

M.^a Nieves García Santos*

ANÁLISIS DEL IMPACTO DE LA REGULACIÓN FINANCIERA

El análisis de impacto regulatorio (AIR) se está extendiendo en la actualidad, especialmente en los países europeos, aunque en algunos casos ya venía realizándose desde los años 80 y 90. Gran parte de este nuevo impulso se debe al protagonismo creciente de la Comisión Europea en la producción normativa. En este artículo se explica la justificación del AIR como mecanismo para mejorar la producción de normas. Éstas suelen carecer de un estudio de cuáles son los fallos de mercado que pretenden resolver o de si los problemas detectados provienen de fallos en la regulación. En muchos casos la falta de este tipo de análisis provoca que se produzcan normas innecesarias, ya que el propio mercado hubiera podido resolver el problema, o que se acumulen y se solapen normas, en lugar de abolir las normas que provocan efectos indeseados. Se trata de un procedimiento más o menos estructurado y amplio para elaborar y presentar propuestas normativas. Bajo esa expresión puede encontrarse desde un análisis coste-beneficio realizado con cierta flexibilidad en los métodos de valoración (cuantitativa y cualitativa) hasta un procedimiento amplio que incluye la presentación de alternativas a la regulación propuesta, con sus respectivas valoraciones, procedimientos de consulta pública e incluso orientaciones sobre cómo presentar los informes de AIR. Los países aplican AIR con diferente alcance. En general su uso en el análisis de políticas presupuestarias está bastante generalizado, pero en el ámbito financiero se encuentra en sus etapas iniciales. Sin embargo, a partir de ahora puede tener un impulso importante debido a las iniciativas de la Comisión Europea expresadas en el Plan de Acción de Servicios Financieros para 2005-2010.

Palabras clave: regulación, fallos de mercado, fallos en la regulación, coste-beneficio, toma de decisiones.
Clasificación JEL: G28, H43, L51.

1. Introducción

La necesidad de evaluación de las políticas, especialmente las que conllevan gasto público, es una cuestión

que se ha venido debatiendo desde la década de los años 70 del siglo pasado y sobre la cual hay acuerdo entre los teóricos de la política económica, aunque su práctica se encuentra menos generalizada incluso entre los países desarrollados. La evaluación de políticas se puede realizar de forma *ex ante*, a la hora de plantear su diseño, o *ex post*, cuando los efectos pretendidos deberían haber tenido lugar.

* Directora de Estudios y Estadística de la CNMV.
Las ideas expresadas en este artículo lo son a título individual y no expresan necesariamente las de la CNMV.

El análisis económico de la regulación supone una extensión de la evaluación de las políticas, dado que comprende políticas que no conllevan dotación del presupuesto público, sino que implican cambios en la capacidad de actuación de individuos o entidades. Uno de los más antiguos referentes en el análisis regulatorio es el realizado por la administración pública norteamericana, con tradición en el establecimiento de comisiones reguladoras desde finales del Siglo XIX¹. A lo largo del Siglo XX se produjeron dos períodos en los que se incrementó la creación de agencias especializadas y la introducción de nuevas regulaciones: en los años treinta, con los programas del *New Deal*, y en los años sesenta, en los que se pusieron de moda los programas de protección de los consumidores, del medio ambiente o de seguridad laboral. La proliferación de políticas, programas, agencias y regulaciones dio paso a la aparición de la tendencia contraria, a principios de los años setenta², enfatizándose la necesidad de analizar los efectos de la regulación y de simplificar el entramado regulatorio. Uno de los pasos más decisivos fue la creación de una Oficina del Presidente de Estados Unidos³ en 1974 con el objetivo de analizar los efectos sobre la inflación de las propuestas regulatorias de los diferentes departamentos de la administración. El siguiente paso consistió en extender el análisis más allá del impacto inflacionista, evaluando los costes y los beneficios en las propuestas y, además, exigiendo que fueran presentadas a las partes implicadas con antelación.

A finales de los años setenta se institucionalizó el análisis de las regulaciones que se centralizó en un or-

ganismo independiente del gobierno. El Grupo de Análisis de Revisión Regulatoria⁴ se creó para llevar a cabo el mandato de Mejora de las regulaciones gubernamentales⁵. A partir de entonces los sucesivos gobiernos fueron introduciendo mejoras en el proceso de evaluación: en aspectos procedimentales (mejora de la calidad de análisis, independencia de la evaluación, participación de los departamentos ministeriales involucrados, etcétera), en el alcance (seleccionando mejor las regulaciones a analizar) o en la transparencia (mejorando la consulta pública y publicando el resultado de la misma).

En otros países desarrollados el inicio de la práctica evaluadora tuvo lugar a mediados de los años ochenta⁶, aunque fue en la segunda mitad de los años noventa cuando se extendió de forma más significativa. En la actualidad, unos 25 países miembros de la OCDE realizan formalmente el análisis de las propuestas de regulación, de los cuales 13 lo iniciaron entre 1995 y 2005. El ritmo de extensión de estos análisis se ha acelerado desde comienzo del Siglo XXI, a lo que han contribuido algunos organismos internacionales como la OCDE⁷, la Comisión Europea⁸, el Fondo Monetario Internacional⁹ o la Organización Mundial de Comercio¹⁰.

En algunos casos, el desarrollo de las prácticas de análisis de regulación se enmarca en programas denominados de «mejora de la regulación»¹¹, que están

¹ La Comisión Interestatal del Comercio (ICC) se creó con el fin de proteger al público contra el establecimiento de tarifas excesivas por los ferrocarriles. Tras la misma, se fueron creando otras Comisiones relacionadas con los servicios comerciales, uso del agua, radio...

² El comienzo del cambio puede situarse en el programa sobre «Revisión de la calidad de vida», lanzado por el Gobierno de Nixon en el que se analizaban los efectos de las regulaciones medioambientales sobre las empresas. En esa revisión no se utilizaron aún técnicas de análisis coste-beneficio, pero sí en las revisiones que se hicieron a partir de entonces.

³ Llamada específicamente *Council on Wage and Price Stability*.

⁴ *Regulatory Analysis Review Group*, presidido por el Consejo de Asesores económicos y del que formaban parte las distintas agencias regulatorias y la oficina del presupuesto.

⁵ Executive Order 12044 *Improving Government Regulations*.

⁶ Con independencia de Estados Unidos, los países que más tempranamente han aplicado evaluación a sus regulaciones son Dinamarca en 1966, Finlandia que lo hace parcialmente en políticas fiscales desde mediados de los años setenta y Canadá desde 1978.

⁷ Desarrolla las orientaciones sobre buenas prácticas en análisis de impacto regulatorio en 1997.

⁸ La primera comunicación de la Comisión sobre el tema es de 2002.

⁹ Desde 1999 se inicia la serie de estándares de transparencia fiscal, monetaria y financiera, y los programas de evaluación de los sistemas financieros que incluyen revisión de las normas, aunque no cuantitativa ni formalizada.

¹⁰ Utiliza análisis cuantitativos en el análisis de los efectos de los estándares comerciales o en la resolución de casos de disputas comerciales desde finales de los noventa.

¹¹ *Better regulation*.

orientados a la simplificación normativa e, incluso en muchas ocasiones, directamente a la desregulación. En otras ocasiones, la evaluación de la producción regulatoria se relaciona con los programas de mejora de la gobernanza pública, dirigidos a mejorar la gestión de los gobiernos en su diseño y ejecución de políticas.

La evaluación económica de las regulaciones se puede hacer con mayor o menor amplitud y con diverso grado de utilización de técnicas cuantitativas. El método más clásico, desarrollado en la década de los años sesenta es el análisis coste-beneficio, que proporciona técnicas para valorar en términos monetarios los beneficios esperados de la regulación y poder compararlos con los costes que ésta supone para el gobierno y para los afectados. La valoración económica de los beneficios puede ser complicada en regulaciones de orientación social, medioambiental o incluso sanitarias. El método de evaluación que se está extendiendo en la actualidad se conoce bajo expresiones como «análisis de impacto regulatorio» (AIR), o «evaluación económica de las regulaciones». Bajo esta expresión puede encontrarse desde un análisis coste-beneficio realizado con cierta flexibilidad en los métodos de valoración (cuantitativa y cualitativa) o un procedimiento amplio en que se incluye desde la presentación de alternativas a la regulación propuesta, con sus respectivas valoraciones, hasta recomendaciones sobre procedimientos de consulta pública e incluso orientaciones sobre cómo presentar los informes de AIR. Los diferentes procedimientos se describen en el apartado 3 de este artículo.

Estos métodos de valoración se han aplicado históricamente a programas sobre cuestiones medioambientales, por el interés de evaluar los impactos a medio y largo plazo, o a temas sanitarios o sociales, cuya valoración económica es difícil y controvertida. Gradualmente se han ido extendiendo a todos los ámbitos de la regulación. Sin embargo, su aplicación en cuestiones de regulación financiera es más reciente y, por ejemplo, en el ámbito de la Comunidad Europea, los análisis de impacto de propuestas relativas a servicios financieros aún se encuentran en fase incipiente. No obstante, en la planificación regulatoria que

anualmente hace la Comisión recientemente ya se han incluido análisis de impacto de ciertas propuestas que, en algunos casos, han determinado su rechazo.

Por otro lado, la revisión del llamado Plan de Acción de Servicios Financieros, que contiene las orientaciones que deben guiar la actuación de la Comisión entre 2005 y 2010, señala la importancia de la evaluación de las normas ya aplicadas y de la simplificación regulatoria. Adicionalmente, dado que la producción regulatoria en el ámbito financiero en la Unión Europea se va a centrar en normas de aplicación de las Directivas ya aprobadas, recientemente se ha impulsado la aplicación del AIR por los reguladores o supervisores financieros. Este ejercicio aún no se ha aplicado de forma común, pero será interesante en el futuro comparar las evaluaciones de las regulaciones de desarrollo de una misma Directiva en los diferentes países. A la aplicación y los criterios de la evaluación de la regulación financiera en la Unión Europea se dedica el apartado 4.

Pero antes de nada, este artículo comienza, en el siguiente apartado, analizando la justificación de la introducción de regulaciones sobre distintos aspectos de la actividad humana, en especial los que se refieren a la actividad económica y, en particular, financiera. También se analiza la justificación para someter las regulaciones a escrutinio, dado que no siempre producen los resultados deseados. Los defensores a ultranza del liberalismo económico encuentran en estos casos argumentos para dejar actuar a las fuerzas del mercado o desregular. Dejando de lado extremismos teóricos, la posible existencia de fallos en la regulación explica la necesidad de que las propuestas se acompañen con el estudio económico de sus efectos netos.

2. Fallos del mercado y fallos en la regulación

Las posiciones teóricas en relación con la regulación se pueden dividir en dos extremos: los economistas que se oponen a cualquier tipo de regulación y los que opinan que el funcionamiento del mercado tiene numerosos fallos que requieren la intervención pública.

No obstante, aunque existan casos en los que sea clara la justificación de la regulación, también hay que tener en cuenta los costes que conlleva, no sólo su puesta en marcha por el organismo correspondiente, sino también los costes que supone para los agentes económicos privados.

Por otro lado, hay que considerar que el proceso de elaboración de la regulación no es aséptico y que participan diferentes agentes, muchos con intereses concretos en las materias que se regulan. Estos hacen que los grupos de presión influyan y, dado que el poder de información y de coordinación es superior en los agentes ya establecidos, la nueva regulación conlleve una protección para los intereses de grupos determinados y no para el interés general.

Fallos del mercado

Los fallos del mercado suponen un alejamiento de las condiciones de competencia perfecta. La mayoría, por no decir la generalidad, de los mercados existentes se encuentran en esta situación y los mercados de valores son uno de ellos.

Las condiciones para que exista competencia perfecta se pueden resumir como: i) disponibilidad de información completa por todos los participantes (no hay asimetría informativa); ii) los precios reflejan todos los costes, incluyendo los efectos negativos a terceros (no hay externalidades); iii) las empresas no pueden cobrar precios superiores a los costes marginales (no hay poder de mercado). El alejamiento de un mercado de las condiciones de competencia perfecta implica que hay una pérdida de bienestar, un despilfarro de recursos. En este caso, la regulación puede intervenir para solventarlo.

La regulación del sector financiero tiene justificación en diversos fallos del mercado.

Para Pigou¹² la regulación se justifica por la presencia de externalidades que hacen que la actividad privada

tenga efectos sobre terceros que no se reflejan en su precio. Esto justifica la intervención de los gobiernos para que las actividades económicas computen el coste (o beneficio) de esos efectos externos. En algunos casos la intervención del gobierno es plena, en cuanto a que se hace proveedor del bien o servicio que por sus externalidades se considera de naturaleza pública. En otros casos, la intervención implica la imposición de regulaciones sobre la actividad privada con el fin de que se corrijan los fallos de mercado.

Las externalidades constituyen un caso de fallo de mercado. Un mercado falla cuando no asigna de forma eficiente los bienes y servicios. La cuestión clave es determinar la alternativa que solucionaría los fallos del mercado. Las posiciones teóricas han refutado la tesis de Pigou por dos razones: i) las externalidades pueden ser fruto de la regulación y en ese caso no tienen por qué llevar a una nueva regulación; ii) además, podrían ser resueltas por los propios mecanismos del mercado si los costes de transacción no fueran muy elevados. Es decir, se pone en evidencia que puede haber fallos en la misma regulación, cuestión que se trata más adelante. También implica que los costes de transacción son importantes en el diseño de soluciones tanto privadas como públicas.

El principal fallo de mercado que afecta a los mercados financieros es la asimetría informativa. Su presencia provoca distintas distorsiones que provocan decisiones ineficientes en los agentes económicos, como son los casos de selección adversa, problemas de desplazamiento de los buenos productos por los malos (mercados de *lemons*) y de deterioro de la conducta (riesgo moral o *moral hazard*).

Hay asimetría informativa cuando una de las partes involucradas en una transacción tiene mayor y mejor información que la otra. La parte informada puede ser tanto el comprador como el vendedor, pero la situación más

¹² Cecil PIGOU escribió *The Economics of Welfare* en 1920. Se puede encontrar en una reciente edición de sus obras *Collected Economic*

Writings, Palgrave MacMillan, 1999, volumen 3, que recoge la 4.^a edición de 1932.

frecuente en el mercado financiero es que los inversores minoristas tengan menos información, que es lo que justifica la regulación dirigida a la protección de los consumidores.

La menor información provoca problemas de selección adversa, o elección de bienes o servicios no adecuados para maximizar la utilidad de los agentes. Así, un agente con un perfil de riesgo bajo puede contratar un producto que tiene riesgo elevado pero que no lo ha hecho público.

Otro problema que deriva de la asimetría informativa es el riesgo de deterioro de la conducta (o riesgo moral)¹³. Esto implica que un proveedor de servicios de inversión puede comportarse de forma arriesgada sin que ello conlleve su rechazo por parte de sus clientes¹⁴.

En los mercados bursátiles existe un importante problema de selección adversa y de riesgo moral. Por ejemplo, los intermediarios financieros que son miembros del mercado de valores tienen mayor información sobre lo que hacen el conjunto de agentes, mediante su libro de órdenes. Esto puede llevar a que los inversores no realicen la decisión adecuada o a provocar asimetrías entre los inversores (selección adversa) si los miembros de mercado diferencian la información que proporcionan según quien sea el cliente. Por otro lado, habría riesgo moral si los inversores compraran acciones de una empresa que muestra información sobre su situación financiera o planes de negocio, que luego resultara incorrecta o falsa.

Una tercera consecuencia de la asimetría informativa es el deterioro de los mercados, incluso hasta su desaparición. Esto constituye el efecto de desplazamiento

analizado por George Akerlof¹⁵. Cuando la calidad es indistinguible de antemano por falta de información, la mezcla entre calidades heterogéneas en el mercado produce un incentivo en los vendedores a encubrir calidades malas como si fueran buenas. Así, la gente no puede confiar de la calidad del producto y por tanto nunca estará dispuesta a pagar el precio que merece el producto bueno. El resultado es que la gente sólo estará dispuesta a pagar un precio medio entre el del producto bueno y el del malo, según la probabilidad que asigne a la calidad del mismo. Los vendedores venderán menos cantidad de los productos buenos porque el precio es bajo, pero venderán más de los productos malos porque el precio es elevado para ellos. Si los compradores lo perciben, demandarán menores precios, lo que volverán a presionar para bajar la calidad. El resultado final es que los buenos productos se verán expulsados del mercado¹⁶.

Cuando existe asimetría informativa, el mecanismo de precios no funciona correctamente. Los agentes no son capaces de distinguir entre bienes de diferentes características y por tanto no diferencian sus mercados. Esto produce asignaciones de mercado no eficientes.

Los problemas de asimetría informativa también pueden tener implicaciones distributivas. Este es el caso, por ejemplo, de que una parte de los inversores tiene información y capacidad de reaccionar a cambios en los términos de los contratos, mientras que otros no la tienen. En este caso, los vendedores tendrán incentivos para vender los bienes de menor calidad a los inversores menos informados.

Los problemas de asimetría informativa pueden producirse entre los participantes en un mercado o en un marco de relaciones bilaterales entre principal y agen-

¹³ Se ha señalado que en el análisis de Kenneth Arrow el término de *moral hazard* no tenía las connotaciones negativas que tiene en la actualidad, sino que simplemente se refería a que la redistribución del riesgo podría provocar cambios en los comportamientos de los agentes.

¹⁴ La diferencia entre la selección adversa y el riesgo moral es que, en el primer caso, la falta de información influye cuando se negocia un contrato y, en el segundo caso, influye porque una de las partes incumple los términos del contrato y la parte sin información o no lo conoce o no puede hacer nada al respecto.

¹⁵ En su trabajo de 1970: *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, *The Quarterly Journal of Economics*, volumen 84, número 3 (agosto 1970), páginas 488-500.

¹⁶ En el caso de que la asimetría sea a favor del consumidor, es decir cuando éstos determinan mejor que los vendedores la calidad de los productos, no estarán dispuestos a pagar mayor precio que lo que merecen, con lo que los precios se ajustarán a su calidad.

te¹⁷. Estas relaciones pueden tener problemas cuando la información imperfecta hace que el comportamiento de los agentes se desvíe de los intereses de los principales. Se pueden encontrar problemas principal-agente entre los accionistas de una empresa y sus gestores o entre los cuota-partícipes de un fondo de inversor y los gestores. También puede haberlos entre los clientes de una empresa de inversión y la empresa.

Los problemas de agente-principal se producen cuando los principales pagan a los agentes por realizar un trabajo que a éstos les supone un coste, y cuando hay elementos en la actuación de los agentes que hace costoso observar su actuación o hacer que cumplan su compromiso. Esto ocurre porque los contratos están firmados, y tienen lugar en un mundo con información asimétrica, incertidumbre y riesgo. La solución a este problema de información se suele dirigir a buscar mecanismos para alinear los intereses de los agentes con los de los principales. Esto puede hacerse mediante mecanismos de compensación o mediante la vía de mejorar la supervisión de los contratos. Así, se ha justificado la regulación por la existencia de costes de transacción en los contratos privados.

La existencia de costes de transacción es una de las contribuciones de Ronald Coase¹⁸. Los costes de transacción comprenden costes de búsqueda e información, costes de regateo o ajuste en el precio, y costes de obligación al cumplimiento del contrato.

El llamado «teorema de Coase» establece que en ausencia de costes de transacción, cualquier asignación de los derechos de propiedad producirá un resultado socialmente óptimo siempre que los derechos estén bien definidos y sean comercializables.

El problema por tanto se encuentra en los costes de transacción que a veces pueden ser tan elevados como

para impedir la negociación. Si no existen, no hace falta la regulación, pero si existen, hay que analizar los costes de cada alternativa. La solución regulatoria puede ser adecuada, pero no hay que descartar otras opciones, ya que es posible que se produzcan acuerdos privados que ajusten el mercado.

Coase señala que si se estima que la situación actual no produce resultados eficientes y se observan externalidades, hay que analizar si ello es fruto de las regulaciones previas. Puede que el fallo esté en éstas y no en el mercado. También Coase señala que si se está pensando en términos de bienestar social, hay que evaluar el daño que sufren algunos participantes por la ausencia de regulación y el daño que pueden experimentar otros participantes si se impone la regulación. Hay que considerar que todos los participantes (uno y otro lado de una acción) tienen derechos que pueden ser dañados y que pueden buscar defenderse.

Algunos autores señalan que los costes de transacción se pueden denominar «costes institucionales» porque son los que aparecen por la existencia de instituciones que intervienen en las transacciones¹⁹. En este caso, la cuestión a estudiar es qué tipo de institución minimiza los costes de producir un bien o servicio.

En resumen, las posturas que avalarían la regulación en el ámbito de los mercados de valores se basan principalmente en la existencia de fallos de mercado por asimetría informativa que inciden en parte de los inversores, específicamente en los minoristas²⁰. Además, los inver-

¹⁷ Que actúa por cuenta del primero. El problema se encuentra precisamente en que no defiende los intereses del primero, sino los suyos propios en deterioro incluso de los del principal.

¹⁸ COASE escribió *The nature of the firm*, que introduce el concepto de costes de transacción en 1937 y *The problem of social costs*, en 1960.

¹⁹ Ver el artículo de Steven CHEUNG, «On the New Institutional Economics», en WERIN, L. y WIJKANDER, H. (eds.), *Contract Economics*, 1992, Oxford Blackwell, páginas 48-65. Esto ha dado lugar a la reciente rama de investigación sobre la «economía de las instituciones» que atrae el interés de numerosos científicos y que ha sido utilizado por COASE en su artículo «The New Institutional Economics», publicado en *American Economic Review*, volumen 88, número 2, mayo 1998, páginas 72-72.

²⁰ También podría justificarse la regulación cuando hay poder de mercado, que favorece que, por ejemplo, los productores carguen precios elevados o limiten artificialmente la oferta. La regulación puede dirigirse a proteger a los consumidores regulando los precios que fijan los monopolios naturales o impidiendo actuaciones empresariales que pongan barreras de entrada.

sores minoristas se enfrentan a costes de transacción elevados, no sólo por los problemas de información, sino por la dificultad de poder aunar sus intereses en una actuación colectiva. Estos costes de transacción dificultan, e incluso llegan a impedir, que se formulen acuerdos privados que solucionen esos fallos de mercado.

Fallos de la regulación

A pesar de lo señalado en el apartado anterior, también hay economistas que abogan por una reducción de la intervención pública en la economía. La escuela de economistas austriacos consideraba que las regulaciones impiden el funcionamiento del mercado y crean más problemas que los que intentan resolver, entre otras cosas porque los políticos (o agentes públicos) tienen menor capacidad de procesar información económica que los agentes privados.

La intervención de la regulación, cuando no existen fallos de mercado, puede conllevar mayores costes que beneficios. Precisamente sólo se producen beneficios netos cuando la regulación corrige un fallo de mercado o un fallo en la regulación. Hay costes económicos (reducción de bienestar) cuando la regulación absorbe recursos (como gastos en sistemas, personal, etcétera) o cuando provoca un deterioro de las condiciones de competencia del mercado. Esto implica reconocer que el gobierno también puede tener fallos en su objetivo de corregir fallos de mercado o en conseguir una redistribución de recursos mediante regulaciones como son los impuestos, subsidios, intervención directa, etcétera.

En estos casos existe el riesgo de que la regulación genere más regulación para solventar los problemas que ella misma va provocando. La alternativa es derogar la regulación primera pero es una posibilidad que no se suele considerar, salvo casos extremos. Por otra parte, dado que la regulación incide en los mecanismos de formación de precios, esto se traduce en un peor funcionamiento de los mercados. Por ejemplo, los economistas liberales consideran que la regulación provoca la existencia de monopolios, ya que el aumento de costes

que provoca su cumplimiento se añade a los demás costes y ello contribuye a la creación de barreras de entrada.

Hay fallos regulatorios también cuando los costes económicos de una norma superan sus beneficios, bien porque éstos son inferiores a lo esperado o bien porque se han producido costes no previstos.

Los costes que conlleva la regulación pueden ser de diversa naturaleza. Entre los mismos se encuentra el coste administrativo de la producción de normas y el coste de su aplicación, que recae tanto sobre la propia administración pública como sobre los regulados. Por ejemplo, los primeros deben emplear tiempo y recursos en diseñar procedimientos y formularios, y los segundos en rellenar solicitudes, obtener licencias. También los regulados pueden verse obligados a constituir unidades específicas para cumplir con la regulación. Esas obligaciones pueden llegar a suponer un freno a los negocios. Así, el incremento de costes que el cumplimiento de la regulación impone sobre los agentes privados puede tener efectos negativos sobre el conjunto de la economía retrayendo la innovación y llevando a las empresas a una situación de equilibrio ineficiente.

También hay que considerar que los reguladores pueden estar afectados por los mismos problemas que se atribuyen a los agentes privados; es decir, pueden tener información parcial, sufrir problemas de agencia o realizar elecciones no racionales. En realidad incluso se pueden esperar mayores decisiones equivocadas entre los reguladores (agentes públicos) porque tienen menores incentivos para aprender de sus errores ya que no los soportan directamente (Glaeser, 2003; Zingales, 2004).

Además del coste administrativo, hay costes económicos derivados de que la regulación impone condicionantes a la actividad privada. La regulación puede provocar actitudes no deseables en los agentes privados en los que recae. Por ejemplo, en primer lugar puede provocar que se destinen recursos a diseñar vías para evitar la regulación, lo que se conoce como arbitraje regulatorio. Además, puede generar comportamiento irresponsables

si las empresas piensan que la regulación les evita el riesgo reputacional o la necesidad de difundir información sobre su actividad. Mayor posibilidad de comportamientos irresponsables nace de los casos en que la regulación contemple la cobertura con fondos públicos de fallidos.

En segundo lugar, los agentes afectados pueden tratar de condicionar las actuaciones de los reguladores, lo que se conoce como «captura». Este término se refiere a aquella situación en la que los políticos (o reguladores) en lugar de actuar para conseguir el bienestar social, actúan a favor de intereses particulares. Hay autores (por ejemplo Stigler, 1971) que sostienen que la captura es un fenómeno inevitable porque los agentes involucrados tienen intereses concretos en las decisiones políticas lo que les hace ser muy activos y eficientes para convencer a los políticos para que actúen de la forma que les conviene²¹.

No siempre se produce la captura porque puede haber competencia entre agentes privados, de forma que los esfuerzos para desviar las decisiones políticas pueden resultar improductivos al final, con un resultado nulo en beneficios netos, lo que supone una pérdida de bienestar al final. No obstante, los grupos más pequeños tendrán mayor facilidad para organizarse y, los más establecidos, mayor facilidad para obtener información, con lo cual los que cumplan con esas dos características tendrán más capacidad de influencia sobre la regulación.

Zingales (2004) considera que la regulación responde a un patrón cíclico y que ello explica parte de sus fallos. En los períodos de auge económico suele haber poco apoyo a favor de la regulación ya que, por una parte, el éxito de los negocios hace que los poderes públicos no deseen arriesgarse a frenar su auge con nueva regulación y tampoco los agentes privados suelen estar moti-

vados para presionar a favor de alguna regulación. Sin embargo, en momentos de recesión suelen producirse fracasos empresariales y escándalos, que se tornan en peticiones de regulación. También los agentes privados desean reducir los costes en los que incurren por hacer negocios, entre ellos los de hacer que el mercado funcione. Por último, las partes involucradas se centran en defender sus cuotas de negocio y encuentran más sentido en hacer *lobby* para lograrlo.

El problema es que la regulación que nace en esas etapas suele conceder una importancia mayor de lo debido a las consecuencias que se perciben en esos momentos, en lugar de analizar los efectos de la regulación en todo tipo de condiciones. Esto también contribuye a reforzar la capacidad de *lobby* de los agentes establecidos frente a los posibles nuevos participantes en el mercado. Además, como la regulación surgiría para resolver problemas existentes, seguramente adolecería de apresuramiento en su estudio y aplicación y sería probable que esta urgencia impida la búsqueda de soluciones privadas.

La creciente crítica hacia la regulación llevó durante los años ochenta a que surgieran voces a favor de la desregulación. Como consecuencia se eliminaron muchas trabas a los movimientos internacionales del capital y se privatizaron industrias y empresas públicas. En muchos casos, bienes que anteriormente habían tenido la consideración de públicos pasaron a ser producidos y ofertados por empresas privadas. El resultado no deja de ser controvertido ya que mientras los partidarios de la economía del mercado piensan que han incrementado las posibilidades de actuación empresarial y las fuentes de beneficio, otros economistas señalan consecuencias como la reducción de la calidad de los bienes y servicios o de la seguridad del suministro, así como que la liberalización de recursos realizada se ha distribuido favoreciendo intereses particulares y no de forma homogénea en la sociedad.

En todo caso, la evidencia de que la regulación también puede tener fallos y que existe el peligro de ir acumulando normas y disposiciones, ha llevado al interés por analizar de forma rigurosa y sistemática beneficios y costes y la justificación de la regulación.

²¹ Hay autores que sostienen que la captura también se produce en sentido inverso; es decir, los gobiernos pueden proponer combatir los privilegios de ciertos grupos para controlarlos y provocar que sirvan a los intereses de los partidos o de los gobiernos.

Regulación pro transparencia

La regulación se justifica cuando existen trabas a la formulación de soluciones privadas. Esas trabas pueden ser falta de acceso universal a la información, no existencia de costes de cumplimiento, contratos incompletos y falta de racionalidad en el comportamiento de los agentes.

El supuesto de que todos los agentes económicos poseen la misma información no se cumple en general, especialmente en el ámbito financiero. Podrían existir incentivos a que las empresas la proporcionaran de forma voluntaria si percibieran que por su falta se reduce la disposición de los agentes a invertir.

Sin embargo, incluso en el caso en que las empresas se sintieran inclinadas a difundir información, ésta aún podría ser incompleta, responder a distintos criterios, o ser difundida en distintos momentos, todo lo cual reduce su valor público.

Así, hay que tener en cuenta que la difusión de información puede tener repercusiones negativas sobre la posición competitiva de la empresa, lo que puede implicar un coste tan elevado como para anular los incentivos de la empresa para informar. Es decir, si difundir información tiene costes para las empresas, éstas pueden publicarla o no, o hacerlo de forma incompleta o sesgada. Grossman (1981) señala que las empresas difundirán la información que les compense en función de sus costes y esa puede ser menor de lo que sería óptimo socialmente.

Por otra parte, incluso si hay información difundida de forma voluntaria, podría ser que cada empresa la presentara de una forma distinta que dificultara su comparabilidad. También podrían difundirla en distintos momentos, lo que tendría consecuencias sobre los inversores ya que los que reciben información de forma anticipada se benefician de esa primacía. Es decir, aunque las empresas pudieran tener incentivos privados a difundir información, habría dudas sobre su amplitud, criterios y oportunidad, que justifican la existencia de su regulación.

Por otro lado, si los agentes económicos pudieran escribir contratos completos (o renegociarlos) sin coste, posiblemente no haría falta regulación. Sin embargo, ni

es posible incluir en los contratos todas las posibles contingencias, ni es real pensar en que no conlleven costes. Los pequeños inversores tienen costes de información y los accionistas dispersos tienen costes para ponerse de acuerdo y realizar acciones colectivas frente a las empresas. Estos costes dificultan que los pequeños inversores lleven a cabo demandas a las empresas y pueden facilitar el abuso de las empresas. En estos casos, una forma de regulación que puede ser eficiente es aquella que obliga a contar con el apoyo de los accionistas para que los gestores puedan llevar a cabo alguna operación que, en otro caso, estaría prohibida.

Por último, un supuesto básico de la economía es que los agentes son racionales y buscan maximizar su bienestar. Sin embargo, la realidad nos muestra que este supuesto no se cumple siempre. Si se considera que éste puede ser el caso, la regulación puede estar justificada para lograr resultados que maximicen el bienestar.

Resumiendo, las regulaciones tienen un potencial enorme de producir efectos positivos, pero también negativos. La regulación se puede justificar si supone una mejora del bienestar social y si no es probable que se encuentren soluciones privadas, que es el caso en el que se dirige a aumentar la difusión de información y cuando los beneficios privados (coste social) del fraude son elevados.

Las regulaciones mal diseñadas o excesivas provocan costes de cumplimiento no razonables e introducen nuevas distorsiones sobre el funcionamiento de los mercados y tienen consecuencias negativas en términos de la asignación de recursos y del funcionamiento de la economía. La forma de distinguir entre regulaciones buenas y regulaciones malas es realizar una evaluación de sus beneficios y sus costes. El siguiente apartado trata de este análisis.

3. El análisis de impacto en la regulación financiera

La introducción de una nueva medida regulatoria debe estar acompañada por su análisis en términos económicos, para lo cual se pueden utilizar distintos métodos.

Análisis de los fallos del mercado

El primer análisis consiste en identificar los fallos de mercado y en la valoración de la oportunidad de una intervención regulatoria. Este análisis requiere un conocimiento profundo del mercado de que se trate y de su dinámica.

Eso significa que el primer paso consiste en definir el mercado relevante en el que se ha observado un fallo, lo cual no es sencillo porque a veces hay que considerar que forman parte del mercado los bienes y servicios sustitutivos.

A la vez que el mercado, hay que estudiar el producto o servicio financiero de que se trate ya que puede existir un fallo de mercado, como es, por ejemplo, la presencia de poder de mercado por las especiales características de la producción, como la existencia de economías de red, o por otras causas como podría ser la falta de información de los compradores. Cada caso requeriría una solución diferente.

En siguiente lugar, se debe analizar el comportamiento de los agentes económicos; es decir, de las empresas suministradoras de los productos o servicios financieros y de los inversores. Así hay que analizar si los consumidores tienen información o si lo que falta son conocimientos para analizarla. En segundo lugar, habría que ver cual es la utilidad que les proporciona el bien o servicio, lo cual no es fácil de analizar puesto que las decisiones tomadas pueden estar sesgadas por diversos factores (entre ellos por la influencia de regulaciones). En tercer lugar, pueden tener sesgos de comportamiento que impiden una elección racional, aunque esos sesgos pueden reflejar también problemas de información o de poder de mercado de las entidades oferentes.

Por otra parte, es importante analizar las empresas y sus incentivos. Así, hay que tener en cuenta que las relaciones entre las empresas y sus accionistas están distorsionadas por la información asimétrica, por la dificultad de comprobación de costes y por la aversión al riesgo y ello lleva a que los contratos entre las partes sean incompletos y a que los gestores defrauden los dere-

chos de los accionistas. En todo caso se puede suponer que las empresas tratarán de explotar al máximo la asimetría informativa y la racionalidad limitada de los inversores. Presiones derivadas de la competencia o del efecto reputacional pueden tener poca influencia para hacer que las empresas no exploten esos fallos del mercado.

Si el análisis de mercados, productos y agentes participantes se hace de forma previa a un análisis de costes y de beneficios, se puede determinar si cabría esperar fallos de mercado en cada situación específica y si esos fallos teóricos son susceptibles de ser solucionados por la regulación. Este ejercicio teórico sirve de base para ver, en una etapa siguiente, si la regulación existente ha contribuido realmente a solucionar los fallos. Alternativamente, podría ser que la regulación tuviese como efecto el estímulo a buscar vías para su incumplimiento, en lugar de lograr corregir el fallo.

En el caso de fallos regulatorios, es importante analizar su causa. Puede ser que de antemano la regulación fuera incorrecta para el mercado concreto pero que se hayan producido distorsiones derivadas de efectos indirectos de otras terceras regulaciones. Ante fallos de regulación, la forma de proceder es similar: se debe tratar de relacionar los fallos observados con los efectos perseguidos por la regulación. Como consecuencia, la regulación fallida puede ser abolida, puede decidirse que la regulación es correcta pero que necesita tiempo para funcionar o puede que se necesite nueva regulación.

Después de la identificación de fallos, habría que determinar si se debe actuar para corregirlos lo que vendría determinado por la importancia del mercado y la imposibilidad de aceptación de su funcionamiento en esas condiciones²². Adicionalmente, hay que ver la capacidad de la regulación para resolver el problema. Hay que recordar que en muchos casos los agentes pueden estar dispuestos a establecer de forma voluntaria requisi-

²² Hay que recordar que ningún mercado responde a las condiciones de competencia perfecta y funcionan con algún grado de imperfección.

tos iguales o parecidos a los establecidos por la regulación. Para ello se exige hacer un esfuerzo de prospección de cuál sería el comportamiento de los agentes económicos en ausencia de regulación.

Análisis coste-beneficio

El análisis coste beneficio (ACB) es un método dirigido a identificar y cuantificar los efectos de las medidas regulatorias en comparación con los problemas que se pretenden resolver. Para que la regulación realmente se justifique ante la presencia de fallos de mercado, se debe probar que sus beneficios superan los costes. El ACB tiene como objetivo el cálculo en términos monetarios de los costes de una política y de los beneficios que se esperan conseguir. Es un método sencillo en concepto pero con múltiples dificultades en su aplicación práctica, dado que no es sencillo medir los beneficios esperados en un horizonte de tiempo, ni tampoco es fácil realizar el descuento de la serie de beneficios futuros a la situación presente para llegar a producir una cifra de beneficios netos. También es difícil realizar el análisis teniendo en cuenta la dinámica de los mercados y de la economía ya que hay que hacer diversos supuestos sobre cual habría sido la evolución de los agentes, mercados, etcétera, en ausencia de la regulación propuesta. Todas estas dificultades introducen inseguridad sobre las medidas obtenidas, que pueden variar enormemente, en función de los supuestos y parámetros elegidos. Por estos motivos, el ACB más que una medida absoluta, puede utilizarse como una medida comparativa entre diversas opciones de regulación.

El primer principio general del ACB es que los costes y los beneficios se deben medir en relación a una situación de referencia. Normalmente la referencia se considera una situación sin regulación, a partir de la cual se elaboran escenarios de evolución posible. Esto requiere establecer diversos supuestos sobre la evolución de los mercados en ausencia de la regulación. Sobre esa situación de base se deben considerar los efectos de la regulación propuesta, sus costes y sus beneficios. La

estimación de los costes y beneficios vendría por la comparación entre la situación hipotética futura sin la regulación y la existente con la regulación.

La presentación de costes y beneficios debe hacerse de forma que se maximice la consistencia y la comparabilidad. A veces pueden presentarse en términos monetarios, a veces esto no es posible pero sí se puede ofrecer alguna estimación cuantitativa en alguna unidad métrica no monetaria. En última instancia, si no es factible alguna de las alternativas anteriores, puede realizarse una estimación cualitativa que abarcaría desde una estimación expresada en unidades ordinales o ser descripciones.

La estimación monetaria es difícil y a veces imposible y también lo puede ser la estimación cuantitativa. A esa dificultad, hay que añadir los problemas de agregación de estimaciones cuando éstas se han realizado en unidades no comparables. Por otra parte, cuando las estimaciones de costes o de beneficios dependen de ciertos supuestos, es importante que éstos sean explícitos. Si hay supuestos alternativos que pueden ser aceptables, debe hacerse un análisis de sensibilidad de los resultados sobre los diferentes supuestos.

Otra cuestión importante a subrayar es el tratamiento de las incertidumbres y del riesgo. Por un lado, las estimaciones, como es evidente, se hacen en condiciones de incertidumbre, que son especialmente importantes cuando se trata de medir efectos de alternativas que ponen en riesgo cuestiones como la salud pública o la seguridad del país. El análisis debe proporcionar resultados de la distribución de probabilidad de la reducción de los riesgos que logran las diversas opciones.

Por último, es importante tener en cuenta los efectos distributivos, ya que puede ocurrir que los agentes que soportan los costes de la regulación no sean los mismos que los que disfrutan de los beneficios. Así, es posible que alternativas a una determinada regulación no sólo tengan efectos netos diferentes sino, además, cambien los efectos distributivos. *A priori* no se puede señalar la bondad de un resultado distributivo sobre otro y la decisión corresponde al ámbito de decisión política.

Ante la dificultad de obtener una medida sensata de los costes y de los beneficios, a veces se hacen estimaciones indirectas basadas en cuestionarios o mediante inferencias del comportamiento del mercado. Las estimaciones muy raramente son completas. Ni siquiera en Estados Unidos, país con mayor tradición, se han elaborado ACB completos. Por ejemplo en el caso de la Agencia de Protección de Medio Ambiente, sólo el 26 por 100 de las propuestas examinadas durante la administración Reagan tuvieron un cálculo de los beneficios netos, ratio que descendió al 13 por 100 en la administración de Bush y se elevó al 39 por 100 durante la de Clinton²³.

A continuación se comentan algunos aspectos relevantes en la medición de costes y beneficios.

a) Beneficios

El ACB debe tratar de cuantificar todos los beneficios reales esperados en términos monetarios, especificando además la vía por la cual se van a producir esos resultados y el período de tiempo en que se producirían. Cuando los beneficios no se puedan expresar en términos monetarios, debe señalarse de forma explícita y se debe explicar la causa. Hay distintas alternativas de abordar la medición de los beneficios, que se exponen brevemente a continuación.

Para valorar tanto beneficios como costes se puede utilizar el concepto de coste de oportunidad, que se puede medir por la disposición a pagar que representa lo que los individuos están dispuestos a soportar por conseguir un determinado beneficio. En el caso de bienes y servicios que se negocian en mercados, el precio de las transacciones es la mejor estimación de la disposición al pago. Cuando no hay mercado o no se pueden observar las transacciones, se deben utilizar *proxies* para estimar la disposición a pagar. Los métodos existentes se basan en la obtención de señales o en la revelación de prefe-

rencias (de forma indirecta). Una alternativa, por ejemplo, consiste en valorar los beneficios como los derivados de la reducción de un riesgo; es decir, como los costes que se evitan porque se reduzca ese riesgo²⁴.

Una forma de medición es por el beneficio que obtendrían los consumidores debido a una medida regulatoria (o incremento en su superávit), que es la diferencia entre lo que están dispuestos a pagar por la medida sobre la cantidad que realmente pagan por ella, y ésta suele ser igual al coste de la medida que se impone a las empresas. El superávit del consumidor mide el beneficio de regulaciones cuyo efecto es incrementar la competencia del mercado. Si no hay competencia perfecta, las empresas pueden cargar precios elevados, que suponen un despilfarro de recursos. En este caso, una regulación que transvase recursos desde las empresas a los consumidores incrementará el bienestar social.

También se pueden valorar los beneficios por el valor de pérdidas que se evitan con la regulación propuesta o por la producción que se podría haber reducido en ausencia de la regulación. Uno de los principales objetivos de la regulación financiera es corregir asimetrías informativas entre los agentes. El beneficio de ese objetivo puede estimarse por las ganancias que proporcionaría a los participantes en el ahorro de los inversores al poder elegir alternativas más baratas, o en los mayores ingresos de las entidades al aumentar las transacciones.

b) Costes

La medida preferida para los costes es el coste de oportunidad de los recursos utilizados o los beneficios perdidos como resultado de una acción regulatoria. Dado que se definen los costes de oportunidad como beneficios perdidos, la estimación de costes tiene los mismos problemas que la de los beneficios.

²³ HAHN, R. y DUDLEY, P. (2004).

²⁴ Es importante que se mantenga una consistencia en las estimaciones de beneficios en el caso de regulaciones que prevengan riesgos parecidos.

Los costes incluirían los costes directos o recursos necesarios para diseñar, vigilar y hacer cumplir la regulación, que soportaría el sector público, y los costes de cumplimiento, que recaerían sobre el sector privado. Los costes directos del regulador se encuentran relacionados con su organización y normalmente suelen ser reducidos y no variar mucho entre alternativas de regulación.

También se deberían incluir otros costes, como la pérdida en el superávit de los consumidores o de los productores. Así, se evaluarían los efectos sobre el mercado, sobre los precios o cuantías disponibles de bienes o sobre barreras de entradas de participantes. Estos costes indirectos resultan difíciles de medir, como también es el caso de posibles costes derivados de modificaciones de conductas; por ejemplo, si se fomentaran comportamientos irresponsables o arriesgados (*moral hazard*)

El cálculo de los costes debe ser incremental, es decir se deben calcular los costes que tendrían lugar debidos a la regulación en comparación con los costes que se producirían en la situación de referencia, que puede ser la situación existente, la situación hipotética sin regulación o la situación hipotética con otro tipo de solución correctora. Por ejemplo, entre los costes de cumplimiento se incluiría la implantación de sistemas informáticos adicionales, personal específico para cumplimiento, entrenamiento, etcétera, pero éstos no necesariamente se incrementarían en la opción de regulación frente a otras, ya que las soluciones privadas conllevan la necesidad de destinar los mismos recursos en la empresa.

Por otro lado, como se ha señalado antes, pueden existir efectos distributivos entre agentes económicos y, por tanto, se deben distinguir entre costes netos y transferencias. Es posible que los costes de cumplimiento difieran entre empresas, por lo que es importante ver el impacto medio y las desviaciones del mismo, en especial el impacto sobre las empresas pequeñas. Los costes de cumplimiento pueden determinarse mediante cuestionarios a la industria, o mediante muestreo de empresas.

c) *El factor de descuento social*

La elección del factor de descuento es de gran relevancia ya que las diferencias entre los resultados, dependiendo del factor elegido, pueden ser muy elevadas. Existe una gran literatura académica sobre qué factor utilizar y cómo calcularlo.

La práctica lleva en general a elegir un tipo de interés a largo plazo de un activo sin riesgo como es la deuda pública. En la Comisión Europea se elige el tipo medio de la deuda pública de la Unión, en términos reales. En Estados Unidos se utiliza un promedio de las tasas de rendimiento marginal antes de impuestos de las inversiones realizadas en el sector privado durante un cierto período. Se utilizan diversos factores de descuento, según el plazo estimado durante el cual se manifestarán los efectos. El factor de descuento se actualiza anualmente por la OMB. En el Reino Unido, el factor de descuento se calcula utilizando como variables explicativas la preferencia temporal de los individuos, el crecimiento anual del consumo per cápita y la elasticidad de la utilidad marginal del consumo; la fórmula concreta está publicada por el Tesoro británico.

d) *Pros y contras del ACB*

Su primer factor positivo es que su utilización contribuye a mejorar la cultura de la regulación, ya que informa sobre las alternativas existentes para conseguir los objetivos y aumenta la responsabilidad social de los agentes públicos.

Además, contribuye a que las normas respeten el principio de proporcionalidad y que se limiten los efectos no previstos (y no deseados) sobre el mercado y sobre el bienestar. Así, se pretende evitar que las medidas dirigidas a promover la protección del inversor reduzcan la competencia e introduzcan barreras de entrada en una industria y que las medidas dirigidas a reducir el riesgo sistémico pongan un freno a la innovación. Puede que al final se adopten las medidas propuestas, pero con conocimiento de los efectos secundarios.

El ACB tiene dos tipos de problemas. En primer lugar, hay problemas conceptuales ya que no se puede hacer un ACB en un sector determinado si no existen condiciones de optimalidad en el resto de la economía. Por lo tanto, el ACB se mueve en el terreno del *second best*, por lo que no hay certeza de que mejoras en un sector supongan una mejoría general de la economía. Además, el ACB se suele basar en comparaciones entre situaciones estáticas antes y después de introducir la regulación y no considera las interacciones que se producen en la economía.

También el ACB tiene problemas prácticos. El principal factor en contra de la utilización del ACB es su dificultad, especialmente en la valoración monetaria de cuestiones intangibles como los efectos, por ejemplo, sobre la polución o las vidas humanas, en casos de políticas ambientales o sanitarias, o en el caso de temas económicos, sobre la asunción de riesgo, variaciones en la cuota de mercado, efectos sobre la competencia, etcétera. Otro problema se encuentra en que la utilización de distintos factores de descuento pueden producir resultados muy dispares, como ya se ha comentado.

En conclusión, la validez de los resultados del ACB depende de la precisión de los cálculos. Muchas de las críticas recibidas nacen de la evidencia de que los costes suelen estar infraestimados y los beneficios sobreestimados. El riesgo es que las conclusiones del ACB puedan ser muy dispares y que las decisiones de política económica sean ineficientes.

Análisis del impacto regulatorio

En muchos casos, se usan los términos de «análisis coste-beneficio» y de «análisis del impacto regulatorio» como equivalentes. También la aplicación que se hace del análisis coste-beneficio le asemeja al análisis de impacto regulatorio.

Hay que señalar que, por una parte, se ha producido la tendencia a relajar la exigencia de la valoración cuantitativa, de forma que se cuantifican sólo los costes más directos y para el resto se señalan los impactos posibles

y se evalúan de forma cualitativa. Esto se conoce como un enfoque pragmático del ACB, o una versión suave del mismo (*soft cost-benefit analysis*)²⁵.

Por otra parte, también se ha tendido a ampliar el ACB incluyendo una etapa previa, en la que se presentan diversas alternativas de regulación (o de soluciones de mercado) para corregir un problema detectado, y una fase posterior, de análisis comparativo de los efectos de todas las alternativas. La elección de la propuesta final entre todas las alternativas correspondería al poder político.

En el caso de presentarse varias opciones, parece conveniente que su valoración se haga en una primera fase con profundidad y amplitud limitadas. El análisis en profundidad sólo se llevaría a cabo, en una segunda fase, para las alternativas más factibles. Este enfoque en dos etapas se justifica porque el proceso de evaluación también conlleva costes que conviene minimizar.

Esta ampliación, considerando varias alternativas y realizando unas valoraciones previas más ligeras y un análisis posterior más profundo, ha dado lugar al análisis de impacto regulatorio (AIR). El AIR supone un planteamiento más amplio que el ACB, que permanece como una fase del método, aunque la más importante. El planteamiento es que el AIR es un elemento del proceso de decisión de la política económica, al que dota de disciplina. Por un lado, señala los objetivos a conseguir y presenta diversas alternativas para su logro, de las que analiza todos sus posibles impactos. Así, suele contener análisis específicos de los efectos sobre la competitividad o sobre las pequeñas empresas. Además el AIR incluye mecanismos de consulta pública de las políticas, lo que mejora la responsabilidad de los políticos. Por último, en muchos casos los AIR incluyen una evaluación del grado de aplicación y de la efectividad de la política propuesta.

²⁵ Algunas versiones suaves se conocen como análisis de coste-efectividad, evaluación de costes, evaluación de beneficios o análisis de riesgos.

RECUADRO 1

ANÁLISIS DEL IMPACTO REGULATORIO

Primera etapa: Relación de problemas con objetivos de política económica

- 1.1. *Identificación de los problemas:* Se debe señalar cuál es el fallo del mercado o de la regulación que se pretende corregir y cuál es su relación con el objetivo de la regulación.
- 1.2. *Desarrollo de las principales opciones de política:* Las opciones pueden ser identificadas por las personas encargadas de realización del AIR o ser seleccionadas por los responsables políticos. Hay que señalar que, aun en este caso, el AIR debe considerar como opción «no hacer nada» y también la posibilidad de que se «desarrolle una solución por el mercado».
- 1.3. *Definición de los objetivos de la política:* Es importante que las opciones consideradas tengan una relación clara con los objetivos a conseguir.

Segunda etapa: Análisis del impacto de las diferentes alternativas

- 2.1. *Análisis de los impactos:* Se deben identificar y medir los efectos posibles. Es importante considerar los efectos indirectos y tratar de anticipar posibles efectos no deseados. Además, se debe analizar si hay medidas que se solapen entre ellas o medidas cuyos efectos se extiendan a otros ámbitos.
- 2.2. *Comparación de las opciones consideradas en función de su impacto neto:* El AIR debe presentar las opciones cada una con su análisis, de forma que se las pueda clasificar por su efecto neto.

Tercera etapa: Consulta pública

- 3.1. *Consulta pública de las propuestas:* Todos los métodos de AIR enfatizan la importancia de que la propuesta elegida sea consultada con los agentes afectados o sometida, además, a una consulta pública abierta. Las respuestas recibidas se deben analizar y es deseable que se publique si la propuesta se ha modificado como consecuencia de la consulta o si no lo ha hecho, explicando en este caso las razones.

Cuarta etapa: Análisis posterior

- 4.1. *Revisión de la efectividad de la política:* Ya se ha comentado que no se incluye esta etapa con generalidad, pero que es deseable que se realice una revisión de los resultados conseguidos por la política.

Los AIR pueden tener diferente base legal: en algunos casos vienen respaldados por una ley, decreto, reglamento gubernamental, etcétera, o normas de rango inferior como directivas, decisiones o resoluciones del gobierno, orientaciones ministeriales, etcétera. El caso más frecuente es que la norma sea de este último tipo.

Por otro lado, los AIR no se realizan para todo tipo de normas, dado que es un ejercicio costoso en tiempo y en dinero. Lo que es más habitual es que estos análisis se realicen sólo para normas de primer nivel, leyes o reglamentos. Así, hasta mediados de los años noventa el organismo encargado de los AIR en Estados Uni-

dos²⁶ llegó a evaluar más de 2.200 regulaciones al año. A partir de 1994 el criterio fue más selectivo y se redujo el análisis a menos de 1.000. La selección se realizó sobre las normas de mayor rango y sobre las que se consideraron «significativas económicamente», que se suponía que su impacto neto en la economía podría superar los 100 millones de dólares al año. También es más común que se sometieran al mismo las regulaciones cuando se introducen; no es frecuente que se apliquen para revisar regulaciones ya existentes, aunque sería interesante y más fácil ya que se dispondría de datos. Entre los países que sí revisan las regulaciones adoptadas se encuentran Alemania, Reino Unido, Holanda, Suiza, Canadá y Australia (Recuadro 1).

²⁶ OMB, Office of Management and Budget.

Se pueden identificar las siguientes etapas en la realización de AIR:

La etapa primera consiste en la identificación de los fallos de mercado o fallos regulatorios que se han identificado dado que se considera que su corrección cae dentro del ámbito de la política que se plantea. Como se analizó en el apartado segundo, en el ámbito de los mercados de valores en principal fallo se encuentra en la asimetría en la información y de él derivan otros fallos como problemas de contratos incompletos o de comportamientos irresponsables (riesgo moral), entre otros. En esta primera etapa se deben presentar varias alternativas de actuación ante los problemas detectados y se debe enfatizar que una opción debe ser la de «no intervenir» ya que el propósito del AIR es evitar la sobrerregulación.

La segunda etapa tiene como finalidad asegurarse que las opciones de regulación realmente proporcionan beneficios netos y que la alternativa propuesta es superior en términos de resultados económicos o bajo consideraciones distributivas. Como se señaló en el apartado tercero, existen diversas metodologías para valorar tanto los costes como los beneficios, así como también se han realizado numerosas propuestas sobre el factor de descuento adecuado. El AIR utiliza el análisis coste-beneficio con flexibilidad, de forma que ante la dificultad de poder calcular valoraciones monetarias, o incluso cuantitativas, se considera aceptable la utilización de estimaciones cualitativas, aunque siempre se enfatiza la necesidad de evitar los juicios de valor en ellas.

Debido al coste de realización, en muchos casos se hacen dos tipos de AIR: análisis preliminar y análisis completo. Éste es el caso de la Unión Europea que hace un AIR preliminar para todas las alternativas y sólo el AIR completo (con cuantificación de costes y beneficios) para las principales iniciativas. En muchos países el análisis completo sólo se exige para aquellas regulaciones de impacto significativo y éste se define en términos de un umbral de coste anual estimado.

La tercera etapa se considera clave en el AIR, porque implica contar con la opinión de los agentes sobre los

que va a recaer la regulación y porque supone un ejercicio de transparencia de la actuación política. La consulta pública puede hacerse sólo de la propuesta seleccionada o incluir también el AIR, de forma que los agentes sepan el coste y el beneficio esperado de la regulación. Hay países que sólo informan del AIR después de la consulta pública de la regulación, como es el caso de Francia, Holanda, Australia o Islandia, que lo hacen cuando las protestas se envían al Parlamento o al Consejo de Ministros. También hay casos en los que los AIR se envían a los grupos afectados pero no se hace una difusión general (como Italia) o sólo se hace en ciertos casos seleccionados por su importancia (Portugal o Japón)²⁷. Sin embargo, países como Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, Dinamarca, Finlandia, Noruega, Suecia, Suiza o la Unión Europea, incluyen los AIR en la consulta pública

La consulta de las regulaciones puede hacerse de forma selectiva, sólo con los grupos afectados, o de forma generalizada. No es extraño, tampoco, que se hagan los dos tipos de consulta, primero a los grupos afectados, presentándoles incluso las alternativas, y posteriormente al público en general, sólo la opción elegida. La generalización de los sitios *web* proporciona una vía ágil para llevar a cabo esta comunicación. Muchos organismos, entre ellos la OCDE, recomiendan que se realice la consulta pública de los AIR en una fase temprana del proceso y en ese caso, sólo se incluiría un AIR preliminar.

La última etapa consistiría en la evaluación posterior. Se trata de valorar su efectividad, evitando una justificación *a posteriori* de la regulación. No todos los países que someten las propuestas a un AIR realizan la evaluación posterior. Sí lo realizan países como Reino Unido, Canadá, Dinamarca, Australia, Alemania, Noruega, Suecia o Hungría. En muchos casos, la agencia encargada de realizar evaluaciones elige una muestra de regulaciones para realizar la revisión.

²⁷ Datos tomados de OCDE (2003).

4. El análisis de impacto en la regulación financiera

Gran parte de la regulación financiera actual de los países de Europa proviene de normas comunitarias, en forma de directivas, reglamentos o recomendaciones.

Los países de la Unión ven así limitadas sus obligaciones de análisis, ya que no tiene sentido que se hagan AIR nacionales ni en el caso de reglamentos de la UE, dado que son de aplicación directa, ni en el caso de directivas que sean de armonización máxima. El AIR a nivel nacional se orienta a la trasposición de directivas de armonización mínima y a las normas nacionales que se introducen para extender los principios de la regulación comunitaria a otros ámbitos o para tener en cuenta objetivos domésticos o adaptarla a las características de los mercados nacionales.

La Comisión Europea sigue un procedimiento de análisis de impacto regulatorio (AIR) en el proceso de elaboración de propuestas. También los Comités del nivel 3 del proceso Lamfalussy están comenzando a establecer procedimientos de AIR.

El enfoque de impacto regulatorio adoptado por la Comisión Europea

La necesidad de simplificar el entramado legislativo y de analizar el impacto de la regulación se puso de manifiesto ya en 2001 en los Consejos Europeos de Göteborg (junio 2001) y Laeken (diciembre 2001). La Comisión Europea desde entonces ha tomado diversas medidas para mejorar la manera en que formula sus actuaciones de política económica²⁸.

La formalización de las iniciativas para mejorar su actuación regulatoria tuvo lugar a mediados de 2002. En ju-

nio de 2002, en una Comunicación de la Comisión sobre el análisis de impacto²⁹, se estableció un nuevo método integrado para estudiar los efectos económicos de la regulación. El análisis de impacto se enraiza en el objetivo de mejorar la regulación, cuyo plan de acción se publicó en la misma fecha³⁰. Por otro lado, la Comisión Europea ha señalado en diversas ocasiones que estos análisis contribuyen positivamente a uno de sus objetivos principales que es el desarrollo sostenible de la región³¹.

Por lo tanto, desde 2003, la Comisión Europea está realizando estos análisis para identificar las alternativas de política económica y sus efectos, positivos y negativos, medioambientales, sociales y económicos. La puesta en marcha más formalizada de este análisis tuvo lugar en 2005, ya que desde ese año todas las propuestas más importantes, incluidas en el programa de trabajo legislativo anual de la Comisión Europea, deben incorporar un AI³²⁻³³.

²⁹ Comunicación de la Comisión Europea COM (2002) 276, de 5 junio de 2002, sobre Análisis de Impacto. De esa misma fecha es la Comunicación COM (2002) 275 sobre mejor regulación y la COM (2002) 278 final con el Plan de Acción para simplificar y mejorar el marco regulatorio. Éste se basó en el Informe del grupo dirigido por Dieudonné Mandelkern sobre mejor regulación encargado por la Comisión y publicado en noviembre de 2001.

³⁰ Comunicación de la Comisión Europea COM (2002) 278 final, de 5 de junio, sobre el Plan de Acción para simplificar y mejorar el marco regulatorio. En noviembre de 2006 se ha lanzado una iniciativa para revisar el plan de mejor regulación: COM (2006) 689 final sobre *Strategic Review of Better Regulation in the European Union*. También en 2002 se publicaron otras dos Comunicaciones de la Comisión que se vinculan con el objetivo de mejorar el proceso regulatorio. Una se refiere al proceso de consulta (COM (2002) 704 final, *Towards a reinforced culture of consultation and dialogue - General principles and minimum standards for consultation of interested parties by the Commission*) y otra al uso de datos y expertos (COM (2002) 713 final, *Communication from the Commission on the Collection and use of Expertise by the Commission: Principles And Guidelines*).

³¹ Ver las Comunicaciones de la Comisión Europea: COM (2001) 264 final, *A Sustainable Europe for a BetterWorld: A European Union Strategy for Sustainable Development*; SEC (2004) 1377, *Next steps-In support of competitiveness and sustainable development* y COM (2005) 97, *Better regulation for Growth and Jobs in the European Union*.

³² El programa de trabajo legislativo de la Comisión incorpora «mapas de ruta» en los que se señala el calendario estimado de desarrollo de cada propuesta, así como se informa de cómo se realizará en análisis de impacto.

³³ También de 2005 datan los informes de la Comisión que establecen recomendaciones para evaluar costes de la regulación; ver SEC (2005) 175, COM (2005) 518 final y SEC (2005) 1.329.

²⁸ Desde los años ochenta la Comisión Europea ha estado realizando evaluaciones de impacto, cuyo ejemplo más emblemático es el Análisis de Impacto de los Negocios, que se dirigía a informar a los políticos de los efectos de las propuestas legislativas sobre las pequeñas y medianas empresas. El examen de la efectividad y las limitaciones de este análisis, realizado entre 2000 y 2002, sirvió de base para las nuevas propuestas de análisis más generalizado.

En junio de ese año la Comisión Europea publicó unas orientaciones³⁴ para realizar el análisis de impacto. Las propuestas analizadas pueden ser regulatorias o de otro tipo, que puedan tener un impacto significativo de índole económica, social o medioambiental o que puedan afectar a agentes específicos, o propuestas que impliquen cambios importantes o reformas en una política aplicada³⁵.

Dichas orientaciones de procedimiento se han actualizado en 2006³⁶, teniendo en cuenta los resultados de las primeras experiencias y las opiniones recibidas de los sectores involucrados. En el nuevo procedimiento se mejora el análisis económico, de forma que se incluye un modelo de evaluación de los costes administrativos de la legislación y se tienen en consideración los efectos sobre la competitividad.

El procedimiento de análisis de impacto propuesto considera tres etapas principales, además de la fase de consulta pública, que se señala como de importancia clave para responder también a los principios de buena regulación. También la Comisión indica que los informes de impacto deben tener una presentación formalizada.

Las tres etapas principales se refieren a: i) la realización del análisis, ii) presentación de resultados y discusión con comisionados, y iii) remisión a otras instituciones y publicación.

Así, se señala que en la primera fase, las propuestas deben incluir una planificación (mapa de ruta) para su realización. Los mapas de ruta recogerán el calendario de la propuesta y darán información sobre cómo se llevará a cabo el análisis de impacto. También deberá elegirse un grupo de seguimiento *ad hoc*, y realizar las con-

sultas pertinentes a las partes interesadas. Desde 2005 todos los asuntos incluidos en el programa de trabajo de la Comisión Europea se acompañan de un análisis de impacto. Por otro lado, se considera que los procesos de consulta, tanto pública como a grupos de expertos, siempre debe acompañar al análisis de impacto ya que, además de incrementar la transparencia, puede resultar de gran ayuda para mejorar los análisis de impacto.

La segunda fase consiste en el examen de las conclusiones del análisis de impacto por el grupo de seguimiento y por los comisionados. Este examen debe realizarse incluso si la propuesta se ha decidido retirar. La última etapa consiste en la transmisión de las propuestas y del análisis de impacto a otras instituciones y en su publicación. La Comisión enfatiza que la presentación final debe hacerse en un lenguaje sencillo y comprensible, y debe señalar claramente los supuestos realizados y las incertidumbres de la evaluación.

Para el proceso de consulta pública, también existen recomendaciones³⁷. Para empezar, se deben identificar las partes interesadas y los expertos adecuados. Además, para que la consulta sea efectiva, es necesario que se señale bien el objetivo de la consulta, se identifiquen los elementos del análisis de impacto que se deben consultar, se diseñen mecanismos adecuados y se delimite el tiempo preciso.

Por otra parte, como se ha dicho, la Comisión ha propuesto un modelo³⁸ para evaluar los costes administrativos que se puede utilizar tanto para propuestas de nivel europeo como a nivel nacional. La Comisión Europea considera que su utilización facilitará la comparación de costes entre medidas, y también entre medidas similares aplicadas por diferentes países. Además, la Comisión Europea ha señalado que para finales de 2007, todos los países miembros deben haber adoptado y estar

³⁴ EUROPEAN COMMISSION (2005): *Impact Assessment Guidelines*, SEC (2005) 791, 15 de junio.

³⁵ Por ejemplo, «libros blancos», programas de gasto, comunicaciones sobre orientaciones políticas o recomendaciones para acuerdos internacionales.

³⁶ SEC (2005) 791. *Impact Assessment Guidelines*. Actualización de marzo de 2006 sobre: *Procedural rules (Part II, denomination of SG responsible units + section 6, página 9. Composition of Inter-Service Steering Groups) and on the assessment of administrative costs (Part III, 5.1. How to compare the impacts of different options, página 39).*

³⁷ Los procedimientos de consulta se recogen en las Comunicaciones COM (2002) 704 final y COM (2002) 713 final.

³⁸ La metodología está descrita en las Comunicaciones COM (2005) 518 y SEC (2005) 13-29 de octubre de 2005.

aplicando una metodología para medir los costes administrativos de las leyes y normas nacionales.

Como se ha comentado más arriba, se han venido realizando análisis de impacto desde 2003, aunque de forma sistemática sólo se han comenzado a publicar mapas de ruta para el trabajo de la Comisión Europea desde 2005; como novedad en 2006, además del mapa de ruta, se ha publicado una revisión del programa de trabajo. Hasta la fecha el mayor número de políticas que han recibido análisis de impacto son de naturaleza social, industrial o referida a la ampliación de la Comunidad, con muy diferente ambición y magnitud.

No obstante, el ámbito se va ampliando y recientemente se han ido realizando más análisis sobre cuestiones medioambientales, de infraestructuras o de ámbito financiero. Sobre estos temas, en 2006 se incluyeron en el programa de trabajo de la Comisión como iniciativas legislativas o propuestas de directivas, la revisión de la política que permite a los supervisores nacionales bloquear fusiones y adquisiciones transnacionales de bancos nacionales por motivos prudenciales³⁹, y la propuesta de directiva sobre compensación y liquidación de valores para establecer un marco común en la materia que elimine las barreras que existen actualmente⁴⁰. Además, se han publicado dos iniciativas no legislativas relativas al mercado de crédito hipotecario⁴¹ o a los fondos de inversión⁴².

La revisión que se ha hecho a la mitad del ejercicio sobre el programa de trabajo para el año 2006 ha eliminado las propuestas sobre el mercado hipotecario y sobre compensación y liquidación. En el primer caso, se ha decidido esperar a contar con una nueva consulta a

las partes involucradas y se ha propuesto estimular el diálogo entre prestamistas y prestatarios sobre cuestiones de protección del inversor, antes de la presentación de un Libro Blanco con las propuestas. En el segundo caso, se ha señalado que cualquier iniciativa legislativa debe esperar a ver los resultados del diseño y aplicación de un Código de Consulta voluntario por la industria, de forma que la propuesta de directiva ha sido sustituida por el objetivo de estimular esta actuación privada. El objetivo de conseguir que haya mayor transparencia de precios y competencia en ese servicio financiero persiste, pero el instrumento deseable ha pasado a ser el Código de Conducta. Esta decisión de la Comisión Europea responde plenamente a la nueva etapa del Plan de Acción de Servicios Financieros, que se comenta en el apartado siguiente.

El Plan de Acción de los Servicios Financieros

La integración de los mercados financieros europeos ha sido impulsada por el Plan de Acción para los Servicios Financieros 1999-2005 (PASF) elaborado por la Comisión Europea. Este Plan contenía una serie de medidas (42) de naturaleza regulatoria (directivas, reglamentos o recomendaciones) dirigidas a la realización del mercado único en el ámbito financiero. Las medidas se han completado en el período señalado, aunque a ello contribuyó decisivamente el diagnóstico sobre la situación de los mercados realizado a principios de 2001, por un grupo de expertos dirigido por Alexandre Lamfalussy, que fue asumido por el Consejo Europeo de Estocolmo⁴³ y por el Parlamento Europeo⁴⁴.

El Informe Lamfalussy señaló el retraso en el funcionamiento efectivo del mercado único en el ámbito de los valores en la Unión Europea e identificó como una de sus causas la complejidad y lentitud en la elaboración de normas.

³⁹ Propuesta de revisión del artículo 16 de la Directiva 2000/12/EC sobre la autorización y actividades de las entidades de crédito. 2006/MARKT/007.

⁴⁰ Propuesta de Directiva del Parlamento y del Consejo sobre compensación y liquidación de valores. 2006/MARKT/005.

⁴¹ Libro blanco sobre crédito hipotecario para proponer a la Comisión la creación de un mercado único hipotecario. 2006/MARKT/003.

⁴² Libro blanco con propuestas de mejoras sobre el mercado único de fondos de inversión, según el funcionamiento de la Directiva de UCITS. 2006/MARKT/004.

⁴³ 23 de marzo de 2001.

⁴⁴ Resolución del Parlamento de 25 de febrero de 2002.

Con el objetivo de facilitar el proceso de decisión, el Informe propuso su diferenciación en cuatro niveles: en el nivel 1 se situaría la producción de normativa de principios generales, que se seguiría produciendo por el Consejo Europeo y por el Parlamento; el nivel 2 contendría las normas de desarrollo de las de nivel 1 y su elaboración se delegaba en el Comité de Valores (CEV) con el asesoramiento del Comité de Reguladores (CESR). El nivel 3 consistía en la aplicación homogénea de las normas, mediante coordinación de los supervisores y aplicación de recomendaciones, y se dejaba en manos de CESR, y el nivel 4 consistía en la revisión de la aplicación en cada país y caía en la responsabilidad de la Comisión Europea. Los Comités CEV y CESR se establecieron por Reglamento europeo en junio de 2001 y se reunieron por vez primera en septiembre de dicho año. Posteriormente se extendió esta estructura a los otros dos sectores financieros, por lo que ahora hay tres Comités de nivel 2⁴⁵ y tres Comités del nivel 3⁴⁶.

La validez de la filosofía central de este Plan ha quedado demostrada: han mejorado los resultados del sector de los servicios financieros y ha aumentado la liquidez, la competencia, la rentabilidad y la estabilidad financiera, pese a las numerosas turbulencias externas. Con la aplicación progresiva de las medidas del PASF durante los próximos años, estos resultados serán aún más positivos.

Nueva etapa: 2005-2010

En 2005 la Comisión Europea publicó un nuevo *Libro Blanco* conteniendo las directrices de su trabajo en el quinquenio que empezaba. En el mismo documento se define la etapa como de «consolidación dinámica» del

⁴⁵ Comités de nivel 2: Comité Europeo Bancario, CEB, Comité Europeo de Valores, CEV, y Comité Europeo de Seguros, CES. Se reúnen en el Comité de Servicios Financieros.

⁴⁶ Comités de nivel 3: Comité de Supervisores Bancarios Europeos, CEBS, Comité de Supervisores Europeos de Seguros y de Pensiones Ocupacionales, CEIOPS, Comité de Supervisores de Valores Europeos.

mercado, expresión que incluye una mayor integración del mercado financiero, suprimiendo las barreras que aún persisten a la circulación de capitales y a la libre prestación de servicios financieros. También incluye como objetivo la aplicación de los principios de «mejor regulación», por lo que es necesario evaluar los efectos del marco normativo vigente y ver vías de mejora.

La aplicación de los principios de «mejor regulación» conlleva la realización de consultas abiertas sobre la misma y la evaluación de su impacto. Las consultas se dirigen a los sectores implicados, pero su transparencia hace que sean accesibles a toda la sociedad. La evaluación de impacto examina cada cuestión y se determina la opción más conveniente a la vista de los costes y beneficios para distintos objetivos. La Comisión señala que tanto el Consejo como el Parlamento Europeos deben también realizar análisis de impacto, porque su ausencia supone un punto débil del proyecto de «mejor regulación». El propio Libro Blanco lleva incluido el análisis de impacto.

El esfuerzo por regular mejor implica que la Comisión tratará de evitar que se adopten disposiciones innecesarias que lleven a una sobrerregulación. Este es un peligro especialmente si se pidieran nuevas regulaciones para acelerar el mercado único, y el retraso se debiera fundamentalmente a una falta de aplicación efectiva de regulaciones comunitarias o a una mala identificación de los problemas a resolver.

Una cuestión adicional de la regulación europea es ver su efectividad para el fin último de lograr la integración financiera. Para ello se estableció un Grupo de seguimiento Interinstitucional que evalúa el proceso Lamfalussy en todos los sectores de los servicios financieros. La evaluación posterior del PASF y de toda nueva medida legislativa constituye una prioridad principal de la Comisión para los próximos cinco años. Para 2009, la Comisión se ha comprometido a haber finalizado una evaluación económica y jurídica completa de todas las medidas del PASF, para lo cual a partir de 2007 se irán analizando distintos segmentos del mercado financiero europeo.

Para contribuir al mercado único de servicios financieros, la legislación europea debe tener coherencia sectorial y para ello se estudiará cómo se aplica en la práctica en cada país. En 2008 se emprenderá un extenso estudio para detectar posibles incoherencias. Hay que señalar que éstas pueden venir derivadas del elevado volumen de información que reciben los agentes económicos. El primer control de coherencia sectorial se efectuará en el ámbito de los valores mobiliarios. Se constituirá un grupo de profesionales y expertos del mercado para asistir a la Comisión en el análisis de los principales problemas. También se realizará un estudio sobre los fondos de inversión, dado que parece que la superposición de la normativa comunitaria con la nacional facilitará su comercialización transfronteriza.

La Comisión se propone seguir apoyando el proceso Lamfalussy, que permite la toma de decisiones de forma eficaz y flexible, y desarrollarlo durante los próximos cinco años con el fin de explotar todo su potencial. Los objetivos para el proceso Lamfalussy en los próximos cinco años se centran en lograr que cada uno de los cuatro niveles respete los principios de mejor regulación, de forma que se logre una regulación eficiente y coherente. La Comisión considera que los Comités de nivel 3 mejorarían su trabajo si midieran el impacto de sus propuestas y éstas respetaran el principio de proporcionalidad. También se señala la conveniencia de que se vaya reforzando la cooperación intersectorial en materia de regulación

Las actuaciones de CESR

El Comité de Reguladores, CESR, está formado por las autoridades competentes de la supervisión de valores de los países miembros de la Unión Europea. Su creación se debe a una Decisión de la Comisión Europea⁴⁷ en la que se acepta el Informe de Expertos sobre

regulación de los mercados de valores europeos, Informe Lamfalussy.

La actividad de CESR se articula en varios niveles del proceso regulatorio diseñado por el Informe de Expertos. En la producción de regulación de desarrollo (nivel 2) de las normas principales (nivel 1), CESR puede asesorar a la Comisión Europea, elaborando borradores de normas en el campo de los mercados de valores. CESR también interviene en la aplicación de las normas y en la elaboración de recomendaciones sobre interpretación de la misma (nivel 3) ya que, en primer lugar, mejora la coordinación entre los reguladores de valores en el ámbito de la supervisión continua y en la persecución de delitos⁴⁸.

CESR también está dirigiendo la aplicación del AIR a su trabajo, tanto en su labor de asesoramiento del Comité de Valores en sus propuestas regulatorias (nivel 2 de procedimiento Lamfalussy) como en la elaboración de recomendaciones y estándares (nivel 3).

A veces problemas de calendario han impedido que se hayan realizado los AIR en el asesoramiento realizado por CESR en el nivel 2. Sin embargo, el Grupo de seguimiento Inter Institucional sobre el proceso de Lamfalussy⁴⁹ ha vuelto a recordar lo útil de este análisis y la necesidad de que se aplique a todos los niveles, desde las propuestas de modificación de Directivas realizadas por el Consejo y el Parlamento Europeos, así como por los supervisores cuando realizan labores de asesoramiento a la Comisión. CESR ha considerado desde entonces que el AIR debe formar parte de su método de trabajo. El AIR ayuda a que las propuestas tengan mayor peso, hace el proceso de su elaboración más transparente y, por tanto, a CESR más abierto al escrutinio público (*accountable*). CESR cuenta con unas orienta-

⁴⁸ Los miembros de CESR han firmado un acuerdo de compromiso para mejorar la colaboración: *Multilateral Memorandum of Understanding* y, además, existen dos grupos de asesoramiento CESR-Pol para coordinar actuaciones de supervisión y CESR-Fin para coordinar actuaciones de información financiera.

⁴⁹ *First Interim Report Monitoring the Lamfalussy Process*, Bruselas, 22 de marzo de 2006.

⁴⁷ COM 2001/527/EC.

CUADRO 1

ANÁLISIS DE IMPACTO REGULATORIO REALIZADO POR REGULADORES FINANCIEROS

País	Obligación legal	Guías de AIR formales	Análisis preliminar de IR	Responsabilidad de especialistas	Consulta pública	Publicación de AIR	AIR de la efectividad de la política
Francia	No	No	Sí	No	Sí	No	No
Alemania	Sí	Sí	Sí	No	Sí	No	Sí
Holanda	No	No	Sí	No	Sí	No	No
Bélgica	No	No	Sí	No	Sí	No	No
Suecia	Sí	No	No	Sí	Sí	Sí	Sí
Reino Unido	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No
Irlanda	No	No	Sí	No	Sí	Sí	No

ciones para realizar el AIR que facilitarán el trabajo, especialmente a los países que hasta ahora no lo hacían.

En el caso de propuestas de la Comisión Europea o de CESR puede ser impracticable realizar el AIR en los 25 países miembros, por lo que se pueden plantear las alternativas de elegir un país representativo único, un país grande y uno pequeño, o en el país grande realizar el AI para empresas grandes o empresas pequeñas. También se puede decidir entre distintos niveles de profundidad o extensión del AIR dado que las restricciones de tiempo y de costes de su realización deben también tenerse en cuenta. Las restricciones de tiempo son particularmente importantes en el caso de CESR, especialmente cuando realiza asesoramiento en las medidas de nivel 2, normalmente con un calendario muy ajustado.

Algunos de los países ya realizan AIR de forma sistemática, bien porque lo exige su legislación bien de forma voluntaria. El AIR se ha adoptado formalmente por los reguladores de valores de un grupo amplio de países, entre los que se encuentran Reino Unido, Francia, Alemania, Irlanda, Bélgica, Holanda, Luxemburgo, Suecia, la República Checa y Lituania. En el Reino Unido, Alemania, Suecia y Lituania lo exige la ley; en los otros casos es una adopción voluntaria. En el caso de Dinamarca, el AIR se realiza por una agencia independiente, aunque el organismo regulador (Finanstilsynet) tenga un papel desta-

cado en el desarrollo de la regulación; además sólo se aplica a legislación primaria y secundaria. En el caso de Noruega, el organismo regulador financiero (Kredittilsynet) ha incluido el AIR en el nuevo plan estratégico que define su actuación en los próximos años.

La metodología que utilizan los países es muy parecida. Una característica destacada es que el enfoque del AIR es flexible y que se adapta a las circunstancias de cada caso. En algunos casos existen guías e informes sobre como realizar estos análisis. Es común el planteamiento del AIR como etapas sucesivas, que suelen ser bastante comunes para todos los países. Esas piezas suelen ser: i) establecimiento del problema; ii) relación entre el problema y los objetivos de la regulación; iii) identificación y descripción de opciones; iv) para cada opción, análisis de los efectos sobre la competencia en el sector, competitividad del sector y de la economía, los costes y beneficios para el sector y para los consumidores e impacto en las empresas pequeñas; v) razonamiento de la alternativa elegida.

Una característica muy destacada es que se lleva a cabo como norma la consulta pública, con publicación de las respuestas recibidas y en algunos casos también se publica el análisis de impacto. En el Cuadro 1 se resumen las principales características del AIR realizado por los reguladores financieros Europeos.

5. Conclusiones

El análisis de impacto regulatorio se está extendiendo en la actualidad, especialmente en los países europeos, aunque en algunos casos ya venía realizándose desde los años 80 y 90. Gran parte de este nuevo impulso se debe al protagonismo creciente de la Comisión Europea en la producción normativa y emisión de regulaciones.

En muchos casos, las normas europeas se han superpuesto a las normas nacionales y, entre estas, se ha detectado en algunos casos falta de armonización. Como consecuencia, han ido apareciendo voces reclamando simplificación y orden en las decisiones de regulación, que han llevado al objetivo de que hay que mejorar la producción regulatoria y que hay que aumentar la responsabilidad de los gobiernos.

La Comisión Europea viene realizando análisis de impacto regulatorio de forma sistemática desde 2005 en las principales propuestas, que se incluyen en su plan de trabajo o mapa de ruta. En el ámbito del mercado financiero, el objetivo de una mejor regulación y la aplicación del análisis de impacto regulatorio son elementos principales de la nueva etapa del Plan de Acción de Servicios Financieros para 2005-2010. Muchos reguladores financieros en Europa ya realizan análisis de impacto y el objetivo es que se aplique de forma sistemática por todos, lo que constituirá un elemento más integrador de los mercados financieros.

Referencias bibliográficas

- [1] ABRAMOWITZ, M. (2003): *Information Markets, Administrative Decisionmaking, and Predictive Cost-Benefit Analysis*, Aei-Brookings Joint Center For Regulatory Studies, Working Paper 03-18, agosto.
- [2] ALFON, I. y ANDREWS, P. (1999): «Cost-Benefit Analysis in Financial Regulation. How to do it and how it adds value», *Occasional Paper Series*, número 3, septiembre.
- [3] EUROPEAN COMMISSION (1999): *Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*, COM (1999) 232, Bruselas, mayo.
- [4] EUROPEAN COMMISSION (2001): *A Sustainable Europe for a BetterWorld: A European Union Strategy for Sustainable Development*, COM (2001) 264 final, Bruselas, mayo.
- [5] EUROPEAN COMMISSION (2002): *Communication From The Commission On Impact Assessment*, COM (2002) 276 final, Bruselas, junio.
- [6] EUROPEAN COMMISSION (2002): *Action Plan «Simplifying and Improving the Regulatory Environment»*, COM (2002) 278 final, Bruselas, junio.
- [7] EUROPEAN COMMISSION (2002): *Towards a Reinforced Culture of Consultation and Dialogue - General Principles and Minimum Standards for Consultation of Interested Parties by the Commission*, COM (2002) 704 final, Bruselas, diciembre.
- [8] EUROPEAN COMMISSION (2002): *Communication from the Commission on the Collection and use of Expertise by the Commission: Principles And Guidelines. Improving the Knowledge Base for Better Policies*, COM (2002) 713 final, Bruselas, diciembre.
- [9] EUROPEAN COMMISSION (2004): *Next Steps - In Support of Competitiveness and Sustainable Development*, SEC (2004) 1377, Bruselas, octubre.
- [10] EUROPEAN COMMISSION (2005): *Better Regulation for Growth and Jobs in the European Union*, COM (2005) 97, Bruselas, marzo.
- [11] EUROPEAN COMMISSION (2005): *Impact Assessment Guidelines*, SEC (2005) 791, junio.
- [12] EUROPEAN COMMISSION (2005): *White Paper on Financial Services Policy (2005-2010)*, Bruselas, diciembre.
- [13] EUROPEAN COMMISSION (2005): *Minimising Administrative Costs Imposed by Legislation. Detailed Outline of a Possible EU Net Administrative Cost Model*, Staff Working Document, SEC (2005) 175, *Annex to the Communication COM (2005) 97 final*.
- [14] EUROPEAN COMMISSION (2006): *Single Market in Financial Services Progress Report 2004-2005*, Commission Staff Working Document, SEC (2006) 17, Bruselas, enero.
- [15] EUROPEAN COMMISSION (2005): *EU Common Methodology for Assessing Administrative Costs Imposed by Legislation*, COM (2005) 518 final, Bruselas, octubre.
- [16] EUROPEAN COMMISSION (2005): *Outline of the Proposed EU Common Methodology and Report on the Pilot Phase (April-September 2005)*, Staff Working Document, SEC (2005) 1.329, *Annex to the Communication COM (2005) 518 final*.
- [17] EUROPEAN COMMISSION (2006): *Financial Integration Monitor 2006*, Commission Staff Working Document, SEC (2006) 1.057, Bruselas, julio.
- [18] FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (2004): *N2+2 Review of Cost Benefit Analysis Cultural Issues*, John Howell & Co Ltd., octubre.
- [19] FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (2006): *A Guide to Market Failure Analysis and High Level Cost Benefit Analysis*, noviembre.

- [20] GLAESER, E. L. y SHLEIFER, A. (2003): «The Rise of the Regulatory State», *Journal of Economic Literature*, American Economic Association, volumen 41, 2, páginas 401-425, junio.
- [21] GROSSMAN, H. I. (1981): «Incomplete Information, Risk Shifting, and Employment Fluctuations», *The Review of Economic Studies*, volumen 48, número 2, abril, páginas 189-197.
- [22] HAHN, R. W. y LITAN, R. E. (2005): «Counting Regulatory Benefits and Costs: Lessons for the U.S. and Europe», *Journal of International Economic Law*, volumen 8, número 2, páginas 473-508.
- [23] HAHN, R. W. (1998): «Government Analysis of the Benefits and Costs of Regulation», *Journal of Economic Perspectives*, volumen 12, número 4, otoño, páginas 201-210.
- [24] HAHN, R. W. (2005): *In Defense of the Economic Analysis of Regulation*, American Enterprise Institute, Washington, D.C.
- [25] HAHN, R. y DUDLEY, P. (2004): *How Well Does the Government do Cost-benefit Analysis?*, Working Paper 04-01, AEI-Brookings Joint Center for Regulatory Studies, Washington, D.C.
- [26] INTER-INSTITUTIONAL MONITORING GROUP (2006): *First Interim Report Monitoring the Lamfalussy Process*, Bruselas, marzo.
- [27] NERA ECONOMIC CONSULTING (2004): *The FSA's Methodology for Cost-Benefit Analysis*, 26 noviembre.
- [28] OECD (1997): *Regulatory Impact Analysis: Best Practice in OECD Countries*, París.
- [29] OECD (2004): *Regulatory Impact Analysis (RIA) Inventory*, note by the Secretariat, 29th Session of the OECD Public Governance Committee, International Energy Agency, París.
- [30] POSNER, E. A. (2001): «Controlling Agencies with Cost-benefit Analysis: A Positive Political Theory Perspective», *University of Chicago Law Review*, volumen 68.
- [31] SIMPSON, D.; MEEKS, G.; KLUMPES, P.; ANDREWS, P. (ed.) (2000): «Some Cost-benefit Issues in Financial Regulation», *FSA. Occasional Paper Series*, número 12, octubre.
- [32] STIGLER, G. (1964): «Public Regulation of the Securities Markets», *Journal of Business*, número 37.
- [33] STIGLER, G. (1971): «The Theory of Economic Regulation», *Bell Journal of Economics*, The RAND Corporation, volumen 2, 1, páginas 3-21, primavera.
- [34] STIGLER, G. (1972): «The Commission on Financial Structure and Regulation: Its Organization and Recommendations: Discussion», *Journal of Finance*, American Finance Association, volumen 27, 2, páginas 340-341, mayo.
- [35] STIGLER, G. (1975): *Citizen and the State: Essays on Regulation*, University of Chicago; New Ed. edition, junio.
- [36] SUNSTEIN, C. (2000): *Cost-Benefit Default Principles*, AEI-Brookings Joint Center For Regulatory Studies, Working Paper 00-7, octubre.
- [37] WORLD BANK (2004): *Doing Business in 2005: Understanding Regulation*, Washington, D.C., septiembre.
- [38] ZINGALES, L. (2004): «The Costs and Benefits of Financial Market Regulation», *Law Working Paper*, número 21/2004, European Corporate Governance Institute, abril.