no contaran con la cobertura del Fondo de Garantía de Depósitos (Fogade), los clientes de las casas de bolsa de los grupos intervenidos y el mismo Fogade.

La respuesta de largo plazo consistió en la promulgación de la Ley Orgánica del Sistema Financiero Nacional, la cual debía promover cambios para garantizar que no volvieran a ocurrir los hechos que produjeron la crisis. Ante la matriz de opinión pública generada, la comisión encargada por la Asamblea Nacional de elaborar el nuevo grupo de leyes que regirán a las instituciones que forman el sistema financiero nacional produjo una ley marco que pareciera tener tres objetivos principales:

1. Corregir las anomalías que permitieron la intervención y posterior cierre o estatización de nueve instituciones

financieras (Bolívar, Banpro, Confederado y Canarias el 20/11/2009; Real, Baninvest y Central Banco Universal el 4/12/2009; Del Sol e Inverunión el 18/01/2010).

2. Dar las pautas para dirigir recursos del sistema financiero a las actividades consideradas estratégicas por el Estado.
3. Facultar a la ciudadanía organizada, mediante la promoción de la contraloría social, su participación en la captación de recursos y otorgamiento de créditos, la

### **La intención de dirigir el crédito hacia sectores de actividad previamente definidos por el Estado conduce a la ineficacia en la colocación de los recursos**

emisión de pólizas de seguros para actividades económicas comunitarias no consideradas por los esquemas de coberturas de riesgo vigentes y la mejora de la cultura financiera de los ciudadanos con programas educativos impartidos por la banca.

La legislación resultante pretende cumplir estos objetivos, al propiciar el desarrollo de un sistema de intermediación de recursos y cobertura de riesgos, a partir de las siguientes líneas de diseño de regulaciones:

1. La orientación de recursos a las áreas prioritarias fomenta el desarrollo del país.
2. Los conglomerados financieros producen inestabilidad en el sistema financiero, pues promueven actividades especulativas.
3. Es importante promover la participación ciudadana en el control de los servicios.
4. Es necesario crear un órgano de regulación que vigile a los reguladores existentes, para reforzar el cumplimiento de las leyes por parte de funcionarios, directivos y empleados del sistema financiero y quienes funjan como actores financieros *de facto*.
5. Es necesario controlar la colocación de fondos excedentarios del Estado.

Sin dudar de la buena voluntad del legislador y de la pertinencia de resolver muchas de las inquietudes planteadas en la exposición de motivos que sustenta la ley, es importante recordar que la regulación financiera es una disciplina de reciente aparición. El arreglo institucional que se conoce y en el cual se basa el legislador se estructuró a lo largo del siglo XX: el Banco de la Reserva Federal se fundó en 1913 y los fondos de garantías de depósitos aparecieron en la década de los treinta. Esto no implica que no haya un camino recorrido que toda legislación moderna deba reflejar y una serie de preocupaciones de carácter universal que aún no han sido resueltas y tienen que estar presentes en un cuerpo legal que pretenda ser una ley marco para el sistema financiero de un país. A continuación se presenta una serie de desafíos y problemas que trae consigo la nueva ley.

#### **Transmite una visión anticuada de lo que debe ser un sistema financiero**

La intención de dirigir el crédito hacia sectores de actividad previamente definidos por el Estado conduce a la ineficacia en la colocación de los recursos. Esto ha sido ampliamente documentado en la bibliografía sobre temas bancarios en la

década de los noventa. La realidad es dinámica, por lo que hoy puede ser el sector turismo el que necesite fondos y mañana el de la minería. Estas cuotas obligan a las instituciones financieras a trabajar con sectores en los cuales no tienen ventajas competitivas. Un banco con una vocación corporativa no ofrece su mejor desempeño cuando se le obliga a trabajar en agricultura o en construcciones de interés social.

### *Sataniza a todos los grupos financieros*

La regulación penaliza a todos los grupos financieros por problemas causados por un reducido grupo de directivos inescrupulosos, por la falta de supervisión de los reguladores o por su lentitud para tomar decisiones. No hay pruebas de que la «minicrisis» bancaria de 2009-2010 haya sido ocasionada por una fuente de inestabilidad originada por la presencia de conglomerados financieros. Si los conglomerados crean inestabilidad deben hacerlo mediante sus clásicas operaciones de negocios; es decir, por medio de siniestros cubiertos por sus empresas de seguros, el incumplimiento de una contraparte en una operación de compra-venta de divisas o una pérdida en un portafolio de inversión institucional, para citar algunos ejemplos de situaciones en las que una empresa de un grupo financiero puede «contagiar» al resto de sus asociados con un «problema propio».

Esto no fue lo que sucedió en Venezuela, donde un grupo de empresas, que podían o no formar parte de un grupo económico, se pusieron de acuerdo para montar operaciones crediticias que les permitieron tomar recursos de clientes de bancos, casas de bolsa y empresas de seguros, y prestarlos a sus relacionados, en abierta violación de las restricciones dispuestas en las leyes que regulan a las instituciones financieras mencionadas. Formar parte de un grupo financiero indudablemente facilitó el montaje de las operaciones. Pero, cuando hay una intención de violar las regulaciones, no es indispensable la existencia de un grupo financiero para que ello suceda.

Es muy común que las instituciones financieras con problemas traten de ocultar dos hechos que reflejan su fragilidad: 1) tener una capitalización inferior a la establecida por la regulación o 2) incurrir en pérdidas. En estos escenarios, mediante artificios contables, se crean utilidades o se transfieren pasivos a terceros para limpiar los estados financieros de las empresas reguladas. Se crean utilidades de papel y se oculta el excesivo apalancamiento.

Un caso típico de maquillaje contable fue el montado por el banco de inversión estadounidense Lehman Brothers (LB), que compró una empresa financiera llamada Hudson Castle en sociedad con antiguos empleados de LB. En fechas cercanas a los cierres contables, Hudson Castle adquirió activos del banco de inversión facilitándole efectivo a cambio, lo cual mejoraba los balances de LB. Posteriormente al cierre contable, LB recompraba sus activos pagando una comisión a su contraparte por los servicios prestados (Story y Dash, 2010). Esta práctica de uso común en la industria financiera se conoce con el nombre de «pacto de recompra». Los maquillajes contables se han usado tan extensamente en la industria financiera de Estados Unidos que la Comisión Federal encargada de explicar las causas de la crisis financiera les ha dedicado un lugar especial en su agenda de investigación. En estas transacciones colaboran fondos de cobertura y otros vehículos de inversión ajenos a las instituciones que desean limpiar sus balances.

Las instituciones venezolanas que protagonizaron la llamada minicrisis habían hecho un uso excesivo de financiamiento a corto plazo, que provenía principalmente del mercado interbancario y de la colocación de excedentes de instituciones

públicas. Como es un hecho sabido, ambas fuentes de recursos son volátiles en sus costos y en la certidumbre de su eventual renovación (de ser requerida). Si bien la Superintendencia de Bancos advirtió a las partes involucradas de los problemas que

### **Eliminar los conglomerados financieros no evita los fraudes, pero causa grandes perjuicios económicos a quienes desarrollan modelos de negocios basados en las sinergias existentes en el esquema de banca universal**

estas prácticas producían, no puso en práctica un programa de corrección de tales problemas, entre otras cosas porque varias de estas instituciones vivían un proceso de transición de propiedad. Los propietarios originales, que ya habían vendidos sus acciones, se mantenían como sus representantes legales, y algunos incluso asistían todavía a las juntas directivas. Los nuevos dueños habían comenzado a participar en la gerencia y el regulador no había terminado de aprobar o rechazar tales traspasos de propiedad. Mientras la ambigüedad se mantenía, los nuevos dueños no terminaban de inyectar dinero fresco. La verificación del origen de los fondos aportados por los compradores fue uno de los cuellos de botella que impidió cerrar el proceso de traspaso de propiedad.

Eliminar los conglomerados financieros no evita los fraudes, pero causa grandes perjuicios económicos a quienes desarrollan modelos de negocios basados en las sinergias existentes en el esquema de banca universal, en el cual bancos y empresas de seguros comparten capacidades de inversión, canales de distribución y carteras de clientes para ampliar la oferta de servicios, captar mayores rentas y hacer un mayor uso de las inversiones en tecnología. Los conglomerados financieros pueden incluso facilitar la incorporación de nuevos participantes al sistema, tal como es el deseo de la nueva ley, porque cuentan con más recursos económicos, bases de datos más completas sobre clientes y sectores, y, cuando así lo quieren, acceso a tecnología avanzada que permite abaratar el costo de acceso a grupos poco integrados a la economía formal, pero que son alcanzables vía Internet o telefonía celular.

### *Cataloga los problemas operativos cómo «problemas principales»*

La transparencia en la colocación de los excedentes de efectivo de las instituciones públicas es un tema de interés, tanto para los reguladores como para los ciudadanos en general, como lo puede ser el buen desempeño de los agentes fiduciarios o la prontitud de respuesta de las compañías de seguros ante los requerimientos de los beneficiarios de pólizas HCM, y otra media docena de temas que pudiera agregarse. ¿Por qué razón se da tal relevancia a este tema para incluirlo en la ley marco?

No es Venezuela el único país donde organismos públicos manejan excedentes de recursos de corto plazo ni el único tampoco donde los funcionarios se ven sometidos a presiones para que asignen estos excedentes a una u otra institución financiera. Las conductas indeseables en el manejo de excedentes de corto plazo, o de tesorería, se minimizan cuando existen claras políticas corporativas que establecen, al menos, los tipos de títulos en los que una empresa puede invertir, la calificación crediticia mínima aceptable de las organizaciones captadoras de recursos y el máximo volumen de inversión que se puede colocar por institución.

# PROGRAMA AVANZADO DE GERENCIA PAG

Una experiencia de crecimiento personal y profesional para liderar el cambio en las organizaciones

- Adquiere las prácticas gerenciales de vanguardia que distinguen a las empresas líderes
- Potencia sus competencias de liderazgo mediante el uso de instrumentos de *feedback* gerencial, talleres de aplicación y sesiones de *coaching*
- Conéctate con la realidad empresarial nacional y fortalece tus redes de contacto
- Obten una perspectiva del entorno gerencial global, mediante el "módulo internacional", un viaje opcional al exterior (actividad de cierre del programa)

## Inicio

Valencia: Marzo 2011

Maracaibo: Abril 2011

Mayor información

Maracaibo:

(0261) 7514613 | 4615

pag.zulia@iesa.edu.ve

Valencia:

(0241)823 8775 | 825 2132

pag.valencia@iesa.edu.ve

## Visita [www.iesa.edu.ve/pag](http://www.iesa.edu.ve/pag)

Esta actividad puede ser reconocida como inversión en ciencia, tecnología e innovación según LOCTI, para lo cual deberá incluirse dentro del plan del personal de tu organización

Un excelente ejemplo de cómo se crea una estructura para normar la colocación de excedentes de corto plazo del sector público es el Decreto 1.525 de 2008 del gobierno colombiano «por el cual se dictan normas relacionadas con la inversión de los recursos de las entidades estatales del orden nacional y territorial». Según ese decreto:

Los establecimientos públicos del orden nacional y las entidades estatales del orden nacional a las cuales se les apliquen las disposiciones de orden presupuestal de aquellos, deben invertir sus excedentes de liquidez originados en sus recursos propios, administrados, y los de los Fondos Especiales administrados por ellos, en Títulos de Tesorería TES, Clase «B» del mercado primario adquiridos directamente en la Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

A partir de los 64 artículos de este decreto todos los organismos del Estado colombiano, incluyendo sus asociaciones con empresas privadas, reciben lineamientos para colocar los recursos de la manera más transparente, dando prioridad a transacciones directas con el Ministerio de Finanzas, a la participación en subastas y a la compra de títulos desmaterializados. El decreto incluye la creación de un fondo para la redención anticipada de los títulos de tesorería.

En un sistema financiero razonablemente complejo, como es el venezolano, existen la tecnología, los mecanismos y los instrumentos para crear un sistema de colocación transparente como luce el colombiano. Es necesaria la intención del Estado venezolano para implantarlo.

La ley marco debe concentrarse en los grandes lineamientos de lo que debe ser el sistema financiero venezolano. Los aspectos operativos y los problemas individuales tienen cabida natural en las leyes que regulan a las instituciones integrantes del sistema y en las normas de operación que apoyan su desarrollo. Los legisladores están sujetos a enormes presiones para resolver problemas específicos que tienen gran visibilidad a los ojos de la opinión pública, pero eso no los exime de elaborar una jerarquización adecuada de los asuntos que deben estar incluidos en la ley.

#### **Supone que un nuevo organismo de control resolverá las debilidades institucionales**

La única respuesta que brinda la ley ante la negligencia de los reguladores en sus actuaciones consiste en crear un regulador del regulador, con capacidad para sancionar a los funcionarios y a los directores y empleados de las instituciones financieras. Estas sanciones incluyen la devolución del monto del daño patrimonial al Estado y la imposición de multas, sin eximir a los responsables de las implicaciones penales de sus acciones.

¿Qué sentido tiene crear una nueva capa burocrática cuando la existente carece de recursos humanos y financieros para cumplir apropiadamente con su función? ¿No son suficientes las instituciones y leyes vigentes para sancionar a quienes incumplan las regulaciones? Si las decisiones son lentas en la actualidad, ¿no lo serán más aún con una instancia adicional? ¿Se logra la autonomía para tomar decisiones difíciles con un organismo adscrito al Ministerio de Finanzas y con directores de libre nombramiento y remoción escogidos por el poder ejecutivo, que son acompañados en sus funciones por el Ministro de Finanzas y el Presidente del Banco Central?

Un excesivo control del Poder Ejecutivo abre espacio a las manipulaciones de grupos de interés. Nadie duda de las buenas intenciones de todos los integrantes de las distintas

instancias de gobierno. Pero, como las leyes se hacen para sobrevivir más allá de los tiempos en que fueron promulgadas y de los actores que les dieron forma, no es deseable que un marco legal posea tal debilidad.

#### **Participación comunitaria en la captación de ahorro y el otorgamiento de crédito**

Una idea importante promovida por esta ley es la inclusión de las comunidades como actores del sistema financiero y esto, a su vez, trae como subproducto positivo la bancarización de los individuos, que es una condición necesaria para su mejora económica. Sin embargo, la ley es muy ambigua al hablar del papel de las comunidades en la intermediación financiera. Si se espera que capturen recursos y otorguen créditos, se abre una nueva dimensión en el tema: la capitalización.

Los principios de regulación financiera sugieren que las instituciones que realizan las mismas actividades deben cumplir con los mismos requisitos de capital, independientemente de la figura legal bajo la cual operen. Si la comunidad funciona como banco debe someterse a los mismos requisitos y controles exigidos a las instituciones bancarias. Si la co-

### **Dado que el sistema financiero es un entramado, la crisis financiera de Estados Unidos mostró que las empresas que realizan actividades similares deben tener un regulador común, pues realizan operaciones entre ellas**

munidad va a intermediar los fondos públicos, la rendición de cuentas debe tratarse en profundidad, porque los representantes de las comunidades que reciban los recursos pasan a tener las mismas responsabilidades y regirse por las mismas reglas aplicadas a los funcionarios que manejan dinero. Con mucha frecuencia, los individuos que han administrado dinero del sector privado no entienden la rigidez con que se administran los recursos públicos, que están marcados para usos específicos y cualquier cambio en su destino, por lógico o pertinente que parezca, va contra las normas vigentes si no se piden los permisos respectivos. Nuevos mecanismos de intermediación generan nuevos desafíos al regulador.

#### **Facultar a la ciudadanía**

Si hay algo valioso en este nuevo marco legal es el reconocimiento de que un sistema financiero estable necesita ciudadanos que entiendan el contenido y el alcance de los productos y servicios que ofrecen las instituciones financieras. El «empoderamiento» de la ciudadanía en esta ley se busca mediante dos dimensiones: la contraloría social y la educación financiera.

La labor de formar consumidores educados se ha hecho de manera poco estructurada en la gran mayoría de los países, y Venezuela no es la excepción. Siempre se parte de la base de que cualquier adulto que haya pasado algunos años en el sistema educativo está en capacidad de entender los contratos que firma. Sin embargo, las situaciones conflictivas creadas por los créditos doble indexados en Venezuela al comienzo de esta década, o por las llamadas hipotecas tóxicas (*subprime*) en Estados Unidos, muestran que conceptos tales como interés compuesto, refinanciamiento de intereses, tasas de interés variables o comisiones *flat*, no son familiares para muchos usuarios.

La nueva ley marco exige a las instituciones financieras que cumplan la función de formar a los ciudadanos en estos

temas, lo cual en principio no es una mala idea, pero es insuficiente. Conceptos básicos de finanzas deben ser incluidos en el currículo de educación media, tal como se está comenzando a hacer en Norteamérica y Europa. Asimismo, es necesario fortalecer los grupos de defensa del consumidor (que son iniciativas de la sociedad civil), las cuales, además de servir de vehículos para facilitar su representación en procesos legales, cumplen una importante función de educación y difusión de conocimiento de los derechos del consumidor.

### **La ley no menciona temas controvertidos de la agenda internacional**

Es imposible pensar en un sistema financiero que no tenga conexiones con sus pares internacionales, y estas conexiones se perfeccionan, entre otras cosas, en la medida en que haya homogeneidad en las regulaciones de los países. Un regulador exigente y avanzado ayuda a mejorar las instituciones de su país, lo que les facilita cumplir con los estándares para ser contrapartes de sus pares en los países desarrollados.

Temas como la aplicación de las normas de regulación del Acuerdo de Basilea, la concentración de la propiedad bancaria, la función de los productos derivados, la conveniencia o no de que los bancos universales generen utilidades mediante el manejo de portafolios de inversión por cuenta propia (lo que se conoce en inglés como *proprietary trading*), muy en boga en la discusión internacional, son totalmente omitidos, por lo que no queda clara la posición del regulador frente al manejo de riesgo y el papel del Estado en su cobertura.

### **Lo que vendrá**

La Ley Orgánica del Sistema Financiero Nacional fue concebida como una respuesta a la «minicrisis» financiera de noviembre 2009-enero 2010, por lo que da gran relevancia a asuntos específicos y pierde el norte de lo que debe ser una regulación hecha para durar. Las disposiciones transitorias muestran que se tomaron grandes decisiones, sin considerar los impactos causados, como es el caso de la eliminación de los conglomerados financieros. Una decisión de esa magnitud requiere mucho más que hacer explícita una intención y fijar una fecha de ejecución.

La ley tiene, entre sus aspectos positivos, la intención de facultar a la ciudadanía mediante la promoción de la contraloría social y la educación financiera. Asimismo, puede ser un marco de referencia interesante para promover mecanismos novedosos de financiamiento y cobertura de riesgos de las comunidades organizadas. Lamentablemente, los temas omitidos y los vacíos de criterios la hacen insuficiente para servir de rectora del conjunto de leyes financieras que debe cubrir la Asamblea Nacional en 2010.

### **El caso estadounidense**

La crisis financiera de 2007 puso en evidencia la fragilidad a la que exponían al sistema financiero internacional, y en última instancia a los contribuyentes de los países desarrollados, el entramado de relaciones no controladas entre bancos universales y de inversión, empresas de seguros y fondos de cobertura (*hedge funds*). Lo que comenzó con la liberación de los estándares de otorgamientos de créditos hipotecarios, para dar acceso a grupos familiares de alto riesgo (bajas remuneraciones, irregularidades en su estatus de residencia en Estados Unidos e inexistencia de otras referencias crediticias), terminó con una paralización total de los mercados crediticios ante el temor de los inversionistas institucionales de que los intermediarios financieros no tuvieran capacidad para absorber las pérdidas in-

curridas por el otorgamiento de hipotecas subestándar, en una primera fase, y por la emisión de pólizas de seguros que cubrían contra los impagos de títulos hipotecarios amparados con las hipotecas que los mismos bancos habían ayudado a otorgar.

Para hacer frente a esta crisis, los gobiernos de Estados Unidos, Gran Bretaña y la Unión Europea desarrollaron paquetes de rescate, que consistían en una mezcla de créditos amparados por las compras de carteras de títulos valores en problemas, inyección de capital a los bancos considerados demasiado importantes para dejarles quebrar (*too big to fail*), promoción de fusiones entre bancos universales y bancos de inversión en problemas y viceversa (Wachovia y Wells Fargo, Merrill Lynch y Bank of America, J.P Morgan y Bear Stearn),

### **La recién aprobada «Ley Dodd-Frank de Reforma de Wall Street y Protección al Consumidor» prohíbe explícitamente comprometer los recursos de los contribuyentes en el rescate de instituciones en problemas y, adicionalmente, define la política de no estimular el desarrollo de instituciones excesivamente grandes y complejas**

rescate de la compañía de seguros más grande del mundo con una inyección de capital de 180 mil millones de dólares y reducción aguda de las tasas de interés referenciales, comenzando con la tasa que cobra la Reserva Federal cuando presta asistencia de corto plazo a los bancos con problemas temporales de liquidez. Aunque tal paquete de ayuda permitió que la crisis no se transformara en una gran depresión, como la ocurrida en los años treinta del siglo XX, no logró la aceptación de los ciudadanos, en general, ni del Partido Republicano como representante de la oposición en Estados Unidos, en particular.

La pérdida de empleos producto de la recesión, la reducción del acceso al crédito a pequeñas y medianas empresas y personas naturales (problema aún no resuelto a septiembre de 2010), la ineffectividad de los programas de auxilio a los deudores hipotecarios que estaban a punto de perder sus viviendas una vez explotada la tan mencionada «burbuja de los precios de la vivienda», el déficit producido en los fondos de retiro públicos y privados como consecuencia de la caída de los mercados de valores y la reducción de las tasas de interés, y la caída del ingreso de los jubilados por idénticas causas, crearon un ambiente de frustración y exigencia de castigo a los culpables de la gestación de la crisis. La respuesta del mundo político no fue solamente poner en marcha un paquete de rescate sino también promover cambios en el marco de regulación, para que nunca más ocurriese una crisis financiera de tal magnitud.

El nacimiento de un nuevo marco legal requiere un consenso sobre las causas que produjeron la crisis, en particular las de tipo institucional, y como es natural dicho consenso es difícil de lograr por la cantidad de intereses económicos en juego. Luego de muchas discusiones, dentro y fuera del Congreso de Estados Unidos, y pese al cabildeo de Wall Street, la legislación aprobada apuntó hacia un conjunto de debilidades institucionales (Forsyth, 2010).

### **Tamaño de las instituciones**

Cuando se agudizó la crisis en 2008 era poco lo que los reguladores entendían acerca del funcionamiento de los productos derivados que los grandes bancos universales emitían y negociaban con bancos de inversión, empresas de

seguros, fondos de cobertura, fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales. Para agravar más el problema, los reguladores bancarios no tenían potestad sobre los que no eran bancos universales, por lo que resultó imposible aislar las instituciones reguladas para tratar de atender sus problemas de solvencia y liquidez sin involucrar al resto de las instituciones.

La propuesta que posteriormente elaboraron los congresistas Chris Dodd y Barney Frank captó la necesidad de aumentar el volumen de información que manejan los reguladores sobre las transacciones interinstitucionales, aunque algunos de los actores involucrados no estén sometidos a la tutela del regulador. Asimismo, se hizo patente la necesidad de tener autoridad sobre todas las empresas que participan en los contratos que producen mayores riesgos en el sistema, a fin de diseñar planes de rescate más efectivos.

A medida que se hicieron públicas muchas de las transacciones problemáticas, y se hizo manifiesto que algunas no eran más que apuestas de los bancos contra sus contrapartes sobre la evolución de los mercados hipotecarios, surgió una matriz de opinión que cuestionó la participación de bancos en el mercado de productos derivados que se cotizan fuera de la bolsa (*over the counter*). ¿Por qué deben los contribuyentes subsidiar la toma de riesgo de los bancos, cuando estas operaciones no forman parte de las actividades para las cuales fueron creados? ¿Por qué no sacar estas actividades, propias de la banca de inversión, fuera de los bancos universales y obligar que sean cubiertas con fuentes de capital separadas de las de los bancos considerados «muy grandes para quebrar»? Si son tan grandes que no se les puede dejar quebrar, ¿no será la solución, para evitar que sus problemas afecten la salud financiera del resto de la economía, poner un tope al tamaño que pueden alcanzar? Definir el tamaño máximo permisible, y qué hacer cuando se cruza ese umbral, consumió la energía de muchos congresistas y representantes de las partes interesadas.

### *Instituciones en las sombras*

Uno de los grandes puntos del Acuerdo de Basilea, que refleja en buena medida el conjunto de buenas prácticas de la regulación financiera en el ámbito mundial, es que a las instituciones que manejen productos financieros similares y produzcan riesgos similares se les debe exigir la misma capitalización y deben ser tratadas a todo efecto regulador como iguales. Las «instituciones a la sombra» no son más que bancos de inversión y fondos de cobertura que compiten con los bancos universales en actividades de intermediación crediticia, manejo de inversiones por cuenta propia y de terceros, e intermediación de títulos y monedas, pero con menos requisitos de capital y menor supervisión de los reguladores, por no ser bancos comerciales. Estos vacíos de regulación permitieron que los bancos y las empresas de seguros crearan filiales no reguladas, mediante las cuales canalizaron actividades de alto riesgo con menores requisitos de capital, lo que les permitió alcanzar altos grados de apalancamiento, rentabilidad y pérdida en situaciones adversas.

Dado que el sistema financiero es un entramado, la crisis mostró que las empresas que realizan actividades similares deben tener un regulador común, pues realizan operaciones entre ellas. La coexistencia de diferentes organismos y regulaciones complica la implantación de soluciones y facilita el arbitraje: colocar las transacciones que requieren mayor soporte de capital en las instituciones sometidas a menores requisitos patrimoniales.

### *Comportamiento predatorio*

La polémica participación de Goldman Sachs en la emisión de instrumentos que apostaban a la insolvencia de títulos hipotecarios que habían ayudado a comercializar, la proliferación de hipotecas de segundo grado o los refinanciamientos hipotecarios en condiciones leoninas muestran que, en muchos casos, las personas naturales y los inversionistas institucionales no reciben información precisa de los instrumentos

**Indudablemente, la Ley Dodd-Frank otorga a los reguladores de Estados Unidos poder y recursos que nunca antes habían tenido. Las instituciones y mecanismos creados corregirán muchas de las anomalías que causaron grandes pérdidas a inversionistas institucionales y consumidores**

que adquieren o los contratos que firman. Si bien existe un sistema legal mediante el cual pueden resolverse querrelas económicas, las asimetrías de conocimiento que favorecen a los bancos requieren la existencia de instituciones cuyo mandato único sea la protección de los débiles jurídicos.

### *Opacidad*

La falta de transparencia es una consecuencia, principalmente, del tamaño alcanzado por el mercado de derivados extrabursátil, el cual alcanzó según el Banco Internacional de Pagos una exposición crediticia de 3,5 billones de dólares a finales de 2009 y es manejado por un pequeño grupo de bancos comerciales y de inversión, que negocian contratos de gran complejidad, difícil valoración y escasa liquidez, sin la existencia de una cámara de compensación —en la cual se crucen operaciones marcadoras de precios— y con prácticas muy laxas para el control de colaterales. Sin una adecuada medición de riesgos, el regulador le extiende al intermediario un cheque en blanco para cubrir sus pérdidas con el dinero de los contribuyentes.

### *Inapropiada intervención gubernamental*

La política de vivienda del presidente Bush tuvo como principal objetivo aumentar el índice de propietarios de inmuebles residenciales, que pasó de 60 por ciento a finales de los noventa a 67 por ciento en 2006. Tal incremento fue posible gracias a una importante reducción de los estándares requeridos para la obtención de créditos hipotecarios, que colocó en manos de los segmentos más pobres de la población préstamos a tasas onerosas, por encima de sus capacidades de pago, y alimentó paralelamente una burbuja en el precio de los inmuebles debido al aumento súbito de la demanda.

### *Inapropiada gerencia macroeconómica*

La política de mantener un esquema de bajas tasas de interés desde principios de la década de los 2000, para atenuar el impacto negativo de la ruptura de la burbuja tecnológica de 2001 en los balances de las instituciones financieras, creó un clima en el cual se estimuló la toma de riesgos por parte de quienes tenían acceso a fondos baratos (en principio, las instituciones financieras y un pequeño grupo de inversionistas institucionales).

La banca de inversión remunera a los gerentes de portafolios sobre la base de su desempeño relativo con respecto a sus pares. Por lo cual, en una década en la que las tasas de interés se mantuvieron en una tendencia sostenida a la baja, y el mercado bursátil presentó un comportamiento deficiente, estos

gerentes tuvieron todos los incentivos para desarrollar y promocionar estrategias de inversión riesgosas, tanto con fondos de las instituciones en las que trabajaban como con recursos de sus clientes. Los clientes decepcionados por los retornos de los instrumentos tradicionales, que incrementaban el déficit de los fondos de pensiones y planes de retiro, estuvieron dispuestos a aceptar productos que ofrecían retornos superiores pero les exponían a riesgos que en muchos casos no entendían.

La importancia relativa de las inversiones realizadas con fondos propios de las instituciones bancarias llegó a alcanzar un cuarenta por ciento de las utilidades consolidadas del sector en 2007. Las remuneraciones por desempeño de gerentes y directores de los grupos encargados de estas áreas de negocios fueron muy jugosas. Los incentivos para asumir riesgos fueron muy atractivos, lo cual se agravó por el hecho de que, en muchos casos, se pagaron comisiones sobre utilidades no realizadas. Dada la dinámica laboral del sector, algunas personas que hicieron negocios de alto riesgo y generaron utilidades y comisiones ya no eran empleados de las corporaciones cuando sus estrategias se fueron a pique.

### *Una nueva ley*

En respuesta a lo que el consenso de la sociedad estadounidense consideraba las causas de la Gran Crisis de 2007, el 21 de julio de 2010 el Congreso de Estados Unidos promulgó la llamada «Ley Dodd-Frank de Reforma de Wall Street y Protección al Consumidor». Esta nueva ley fue el resultado de dos propuestas: una promovida en diciembre de 2009 por Barney Frank en la Cámara de Diputados y otra correspondiente a la Comisión de Banca del Senado, presidida por Chris Dodd, senador por Connecticut (Harvard Law School, 2010).

El propósito general de la ley, según la exposición de motivos que la acompañaba, era promover la estabilidad financiera del país, al mejorar la rendición de cuentas y la transparencia del sistema financiero, al abandonar la práctica de rescatar instituciones consideradas «demasiado grandes para dejarlas quebrar» (así, los contribuyentes no tendrían que asumir las cargas económicas de los rescates) y promover, además, un ambiente de negocios donde los consumidores estén protegidos de las prácticas abusivas y los cobros excesivos de las instituciones financieras. Un breve resumen de la ley permite apreciar las principales áreas temáticas desarrolladas:

1. Creación de una robusta agencia de protección al consumidor. Uno de los principales objetivos de los legisladores fue concentrar en una entidad las funciones de protección al consumidor, diluidas en varias organizaciones que tenían otras funciones de similar importancia. Para ello se creó un organismo autónomo con presupuesto propio: la Oficina de Protección del Consumidor Financiero. Su director principal es designado por el presidente de Estados Unidos y confirmado por el Senado. Esta oficina tiene la potestad de emitir regulaciones de obligatorio cumplimiento para las empresas que comercialicen productos financieros, sean o no bancos. Es responsable directa de hacer cumplir las leyes federales que prohíben la discriminación en el acceso al crédito de individuos y comunidades. En presencia de prácticas comerciales inadecuadas, puede establecer mecanismos para subsanar los problemas creados, sin necesidad de esperar que el Congreso emita una ley especial al respecto. Adicionalmente, tiene a su cargo un centro nacional de atención y manejo de reclamos al cual se accede por líneas telefónicas gratuitas, así como la implantación de planes de educación financiera destinados al público en general.

2. Creación del Consejo de Vigilancia de la Estabilidad Financiera. El Consejo tiene como función identificar y contro-

lar fuentes de riesgos que amenacen la estabilidad del sistema financiero. Lo integran diez representantes de los principales organismos reguladores del sector, encabezados por el secretario del Tesoro, y les acompañan también un director independiente y cinco especialistas con derecho a voz pero no a voto. Debido a las circunstancias actuales, tiene entre sus funciones dar recomendaciones a la Reserva Federal sobre requisitos de capital, apalancamiento, gerencia de riesgos y otros requisitos que deben cumplir los grupos económicos cuyos tamaños y complejidades puedan poner en riesgo el sistema financiero. Este Consejo tiene la potestad de autorizar a la Reserva Federal a poner bajo su jurisdicción empresas no financieras, siempre y cuando su desempeño pueda afectar la salud del sistema. Asimismo, puede autorizar a la Reserva Federal, como mecanismo de último recurso, para que obligue a los grupos económicos a desinvertir en algunas de sus áreas de actividad que pongan en peligro la salud del sistema financiero.

3. Eliminación de los rescates de las instituciones «muy grandes para quebrar». La ley prohíbe explícitamente comprometer los recursos de los contribuyentes en el rescate de instituciones en problemas y, adicionalmente, define la política de no estimular el desarrollo de instituciones excesivamente grandes y complejas. Establece un límite del tres por ciento del capital base, que las instituciones pueden invertir en fondos de cobertura, fondos de capital privado y portafolios de inversión con recursos propios; estas restricciones se aplican también a instituciones no financieras que sean reguladas por la Reserva Federal. Las restricciones a la inversión en portafolios de valores se conocen con el nombre de «regla Volcker», en honor al ex presidente de la Reserva Federal que hizo el cabildeo necesario para que fueran incluidas en la ley. Las instituciones financieras consideradas grandes y complejas tendrán la obligación de suministrar a los reguladores, periódicamente, planes de su eventual desmantelamiento, con el objeto de que los reguladores entiendan sus estructuras y las puedan intervenir con mayor facilidad de ser necesario.

### **Hay una promesa fundamental —erradicar la política del «muy grande para dejarle quebrar»— que, para muchos críticos, la nueva legislación estadounidense no cumple realmente**

4. Procedimiento de liquidación de instituciones financieras en problemas. Se establece un procedimiento de liquidación a cargo de la Corporación Federal de Garantía de Depósitos (FDIC, por sus siglas en inglés), el principal fondo de garantías de depósitos de Estados Unidos. En los procesos de liquidación, los accionistas y los acreedores sin garantías asumen las pérdidas, y los directores y gerentes responsables son removidos de sus cargos. El FDIC sólo puede proceder a liquidar instituciones financieras cuando haya recibido el visto bueno del Departamento del Tesoro y de la Reserva Federal, y podrá utilizar dinero prestado siempre y cuando sea pagado con la venta de los activos de la institución en problemas. El Estado será el primero de los acreedores en recibir compensación. Como política general se espera que las liquidaciones de grandes instituciones financieras sigan los procedimientos tradicionales de bancarrota, sin consideraciones especiales. Para evitar corridas de instituciones solventes afiliadas al FDIC, los directorios, tanto del fondo como de la Reserva Federal, deberán verificar que exista una amenaza a la estabilidad del sistema financiero. El secretario del Tesoro debe aprobar el monto total de la garantía y las condiciones en que se otorgará, y el

presidente de Estados Unidos activará una vía rápida para que el Congreso apruebe la ayuda.

5. Reforma de la Reserva Federal. El presidente de la Reserva Federal será elegido por los directores B y C, que representan al público, y éstos a su vez son escogidos por los distritos que forman la Reserva Federal y por su Junta

### **La Ley Orgánica del Sistema Financiero Nacional fue concebida como una respuesta a la «minicrisis» financiera venezolana de noviembre 2009-enero 2010, por lo que da gran relevancia a asuntos específicos y pierde el norte de lo que debe ser una regulación hecha para durar**

de Gobernadores. Los directores clase A, que representan a las instituciones bancarias, no podrán votar para nombrar al presidente de la Reserva Federal. La Oficina de Auditoría General realizará estudios para determinar si los mecanismos actuales para escoger a los directores de la Reserva Federal representan los intereses del público, y evaluar el funcionamiento de los préstamos de emergencia que la Reserva Federal otorgó en la reciente crisis. Se prohíbe a la Reserva Federal dar auxilio a instituciones individuales mediante el Programa de Préstamos de Emergencia 13(3). De ser necesaria la ayuda, el secretario del Tesoro aprobará un programa general para firmas solventes, con suficientes colaterales. Se harán públicas las condiciones de estos programas, y se incluirán la lista de participantes, montos y plazos otorgados, así como las operaciones de mercado abierto que se realicen para dar liquidez a las instituciones financieras.

6. Promoción de transparencia y rendición de cuentas en el mercado de derivados. La Comisión de Valores (SEC, por siglas en inglés) y la Comisión de Comercio en Futuros sobre Mercancías recibieron el mandato de supervisar los mercados de derivados que se producen fuera de la bolsa, para evitar la toma de posiciones de riesgo que escapen el control de los reguladores. Se establece una cámara de compensación y la obligatoriedad de transar en el corro bursátil todos aquellos productos susceptibles de ser negociados en un mercado de derivados. Los reguladores y la cámara de compensación califican los productos que deben participar en este esquema de operaciones. Se da a los reguladores la potestad de fijar niveles de capitalización, márgenes o colaterales, tanto a los intermediarios financieros como a los especuladores profesionales, pero no a los usuarios finales. Se emitió un código de conducta que debe ser cumplido por los intermediarios financieros y por todas las instituciones que asesoren a inversionistas profesionales.

7. Creación de la agencia que promueve la participación de las mujeres y los grupos minoritarios. Las agencias reguladoras y los bancos de alcance nacional pondrán en funcionamiento una oficina para promover la inclusión de minorías y mujeres en la fuerza laboral de los organismos reguladores, asesorar en temas laborales relacionados con estos grupos y apoyar a empresas dirigidas por estos grupos de interés.

8. Reformas de productos hipotecarios. Se definieron estándares federales que deben cumplirse en todos los contratos hipotecarios, por lo que las instituciones deben asegurarse de que sus clientes tengan capacidad para pagar las hipotecas que adquieran. Se prohíbe a la industria aplicar esquemas de remuneración que estimulen a los intermediarios a ofrecer a sus clientes contratos hipotecarios que a la larga

les resulten más onerosos. Se prohíben las penalizaciones por pagos adelantados. Se obliga a las instituciones a notificar a sus clientes cómo varían los pagos con el alza de las tasas de interés y a determinar con ellos cuánto es lo máximo que pueden pagar en un escenario de tasas al alza.

9. Regulación de fondos de cobertura. Desaparece el sistema financiero a la sombra, al obligarse a los fondos de coberturas y las empresas promotoras de inversiones de capital privado a registrarse en la SEC, lo que les obliga a reportar sus transacciones y el contenido de su portafolio de inversión. El consolidado de esta información será usado por la SEC para calcular riesgos sistemáticos del sector.

10. Regulación de las calificadoras de riesgos. Se crea en la SEC una oficina dedicada al control de las calificadoras de riesgo (Oficina de Calificaciones de Riesgo), con autoridad para establecer multas. La SEC debe auditar anualmente a las calificadoras que tengan alcance nacional y hacer públicos los resultados, y puede quitar la licencia a las que presenten un desempeño deficiente al evaluar las capacidades crediticias de sus clientes. Las calificadoras están en la obligación de hacer públicos sus métodos y deben incorporar información relevante sobre sus clientes al momento de calificarlos, aunque sean ofrecidas por terceros, y notificar cuando un empleado de la calificadora que participe en la calificación de un cliente establezca una relación laboral con éste último. Se elimina el requisito de obtener calificaciones crediticias en algunas operaciones, de manera que los inversionistas institucionales se vean obligados a realizar sus evaluaciones de riesgo.

11. Compensación de ejecutivos y gobierno corporativo. Se establece para las empresas que cotizan en bolsa la obligatoriedad de formar sus comités de remuneración solamente con directores independientes, los cuales pueden contratar consultores que les apoyen en el ejercicio de sus funciones. Se permite, a grupos de accionistas con más de un cinco por ciento de propiedad accionaria y al menos dos años de antigüedad en la posesión de la inversión, promover sus candidatos durante los procesos de consulta para postular nuevos directores. Se da derecho a voto a los accionistas sobre la aprobación de planes de compensación de ejecutivos, incluyendo aquellas compensaciones especiales que se dan en casos de cambios en el gobierno corporativo (ofertas públicas de adquisición) que reciben el nombre de «paracaídas dorados». Se obliga a las empresas que cotizan en bolsa a establecer políticas para exigir la devolución de las bonificaciones que hayan sido otorgadas a ejecutivos con base en información que no cumpla los estándares contables.

12. Regulaciones de bancos. Se contabilizan las exposiciones a productos derivados dentro del límite de crédito que un banco puede otorgar a un cliente. Se autoriza a la Reserva Federal a supervisar a las filiales no financieras de instituciones financieras que se dedican a actividades similares a las de su casa matriz.

13. Supervisión de seguros. Se crea la primera oficina en la historia del gobierno federal dedicada a supervisar la actividad de seguros. La oficina está adscrita al Departamento del Tesoro y pondrá énfasis en recolectar información sobre la industria del seguro y promover el acceso de minorías y grupos de bajos ingresos a coberturas a precios razonables.

14. Calificaciones crediticias de los consumidores. Se asegura el acceso de los consumidores a sus expedientes de crédito en la medida en que su contenido afecte negativamente sus transacciones con la banca o sus oportunidades de empleo. En Estados Unidos muchas empresas revisan los registros credi-

ticios de quienes buscan empleo como una manera rápida de descartar empleados que puedan generar problemas.

15. Cambios en el alcance de las competencias de la Comisión de Valores. Se da a la SEC la potestad de exigir responsabilidades fiduciarias a los corredores de valores que dan consejos de inversión a sus clientes. Se establece una auditoría externa anual sobre los controles internos de la SEC y sobre el desempeño de sus gerentes. Se crea la Oficina del Defensor del Inversionista para identificar áreas donde los inversionistas encuentran dificultades al presentar quejas a la SEC. Se crean nuevas fuentes de financiamiento para apoyar las nuevas competencias.

16. Las titularizaciones. Se requiere que las empresas que titularicen carteras hipotecarias conserven el cinco por ciento de las carteras, a menos que los préstamos que éstas generen tengan algún atributo que los hagan menos riesgosos. Se aumentan los requisitos de revelación de información sobre los activos que constituyen las carteras hipotecarias que serán titularizadas.

### *Las expectativas de los actores*

Indudablemente, la Ley Dodd-Frank otorga a los reguladores de Estados Unidos poder y recursos que nunca antes habían tenido. Las instituciones y mecanismos creados corregirán muchas de las anomalías que causaron grandes pérdidas a inversionistas institucionales y consumidores. Se producirá mucha más información relevante para reguladores e inversionistas y los consumidores tendrán vías más directas para canalizar sus problemas. Sin embargo, hay una promesa fundamental —erradicar la política del «muy grande para dejarle quebrar»— que, para muchos críticos, la nueva legislación no cumple realmente.

Un formador de opinión como Richard Fisher, presidente del Banco de la Reserva Federal de Dallas, sostuvo en una entrevista para el *The New York Times* que el costo social asociado con las grandes instituciones es mucho mayor que los beneficios que producen, por lo cual es necesario lograr acuerdos internacionales para limitar el tamaño de los grupos financieros (Morgenson, 2010). Durante las discusiones de la ley en la Cámara de Representantes y en el Senado se mencionó la posibilidad de que hubiese una disposición que obligase a los grandes conglomerados financieros a reducir su tamaño. Eso no sucedió.

El cabildeo de Wall Street se impuso y, a pesar de la intención de no dejar que los grupos medianos lleguen a alcanzar los tamaños de los grupos que metieron al sistema en problemas, todavía subyace la promesa de ayudar a los grandes grupos cuando lo requieran. Pero esta promesa está contenida ahora en la letra pequeña, la que es más susceptible de ser modificada. Un buen ejemplo de ello es la posibilidad que tiene la Reserva Federal «en situaciones inusuales o exigentes» de facilitar apoyo financiero, que incluye préstamos preferenciales, a las cámaras de compensación de derivados. Dado que las grandes instituciones financieras son miembros de dichas cámaras, entonces el apoyo es al final también para ellas.

Otra arista que muestra el poder de los grandes grupos financieros es la evolución que sufrió la regla Volcker a lo largo de la reforma. En un principio se quería rescatar la separación de banca comercial y de inversión, contenida en la famosa Ley Glass-Steagall de 1933. Al final, se redujo a que los grupos bancarios no pueden destinar más del tres por ciento del capital propio a inversiones en portafolios propios.

### **¿Qué puede esperarse de estos cambios en las regulaciones?**

Como dice Edward Kane, una autoridad mundial en el tema de la regulación financiera, el meollo de las crisis financieras está en la redistribución de las pérdidas. Y los casos recientes no escapan de esa regla.

Los grupos financieros en Estados Unidos, con mucho más recursos y organización que los consumidores, mueven sus fichas para que los rescates de sus instituciones se vuelvan asuntos de vida o muerte para el sistema. Las personas, en su doble papel de consumidores y contribuyentes, están convencidas de que este es un juego diseñado para que ellas siempre pierdan.

En el manejo de las reformas ha habido una intención de enviar la factura al comensal que más se benefició, tratando, en el caso de Estados Unidos, de moldear un nuevo sistema en el que nadie tenga tanto peso para ponerlo en peligro; y en el caso venezolano, de eliminar vasos comunicantes entre las distintas áreas del negocio financiero que, a juicio del

### **El cabildeo de Wall Street se impuso y, a pesar de la intención de no dejar que los grupos medianos lleguen a alcanzar los tamaños de los grupos que metieron al sistema en problemas, todavía subyace la promesa de ayudar a los grandes grupos cuando lo requieran**

regulador, constituyen la causa principal de la quiebra de las instituciones recientemente estatizadas. Ambos casos muestran que hay grandes consensos en el tema de la regulación financiera: es imperativo facultar a los consumidores, es conveniente eliminar los entramados organizacionales que permiten ocultar el verdadero riesgo de muchas transacciones y subcapitalizar a las instituciones financieras, es urgente controlar la forma como crecen los grupos financieros y también es necesario promover la innovación para que las mayorías tengan acceso a más y mejores productos.

El diablo está en los detalles y todavía son muchos los detalles por revisar antes de llegar a conformar arreglos institucionales medianamente estables. Tal vez buscar la estabilidad de un sector que es muy apalancado por diseño sea una quimera. Pero el regulador, por el beneficio de todos, tiene la obligación de hacerlo. **■**

### **REFERENCIAS**

- Forsyth, W. (2010): «Up and down Wall Street: steroid era ends for finance». *The Wall Street Journal*, 20 de abril.
- Harvard Law School (2010): «Dodd-Frank Act becomes a law». The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, 21 de julio. [blogs.law.harvard.edu](http://blogs.law.harvard.edu).
- Morgenson, G. (2010): «Do you have any reform in size XL?». *The New York Times*, 23 de abril.
- República Bolivariana de Venezuela (2010): «Ley Orgánica del Sistema Financiero Nacional». *Gaceta Oficial*. No. 39.447, 16 de Junio.
- República de Colombia (2008): «Decreto 1.525». *Diario Oficial*. Año CXLIV. No. 46.984, 9 de mayo.
- Story, L. y E. Dash (2010): «Lehman channeled risks through “alter ego” firm». *The New York Times*, 12 de abril.

**Carlos Jaramillo Z.**  
Profesor adjunto del IESA