

CAPÍTULO 10:

REFORMAS AL SISTEMA FINANCIERO

Caracterización general de los mercados financieros, sus funciones e importancia

Los aspectos que más claramente distinguen las economías desarrolladas de aquellas que no lo son, son: la *diversidad* de instituciones, mercados, canales, mecanismos e instrumentos que posibilitan la utilización y aplicación por parte de personas físicas o jurídicas, de recursos excedentes poseídos por terceros; el *volumen* significativo total de los recursos que se canalizan a través de estos medios y los *plazos* extendidos; los grandes *montos* y bajos *costos* que pueden obtener los demandantes de financiación,

En sentido contrario, la escasez (o carencia) de canales, mercados, instrumentos, el relativamente pequeño volumen de recursos canalizados y la escasez de financiamiento accesible a largo plazo, no sólo caracterizan al subdesarrollo, sino que son una de sus principales causas. En efecto, estos rasgos (que configuran un verdadero cuadro de “raquitismo financiero”) impiden el acceso fluido y la rápida acumulación de capital físico y humano por parte de las personas físicas y de las empresas, que es lo mismo que decir que retardan el crecimiento individual y del conjunto social.

La expresión mercados financieros (o también sector financiero) alude al conjunto de mercados e instituciones en los que se transan contratos que contienen promesas de entrega, devolución o pago de dinero, valores, rentas, intereses, especies o bienes en determinados plazos de tiempo, contratos genéricamente conocidos como

instrumentos financieros. Estos contratos especifican los derechos o créditos de las partes que los detentan – por haberlos adquirido – así como las obligaciones o deudas de las partes que los han emitido. Para los primeros se trata de activos, en tanto que para los segundos son pasivos. Las transacciones que dan origen a nuevos contratos o instrumentos financieros se denominan primarias, en tanto que las transacciones por las cuales contratos o instrumentos preexistentes cambian de manos o de titularidad se denominan secundarias.

La importancia del sector financiero y de los mercados que lo conforman está dada porque en ellos:

Quienes desean I) consumir o invertir en exceso de sus ingresos corrientes y/o II) cubrir riesgos o posiciones riesgosas, podrán obtener – emitiendo el correspondiente instrumento o nuevo contrato – el dinero, los bienes o las coberturas de quienes se hallan en disposición y condiciones de proveerlos.

Quienes desean desprenderse o vender contratos financieros preexistentes, podrán hallar compradores en los mercados de transacciones secundarias, y quienes tienen ingresos corrientes en exceso de lo necesario para de sus pagos inmediatos podrán invertir tales excedentes en la compra de instrumentos financieros, ya en el mercado de transacciones primarias, ya en el de transacciones secundarias.

Esta somera descripción es demostrativa de la importancia que tienen estos mercados, aún incompletos e imperfectos, para el logro de una razonable asignación de recursos.

2) Condiciones para que la actividad de los mercados financieros sea conducente, amplia y profunda.

Las funciones y roles que desempeñan los mercados financieros imponen a los poderes públicos las siguientes exigencias:

- Proveer un marco legal que dé certeza de sus derechos y obligaciones a las partes contratantes.
- Mantener una elevada calidad de gestión en los respectivos poderes de policía (el Banco Central, como responsable de la política monetaria y la supervisión amplia de los mercados financieros, y las respectivas superintendencias de bancos, seguros y demás participantes de estos mercados).
- Administrar la economía y las finanzas públicas (impuestos, gastos, financiación, endeudamiento, etc.) de manera de asegurar un marco macroeconómico estable, no comprometiendo la estabilidad de la moneda, ni distorsionando la estructura de precios relativos o generando presiones indebidas sobre las tasas de interés.
- Preservar la estabilidad de la moneda, o sea de la unidad de cuenta (en nuestro caso el Peso).
- Ser unidad de cuenta o de denominación es la característica principal del dinero primario. Se trata de un instrumento emitido por los bancos centrales con aceptación generalizada para cursar pagos por contar con la prerrogativa del curso legal, motivo por el cual su entrega tiene como efecto legal la cancelación definitiva (payment finality) de cualquier obligación de pagar (ya sea resultante de la compra de un bien, ya de deudas en especies o en dinero contraídas con anterioridad). Asimismo, el curso legal habilita

legalmente a los titulares de derechos de cobro (ya originados en ventas de bienes, ya en préstamos de especies o de dinero) a exigir, si lo desean, el ser pagados en unidades de dicha especie⁷⁴.

La estabilidad del valor de la unidad de cuenta o de denominación de los derechos y obligaciones instrumentados en los mercados financieros (o sea, el dinero primario) es esencial para la existencia y el desarrollo mismo del crédito. En su ausencia se genera lo que se ha llamado raquitismo crediticio o financiero y/o conlleva al uso de sucedáneos, como el dólar y otras monedas extranjeras, tasas de interés que en gran medida responden a la desvalorización esperada de la unidad de cuenta, o cláusulas de ajuste ex-post de los capitales adeudados conocidas como indexación.

En la Argentina (como en otros países de ingresos medios en los que la escasez, la inestabilidad y el elevado costo del financiamiento vienen constituyendo desde hace décadas un obstáculo para el crecimiento) la evidencia es incontestable: con un volumen de ahorro doméstico agregado más que suficiente para financiar una razonable acumulación de capital la causa última o primer motor del raquitismo financiero y – consecuentemente – del subdesarrollo de su economía, es la inestabilidad jurídica, fiscal y monetaria. Entre los principales factores de inestabilidad y raquitismo financiero, cabe mencionar:

La persistencia de prácticas tributarias, políticas de gasto y endeudamiento público que terminan distorsionando la tasa de interés real, los precios relativos, el tipo de cambio real y – en última instancia – la competitividad de la economía en su conjunto. En materia de endeudamiento los

⁷⁴ También llamado “dinero base” o “base monetaria”, el dinero primario es aquello que **a)** constituye la unidad de cuenta del valor de bienes y servicios, derechos y obligaciones, **b)** es generalmente aceptable como medio de pago y **c)** que por dichos motivos (los señalados como **a** y **b**) ya en su forma física, cartular (billetes en circulación) como registral (saldos en cuentas), constituye y provee la última certeza de liquidez y valor.

sectores públicos nacional, provinciales y municipales: I) Deben guiarse por el principio de austeridad, que significa no aceptar todo el crédito que se les ofrece sino solo es que es capaz de generar riqueza y flujos financieros para pagar intereses y amortizaciones; II) Deben ser previsores, es decir no considerar como permanentes ciertas coyunturas favorables y III) Deben ser honestos en la exposición de la totalidad de sus obligaciones, tanto sean instrumentadas, como contingentes.

La ausencia de una moneda nacional que sirva de unidad de denominación de derechos y obligaciones a mediano y largo plazo, da lugar al uso de la moneda extranjera a dichos efectos, principalmente el dólar. Es la dolarización de hecho.

La inestabilidad y volatilidad de las condiciones generales de la economía, incluyendo particularmente la inseguridad jurídica resultante de casos frecuentes de violaciones contractuales originadas en decisiones del sector público.

Las demoras y dificultades para ejecutar judicialmente obligaciones y garantías, resultado de la vigencia de leyes y prácticas jurídicas excesivamente favorables a los deudores, y

La ausencia de mercados secundarios profundos que aseguren liquidez a los instrumentos de financiación de mediano o largo plazo.

La experiencia ha mostrado claramente como estos factores de inestabilidad han inhibido tanto a las partes inversoras/acreedoras de los mercados de financiamiento, como a las partes tomadoras/deudoras:

Para los acreedores o inversores, aquellos factores de inestabilidad han sido las devaluaciones, licuaciones, congelamientos, moratorias, etc. Han sido una amenaza permanente sobre el valor real final de sus derechos e intereses, promoviendo históricamente la huida de ahorros locales hacia instrumentos y mercados externos, o bien, su

inversión directa en activos físicos, algo más protegidos hasta ahora.

Para los tomadores de fondos o deudores, los mismos factores de inestabilidad – a través de su impacto distorsivo sobre la tasa de interés real, los descalces de plazos y de monedas, los precios relativos y el tipo de cambio real⁷⁵ – ponen frecuentemente en riesgo su misma supervivencia.

Cabe también señalar la experiencia de los países desarrollados afectados por una severa crisis financieras desde 2008 hasta mediados de la década que está por finalizar, con contracción del crédito, recesión y aumento del desempleo. A lo largo de varias décadas y en diversa medida, casi todos estos países ejecutaron políticas fiscales muy expansivas que se financiaron con un endeudamiento público creciente, financiado por bancos y otros vehículos de inversiones tanto de residentes como de extranjeros. Estas crisis han dado lugar a profundas revisiones de la legislación sobre bancos y mercados de capitales, sin duda necesarias, pero que resultarán inútiles si los gobiernos no logran poner en caja las cuentas fiscales.

3) Objetivos y rasgos relevantes de una ley de Entidades Financieras

I) Distinción entre la actividad bancaria y otros intermediarios de instrumentos financieros, límites impuestos por la ley y rol del Banco Central en la estructura de supervisión:

⁷⁵ El tipo de cambio real es habitualmente medido a través del cociente: “Precios de los bienes comerciables o transables / Precios de los bienes no comerciables o no transables”. El numerador alude a los precios de los bienes de producción doméstica relativamente más expuestos a la competencia con bienes producidos en otros países y el denominador a los precios de los bienes menos expuestos a tal competencia.

La Ley de Entidades Financieras que proponemos pretende basarse en las consideraciones precedentes y contribuir a que los poderes públicos puedan responder satisfactoriamente a las exigencias arriba mencionadas y en particular impulsar:

- El conocimiento del sistema financiero por parte del público y la confianza en el mismo,
- La protección de los usuarios,
- La competencia y la innovación dentro del sistema,
- El buen gobierno de las instituciones participantes y la prevención y represión del delito dentro del sistema.

Entre quienes conforman los mercados financieros cabe distinguir la actividad propiamente bancaria, caracterizada por la captación de fondos con la obligación de su restitución en plazos A) no calzados con los de maduración o cobro de sus activos y B) desvinculada de los riesgos de mora o insolvencia de tales activos. Así, las firmas bancarias corren riesgos de liquidez y de solvencia distinguibles de los asumidos por otros intermediarios, que venden a terceros instrumentos financieros variados (acciones, pagarés, certificados de participación en fideicomisos, cuotas-partes en fondos comunes, etc.) sin asumir ellos riesgos propios por descalce de plazos ni de crédito. Quienes invierten sus ahorros mediante los servicios de este segundo tipo de intermediarios no quedan acreedores de los mismos, sino de los emisores primarios de los instrumentos financieros que adquieren, actuando los intermediarios principalmente como administradores o fiduciarios de fondos de terceros. Puede incluso quedar la responsabilidad sobre la decisión de comprar o vender estos instrumentos en cabeza del cliente, no siendo el intermediario más que un prestador de servicio de comisión.

Por las características de alta liquidez y bajo riesgo de los medios de pago e instrumentos de ahorro que ofrece al público, la intermediación propiamente bancaria tiene una alta potencialidad para impulsar la actividad económica general. La contrapartida, sin embargo, son los grandes descalces de plazos y riesgos, apenas atenuados por unas reservas de liquidez y un capital propio que son pequeñas fracciones de sus obligaciones. La “opacidad” de los riesgos y descalces propios de las firmas bancarias las exponen a un riesgo adicional: El de sufrir corridas por contagio o mero rumor.

Como los pasivos u obligaciones de los bancos incluyen una parte importante del sistema de pagos (la que no es desempeñada por el dinero circulante) y el ahorro de las unidades más pequeñas, ha sido práctica casi universal que cuenten con diversas garantías y/o privilegios tanto en casos de crisis de liquidez como en casos de insolvencia. A fin de evitar demasiado riesgo moral⁷⁶, sin embargo, estos privilegios y garantías deben ir acompañados por una severa normativa prudencial. Esta normativa requiere a su vez el ejercicio de una estricta supervisión sobre su cumplimiento y de la aplicación de normas correctivas y/o penalidades en casos de incumplimiento. Ahora bien, habida cuenta de la vulnerabilidad del esquema “riesgos bancarios → normas prudenciales → supervisión” – repetidamente demostrada tanto en nuestro país, como en el extranjero – y vistos los elevadísimos costos que generan las crisis bancarias, es importante que la ley fije límites precisos a la expansión de las firmas que desempeñan la actividad propiamente bancaria.

En lo que hace a las funciones normales y habituales de los bancos, la legislación sobre entidades financieras debería propender a que:

⁷⁶ *Riesgo propio del negocio asegurador que puede introducirse en el negocio bancario por las garantías y privilegios otorgados a los titulares de sus obligaciones.*

- el sistema y los servicios de pagos sean de alcance amplio y fácil accesibilidad⁷⁷,

y definir:

- los diversos tipos de entidades que se autorizarán (públicas, universales, especializadas, etc.)
- las exigencias para la autorización, las estructuras de capital y de gobernanza para cada clase de entidades
- los criterios prudenciales en materias de liquidez y capitales, riesgos creditos, descalces, riesgos de mercado, operacionales, legales, etc.
- los límites particulares a las financiaciones otorgada al Sector Público (agregado que nuclea al Estado Nacional, los estados provinciales y municipales y todo ente, organismo o sociedad comercial en cuya propiedad participe directa o indirectamente el sector público)
- las exigencias mínimas para los regímenes contables, de auditoría, de consolidación y transparencia informativa.
- los criterios de confidencialidad y secreto bancario.

En lo que respecta a los bancos de propiedad estatal debe legislarse para que cualquiera sea la persona jurídica de carácter público que ejerza el control de su capital, ellos estarán sometidos a las normas de esta ley y sus reglamentaciones sin excepción de ninguna naturaleza. Estas entidades no podrán celebrar operaciones de crédito de cualquier tipo o naturaleza a favor o beneficio de personas de

⁷⁷ Si bien la bancarización de los pagos es un objetivo deseable, en esta materia no puede ignorarse la realidad de la enorme fracción de la economía que opera en la informalidad y la responsabilidad que en esta cuestión tienen otras políticas gubernamentales.

los Estados Nacional Provinciales o Municipales o de las entidades autárquicas de objeto bancario o financiero propiedad o controlada por cualquiera de dichos Estados, salvo dentro de los límites que, por resolución fundada dictada por la Superintendencia.

La captación de depósitos, el otorgamiento de créditos y cualquier otro servicio bancario que pudieran ser calificados – por decreto del Poder Ejecutivo Nacional – de servicio público (como podría ser el caso de una cuenta básica para cobros y pagos) será prestada o llevada a cabo por el o los bancos públicos que el decreto del Poder Ejecutivo determine y en las condiciones que allí se establezcan. La calificación de servicio público ha sido históricamente reservada a actividades en las que se entiende que el oferente o prestador no debe poder ejercer el derecho de admisión o exclusión. Típicamente se trata de las redes de telefonía fija, energía eléctrica, gas, caminos, transporte y otros servicios en los que existe uno solo o muy pocos prestadores. Este no es el caso de los mercados financieros, en los que existe una muy amplia competencia. Por otra parte, en la actividad de acordar financiaciones la selección es un derecho inherente y crucial para los oferentes.

En cuanto a la actividad de intermediación financiera no bancaria, la distinta naturaleza de los riesgos asumidos por los intermediarios, las diferentes exigencias que de ello resultan en materias de liquidez (encajes) y solvencia (capitales) y la ausencia de garantías y privilegios especiales para quienes inviertan sus ahorros a través de estos intermediarios, son todos factores que justifican que su supervisión sea ejercida por un órgano específico. Ahora bien, dado que los intermediarios no bancarios (actividad a veces referida como banca de inversión) comercializan instrumentos que compiten con los emitidos por los bancos y pueden adquirir dimensiones tales que los conviertan en

actores sistémicos⁷⁸, es necesario que su organismo específico de supervisión mantenga informado de manera plena y permanente al Banco Central – en su carácter de supervisor general de los mercados financieros – y a la superintendencia de bancos, sobre los montos, magnitudes y evolución de los riesgos administrados.

La estructura y facultades de las autoridades regulatorias y de supervisión, así como el perfeccionamiento de los mecanismos legales para la resolución de situaciones de iliquidez y/o de insolvencia de estas firmas deben ser parte central de una ley.

La ley de entidades financieras y la Carta Orgánica deben asignar al Banco Central la responsabilidad por el mantenimiento de la estabilidad de la moneda y el ejercicio de la política monetaria y crediticia general. En este marco y considerando el carácter monetario y crediticio de muchos de los instrumentos originados y/o negociados por los intermediarios bancarios y no bancarios que actúan en los diversos mercados financieros, la ley debe asignar al Banco Central un rol de supervisor general (general oversight) del sistema financiero.

No será el Banco Central, sin embargo, quien emitirá las normas prudenciales ni quien supervisará su cumplimiento, sino las superintendencias respectivas, las que serán entidades autárquicas dependientes del Poder Ejecutivo Nacional a través del Ministerio de Hacienda de la Nación. Pero el Banco Central dispondrá de la información necesaria para evaluar la liquidez y la solvencia de los intermediarios, pudiendo coordinar con las superintendencias específicas las políticas macro y micro prudenciales que juzgue apropiadas. Así, la estructura de supervisión del sistema financiero quedará integrada de acuerdo al siguiente esquema:

⁷⁸ *Se entiende por intermediario bancario o no bancario sistémico a aquel que por su dimensión puede llegar a afectar al conjunto de los mercados en casos de illquidez y/o insolvencia.*

Banco central: Responsable de la estabilidad de la moneda, la política monetaria y crediticia agregada y la supervisión general (general oversight) de todos los mercados financieros



Superintendencia de bancos	Superintendencia de otros intermediarios y mercados financieros (CNV)	Superintendencia de Seguros
----------------------------	---	-----------------------------

Para minimizar la ocurrencia de arbitrajes regulatorios⁷⁹, la ley debe facultar a la autoridad a que limite la participación de las firmas bancarias en otros mercados financieros, como el de los seguros, los fondos de pensiones, las firmas bursátiles y la originación y distribución de participaciones en fideicomisos.

II) Principios que deben guiar la resolución y reestructuración de instituciones fallidas

En el punto primero de este documento quedó en claro – desde un punto de vista conceptual – lo crucial que es la moderación en ciertas políticas públicas (fiscales, monetarias) y la firmeza en otras (defensa de los derechos de propiedad y ejecución de contratos) para lograr un razonable desarrollo de las instituciones y mercados de crédito. El rol primordial de este en la generación y sostenimiento de la actividad económica explica, por otra parte, el creciente involucramiento de los gobiernos en la actividad financiera a lo largo del siglo XX. Dicho involucramiento no fue solo de carácter regulatorio, sino también como participante directo (a través de bancos y otras instituciones financieras) y – más

⁷⁹ Se entiende por arbitraje regulatorio la práctica de evadir regulaciones más estrictas en un mercado simulando actividades pertenecientes a otro mercado menos regulado.

importante todavía – como garante y estabilizador de la actividad. En esta última materia, con la esperanza de minimizar la disrupción de los canales de crédito se invirtieron en muchas oportunidades cuantiosos recursos fiscales extraídos de toda la sociedad toda, vulnerándose además el sano principio de disciplina de mercado que sostiene que las pérdidas no deben ser socializadas, sino soportadas por sus responsables.

La ley debe otorgar a la autoridad la facultad de liquidar o rescatar (por vía de saneamiento, reestructuración, etc.) instituciones fallidas o en peligro inminente, pero la decisión de balancear los riesgos (el llamado riesgo moral versus el eventual costo agregado para la economía de no rescatar instituciones) no queda solo en cabeza de las superintendencias, sino que será responsabilidad de un consejo integrado por estas, el Banco Central y el Ministerio de Hacienda. Queda establecido como un principio central para este Consejo que, en los casos de saneamiento o reestructuración, las medidas a adoptar estarán orientadas a la preservación de los sistemas de pagos, el ahorro y los fondos públicos, pero no al rescate de grandes inversores y accionistas.

En los casos de instituciones que no alcancen a cubrir las exigencias mínimas de liquidez y solvencia fijadas, las respectivas superintendencias podrán fijarles plazos perentorios para su encuadramiento o proceder a su saneamiento o liquidación, según lo aconsejen las circunstancias, en consulta – como se señaló – con el Ministerio de Hacienda y el Banco Central.

Tanto para uno como en otro caso (liquidación o saneamiento), se proponen garantías, privilegios de cobro y mecanismos y procedimientos basados tanto en la experiencia argentina como en la de otros países y guiados por los siguientes principios y criterios:

La protección de la estabilidad de los sistemas financieros y de la continuidad de los servicios de pagos serán los objetivos prioritarios.

Se hará el mayor esfuerzo por preservar la confianza del público general en las instituciones financieras, pero poniendo especial cuidado en no ofrecer protección ni garantías a los inversores de mayor tamaño y sofisticación, así como a los accionistas o propietarios de las instituciones fallidas.

En los casos de saneamiento las alternativas que cada superintendencia podrá evaluar y emplear serán las siguientes:

- Excluir activos y pasivos y transferir su propiedad (o las acciones representativas de su propiedad) a un tercero.
- Excluir activos y pasivos y transferir transitoriamente su propiedad a una institución perteneciente a la autoridad regulatoria o
- Transferir transitoriamente la totalidad de las acciones y el control a la autoridad regulatoria.