

## **PARTE IV**

---

# **El papel de las instituciones económicas y financieras**



## Instituciones económicas y crédito bancario: protección de los derechos de los acreedores

**E**NTRE las causas básicas del desempeño económico a largo plazo, las instituciones han sido objeto de considerable atención en los últimos años. En términos generales, son las “reglas de juego de una sociedad; en términos más formales, son las restricciones que se han ideado para configurar las interacciones humanas. En consecuencia, rigen los incentivos del intercambio entre las personas, ya sean políticos, sociales o económicos” (North 1990, p. 3). Las instituciones formales más evidentes son la constitución política de un país y sus leyes, pero otras instituciones informales como, por ejemplo, las convenciones y códigos de conducta—frecuentemente denominados normas de la sociedad y valores— también son factores importantes que determinan las interacciones humanas.

A partir de una definición tan amplia, afirmar que las instituciones son importantes para el desarrollo no tiene nada de polémico. No obstante, al menos desde la época de Adam Smith, los economistas han prestado particular atención a un conjunto especial de instituciones “económicas” y sobre todo al imperio de la ley y la medida en que se protege la propiedad privada, así como las restricciones que limitan las actividades de grupos poderosos (incluido el Estado). Estas instituciones crean incentivos y oportunidades para la inversión y, por lo tanto, fomentan o frenan el crecimiento económico. En estudios recientes se ofrecen convincentes pruebas empíricas de que las diferencias entre una institución y otra pueden tener un efecto considerable sobre el producto per cápita (Hall y Jones 1999; Acemoglu, Johnson y Robinson 2001, 2002a, 2002b; Rodrik, Subramanian y Trebbi 2002).

Debido a las características de los contratos financieros, es esencial contar con instituciones sólidas capaces de respaldar mercados financieros desarrollados y estables. De hecho, puesto que no siempre puede garantizarse la ejecución de los contratos crediticios, las personas pueden verse tentadas de no cumplir con las condiciones de los préstamos. Un mercado financiero

impersonal y de gran magnitud exige no sólo un marco jurídico apropiado, sino también mecanismos adecuados para hacer respetar los derechos y las obligaciones de las partes involucradas. De lo contrario, los contratos financieros pueden dejar de ser factibles.

Las pruebas históricas respaldan la noción de que ciertas instituciones económicas son clave para el desarrollo financiero. Por ejemplo, en el célebre estudio de North y Weingast sobre la Revolución Gloriosa del siglo XVII en Inglaterra se muestra que las disposiciones constitucionales tuvieron por objeto garantizar los derechos de propiedad, proteger la propiedad privada y eliminar los gobiernos confiscatorios. La conclusión de los autores es que “una condición necesaria para crear una economía moderna basada en la especialización y la división de la mano de obra (y, por lo tanto, en intercambios impersonales) es la posibilidad de suscribir contratos seguros en el tiempo y entre una zona geográfica y otra. Ello implica que los costos de transacción deben ser bajos. La creación de mercados de capital impersonales es la prueba más convincente de que se ha cumplido esta condición necesaria” (North y Weingast 1989, p. 831).

Es importante comprender los factores determinantes del desarrollo financiero. Las diferencias en el nivel de desarrollo financiero pueden tener un efecto considerable sobre el crecimiento futuro (véase una reseña de los estudios especializados sobre el tema en Levine 1997, 2004). Por consiguiente, una de las formas en que la calidad de las instituciones puede incidir en el desarrollo económico es por medio de la consolidación de mercados financieros más grandes y eficientes. Cabe preguntarse entonces por qué los mercados financieros de algunos países son desarrollados y los de otros no lo son.

Una de las principales diferencias entre un mercado financiero desarrollado y uno en desarrollo es la función que ejercen los derechos de propiedad (véase De Soto 2000). La falta de derechos de propiedad en

los países en desarrollo guarda estrecha relación con las instituciones que respaldan los contratos financieros en esos países. Para comprender la importancia de garantizar los derechos de propiedad, es conveniente examinar un contrato crediticio básico entre tres actores: el acreedor, el deudor y las instituciones que verifican que las dos partes cumplirán sus obligaciones. Si las instituciones no son adecuadas, los beneficios que obtendrían las dos partes de optar por no cumplir el contrato pueden ser de tal magnitud que el contrato finalmente ni siquiera se firme. Por lo tanto, su capacidad para alinear los incentivos de las partes con las cláusulas del contrato de deuda puede, en última instancia, fomentar el desarrollo financiero.

Una de las formas en que las instituciones promueven el desarrollo financiero es mediante la creación de un marco adecuado para utilizar el colateral, el cual se emplea en estructuras jurídicas para constituir garantías. Si las leyes e instituciones que rigen la constitución y ejecución de las garantías son claras, transparentes y bien administradas, son muchos los tipos de activos que pueden usarse como colateral. Los bienes inmuebles —es decir, tierras, viviendas, edificios de oficina y fábricas— se utilizan en estructuras jurídicas denominadas hipotecas. Los activos mobiliarios, como los derechos contractuales, cuentas por cobrar, existencias, vehículos y flujos futuros también pueden servir de colateral en estructuras jurídicas como la pignoración y la cesión de bienes.

En general las garantías de ambos tipos de colateral deben inscribirse para tener validez frente a terceros. Además, en el caso de los bienes inmuebles, la propiedad del activo debe registrarse en la misma oficina. Un marco para realizar operaciones garantizadas que funcione satisfactoriamente incluye: i) un registro eficiente de la propiedad que permite a los acreedores llevar un seguimiento de la misma y la pignoración de activos; ii) reglas y normas claras que definen los derechos de propiedad con respecto a los tipos de activos que pueden utilizarse para constituir una garantía en acuerdos de crédito, y iii) normas que pueden llevarse a la práctica e instituciones eficientes que permiten a los acreedores requisar activos dados en prenda en forma eficiente y puntual en caso de incumplimiento del deudor.

Es importante señalar que si bien la mayoría de los componentes de un marco de operaciones garantizadas guarda relación con la protección del acreedor —concretamente, la posibilidad de que el acreedor pueda requisar los activos pignorados en caso de incumplimiento por parte del prestatario—, en última instancia los protegidos son los depositantes del sistema financiero. Las garantías financieras son útiles porque reducen el riesgo

crediticio. La economía se beneficia de un menor riesgo de varias maneras, incluida la posibilidad de ofrecer a los depositantes mayor seguridad para ahorrar. Por consiguiente, todo aumento de la protección de que gozan los acreedores se traduce directamente en una mayor protección para los depositantes. Después de todo, la mayoría de los recursos que los bancos conceden en préstamo les son encomendados por los depositantes. La posibilidad de tener un derecho sobre los activos dados en prenda para garantizar el crédito asegura al depositante que, en caso de problemas, sus ahorros no desaparecerán (al menos por completo).

En América Latina varias instituciones limitan la medida en que pueden garantizarse los derechos de propiedad. En la mayoría de los países las leyes no están diseñadas para proteger los derechos de los acreedores. Sin embargo, incluso si lo estuviesen, garantizar esos derechos seguiría siendo ineficiente y de alto costo, dadas las deficiencias del estado de derecho y del sistema judicial de la región. De hecho, como se analiza en el presente capítulo, los derechos de los acreedores a los activos utilizados para constituir garantías y el costo de ejecutar las garantías son factores centrales para explicar el grado de desarrollo de los mercados financieros, la asignación del crédito entre los grupos de inversionistas y la forma en que la asignación y el monto del crédito reaccionan a shocks económicos.

La imposibilidad de crear garantías en el sentido más amplio también constituye uno de los principales obstáculos para el desarrollo de los mercados crediticios de América Latina. En la mayoría de los países en desarrollo, y en América Latina en particular, los tipos de activos que pueden utilizarse para constituir garantías generalmente se limitan a bienes inmuebles y específicamente a bienes raíces. Es mucho más difícil utilizar bienes muebles, en parte porque las definiciones de las garantías en las normas y reglas no abarcan a esos activos. El escaso desarrollo de los registros de propiedad inmobiliaria reduce aún más la posibilidad de utilizar bienes raíces para constituir garantías en muchos países (sobre todo en el caso de los pobres, véase De Soto 2000). Todos estos factores son sumamente pertinentes y merecen ser debidamente estudiados. No obstante, debido a la falta de datos internacionales que permiten efectuar comparaciones formales y estudios empíricos, en el presente capítulo el análisis se centra en la protección de los derechos de los acreedores, que se utiliza como variable sustitutiva del entorno global que rige la suscripción de contratos.

## LOS DERECHOS DE LOS ACREEDORES EN AMÉRICA LATINA

El estudio de La Porta et al. (1997, 1998) ha dado nuevo impulso al análisis empírico sobre la importancia de la normativa relativa a los derechos de los acreedores a los activos de los prestatarios porque ofrece datos valiosos sobre el estado de la normativa internacional que rige esos derechos. En dicho estudio se recopila información sobre las diversas normas que se refieren a la protección de los derechos de los acreedores en caso de bancarrota del deudor. A partir de esos datos, los autores construyen un índice que resume la regulación sobre los derechos de los acreedores a asumir el control de garantías en caso de que la empresa prestataria se declare en quiebra o tenga que reestructurarse. Este índice examina si la regulación: i) congela automáticamente los activos en caso de reestructuración; ii) confiere a los acreedores con garantías el derecho a ser pagados primero en caso de bancarrota; iii) exige que las empresas consulten con los acreedores antes de proceder a la reestructuración, y iv) exige el despido de los directivos de la empresa durante la reestructuración. Si todas las respuestas a estos componentes del índice son afirmativas, se considera que los derechos de los acreedores están protegidos. Cabe señalar que este indicador va más allá de la ejecución de las garantías ya que considera la liquidación de todos los activos en caso de bancarrota.

En el cuadro 12.1 se presentan datos resumidos sobre el indicador de La Porta et al. sobre los derechos de los acreedores en América Latina, así como los promedios de países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y otras economías emergentes. A primera vista, estos datos dan la impresión de que los acreedores de América Latina están menos protegidos que en otros países. Si bien ofrece una idea de la medida en que la normativa protege a los acreedores, refleja solamente lo que dispone la ley, y no necesariamente lo que sucede en la práctica. Por lo tanto, también debe considerarse cómo varía la aplicación de la ley entre un país y otro. Dadas las deficiencias en la puesta en práctica de la ley en América Latina, es probable que los acreedores gocen de aún menos protección de facto. Para poder tener en cuenta dichas deficiencias en el indicador de protección de los acreedores, se construye un nuevo índice sobre los derechos efectivos de los acreedores multiplicando el índice original por un indicador que mide el imperio de la ley. En la última columna del cuadro 12.1 se presentan los datos de este nuevo índice (cuanto mayor el valor, mayor el grado de protección efectiva). Una vez que se tiene en cuenta el imperio de la ley, la situación en América

Latina y el Caribe parece ser incluso menos favorable, ya que además de ser deficientes, los derechos de los acreedores rara vez pueden ejercerse. Sobre la base de esa metodología, se reconoce que la protección de los acreedores en América Latina y el Caribe es sumamente imperfecta.

Los países de la región tampoco reciben una buena calificación cuando se examinan varios de los indicadores utilizados comúnmente como variables sustitutivas del entorno institucional que determina las características de los contratos, tales como la duración de los procedimientos de bancarrota, el tiempo que tarda en cobrarse un cheque sin fondos, la eficiencia del sistema judicial y la protección de los derechos de propiedad. En el gráfico 12.1 se presenta un resumen de estos indicadores y se destacan las deficiencias de las instituciones de América Latina y el Caribe.

En muchos países de la región, la posibilidad de constituir garantías fracasa por varias razones adicionales. Los registros de propiedad tienden a ser ineficientes y mal administrados, lo que dificulta a los acreedores la tarea de establecer el orden de prelación de sus créditos por activos que han sido, o serán, pignoralos o dados en prenda.<sup>1</sup> Además, en algunos países el fraude es un problema significativo (véase De Soto 2000 sobre el caso de Perú). Eso limita aún más la medida en que la propiedad puede utilizarse para constituir garantías y, por consiguiente, impone graves restricciones sobre el acceso al crédito.

## PROFUNDIZACIÓN DE LOS MERCADOS CREDITICIOS

En un número cada vez mayor de estudios especializados se subraya la importancia del marco jurídico para explicar el desarrollo financiero y la profundidad de los mercados crediticios (La Porta et al. 1997, 1998, 2000; Beck y Levine 2003). Ello no sorprende ya que las instituciones legales ejercen una función evidente en las “reglas del juego” que rigen la interacción entre las

<sup>1</sup> En Uruguay, por ejemplo, los activos se clasifican según la fecha de pignoración. Por lo tanto, para poder determinar si un activo fue utilizado como garantía anteriormente, debe saberse la fecha en que fue pignoralo, lo cual socava el valor del registro. Análogamente, en Bolivia los activos se clasifican cronológicamente y todo el archivo debe examinarse para saber si un determinado activo ha sido dado en prenda. La consulta de estos registros exige autorización previa y por lo tanto el proceso es complejo y se presta a corrupción. En registros modernos, la búsqueda puede efectuarse en función del nombre del prestatario, la fecha de pignoración, el nombre del prestamista, el número de serie y otras características.

**CUADRO 12.1 | PROTECCIÓN A LOS ACREEDORES EN AMÉRICA LATINA, FINES DE LOS AÑOS NOVENTA**

País	Derechos de los acreedores	Imperio de la ley	Derechos efectivos de los acreedores
Argentina	0,00	0,50	0,00
Bolivia	0,00	0,40	0,00
Brasil	0,25	0,46	0,12
Chile	0,50	0,75	0,38
Colombia	0,00	0,37	0,00
Costa Rica	0,50	0,65	0,33
Ecuador	0,25	0,38	0,10
El Salvador	0,25	0,42	0,11
Guatemala	0,00	0,35	0,00
Honduras	0,25	0,35	0,09
Jamaica	0,25	0,45	0,11
México	0,00	0,44	0,00
Panamá	0,50	0,51	0,26
Paraguay	0,25	0,34	0,09
Perú	0,25	0,41	0,10
República Dominicana	0,25	0,45	0,11
Trinidad y Tobago	0,25	0,58	0,15
Uruguay	0,50	0,61	0,31
Venezuela	0,50	0,35	0,18
Promedio América Latina	0,25	0,46	0,12
Promedio OCDE	0,47	0,85	0,40
Promedio otras economías emergentes	0,73	0,50	0,38

*Nota:* Los derechos de los acreedores, el imperio de la ley y los derechos efectivos de los acreedores se normalizaron en una escala 0-1. Los derechos efectivos de los acreedores es el producto entre los derechos de los acreedores y el imperio de la ley. Cuanto más alto es el número, mejor es la medida.

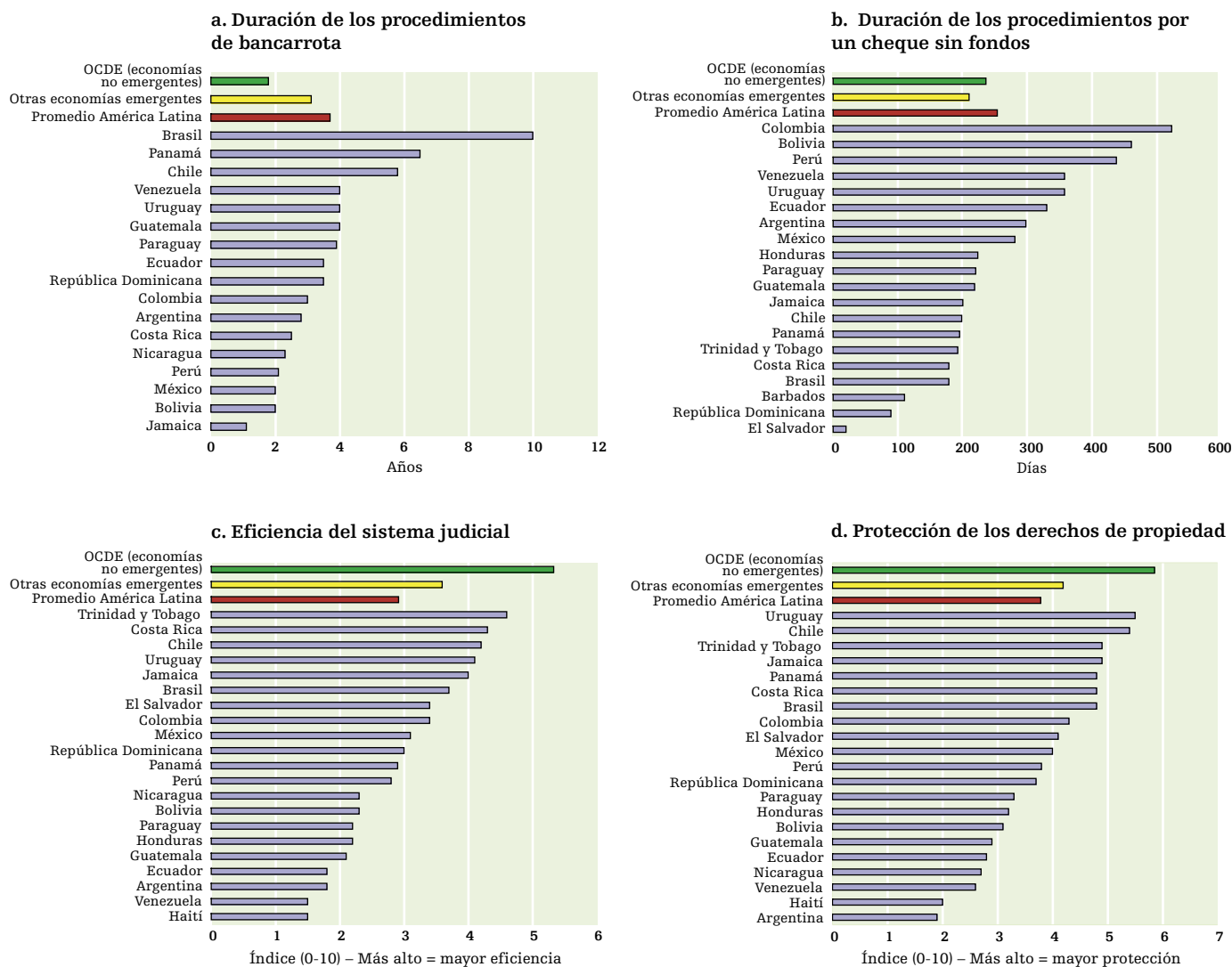
*Fuente:* Para el índice de los derechos de los acreedores, La Porta et al. (1997, 1998) y Galindo y Micco (2001); para el imperio de la ley, Kaufman, Kraay y Mastruzzi (2003).

personas que suscriben acuerdos financieros. El marco subyacente se deduce naturalmente de la evolución de la teoría sobre las finanzas corporativas. De hecho, en el estudio de Modigliani y Miller (1958) se da por sentado que el endeudamiento y el patrimonio confieren a los acreedores y accionistas un derecho sobre los futuros flujos de caja; y en Jensen y Meckling (1976) se reconoce que personas con acceso privilegiado pueden utilizar estos recursos en beneficio propio. Por lo tanto, el endeudamiento y la emisión de acciones deben considerarse como contratos que otorgan a los inversionistas ajenos a la empresa un derecho a los flujos de caja. En consecuencia, las leyes y el rigor con que se aplican son elementos críticos en la determinación de los derechos de los tenedores de valores, y en el funcionamiento del sistema financiero. En otras palabras, las leyes y su aplicación guardan relación con la medida en que personas vinculadas con la empresa (como los directivos y los

accionistas mayoritarios) pueden expropiar los activos de los inversionistas (como los acreedores y accionistas minoritarios) que son los que asumen el riesgo de financiar la empresa. Desde esa perspectiva, incrementar la protección de los acreedores amplía el alcance y la profundidad del mercado crediticio al dificultar la expropiación.<sup>2</sup>

La opinión a favor de una regulación orientada a los acreedores se apoya en estudios sobre la función de las garantías en los contratos financieros (véase un resumen en Galindo 2001). Una característica esencial de los derechos de los acreedores se relaciona con el derecho de requisar los activos dados en prenda. Las garan-

<sup>2</sup> Véase La Porta et al. (2000). Himmelberg, Hubbard y Love (2000) desarrollan un modelo teórico en que una mayor protección efectiva de los inversionistas reduce el costo del capital, mejora su asignación y fomenta la inversión y el crecimiento.

**GRÁFICO 12.1** Ambiente institucional

*Fuente:* Para la duración de los procedimientos de bancarrota y aquellos por un cheque sin fondo, Banco Mundial (2003); para la eficiencia del sistema judicial y la protección de los derechos de propiedad, Foro Económico Mundial (2003).

tías resuelven una serie de problemas que se presentan en los contratos financieros si hay incertidumbre acerca del rendimiento del proyecto o si la información de los bancos y los empresarios es asimétrica (Coco 2000). Por ejemplo, si el valor de la garantía es menos incierto que el rendimiento esperado del proyecto, dar un activo en prenda reduce los problemas de valoración asimétrica y el costo del crédito. Asimismo, la garantía puede reducir el racionamiento al proporcionar información acerca de los prestatarios y el proyecto, ya que los empresarios con proyectos riesgosos optarán por no constituir garantías. Análogamente, pueden reducirse los problemas de riesgo moral porque el requisito de una garantía crea un costo potencial para los prestatarios “flojos” y los

que realizan inversiones que son excesivamente riesgosas si se tiene en cuenta la tasa de interés acordada.

Las conclusiones teóricas acerca de la función que desempeñan las garantías para aliviar estos problemas se basan en el supuesto de que el acreedor pueda requisar los activos pignorados en caso de incumplimiento. Es decir, se supone que un tercero estará dispuesto a proteger y a hacer que se ejecute la garantía real del acreedor en el contrato de endeudamiento. El derecho a requisar activos pignorados y la eficiencia con que dichos activos son expropiados pueden servir para asegurar que los prestatarios no cometerán actos inapropiados y alinear los incentivos de los prestatarios con las cláusulas del contrato. Si los prestamistas consideran que las normas

no los protegen, y que la posibilidad de requisar los activos pignorados es incierta, es probable que prefieran no conceder crédito porque el riesgo de bancarrota reducirá sus ingresos esperados. En esas circunstancias habrá racionamiento del crédito. Por lo tanto, es de prever que los países que ofrecen un mayor grado de protección a los acreedores tendrán mercados de crédito más profundos, porque aprovechan el uso de garantías para atenuar problemas derivados de la incertidumbre y la asimetría de la información. Por consiguiente, los partidarios de normas orientadas a los derechos de los acreedores sostienen que de no protegerse el derecho de requisar activos dados en prenda en caso de incumplimiento del deudor, las garantías dejarán de ejercer una importante función para resolver problemas que pueden dar lugar al racionamiento del crédito y la subinversión.

Los estudios teóricos sobre el papel de los derechos de los acreedores en el desarrollo financiero no reconocen una sola posición. En Padilla y Requejo (2000) se contraponen los argumentos de los distintos puntos de vista. Una visión crítica alternativa sugiere que la rigurosa protección de los acreedores pueda ser eficiente ex ante, pero ineficiente ex post. El argumento es que una vez que se manifiesta la incertidumbre implícita en el proyecto de inversión y el prestatario se declara en incumplimiento, hay dos posibilidades: enajenar los activos del proyecto para reembolsar a los acreedores o llegar a un acuerdo y seguir adelante con el proyecto. Si el derecho de requisar activos pignorados está estrictamente protegido, es posible que el prestatario no pueda continuar con su proyecto sin el consentimiento del acreedor. Siempre que el valor de liquidación de los activos sea mayor que el valor del proyecto, proteger rigurosamente los derechos del acreedor es eficiente. No obstante, ser eficiente para seguir adelante con el proyecto de inversión, una normativa orientada a los acreedores puede dar lugar a la subinversión.

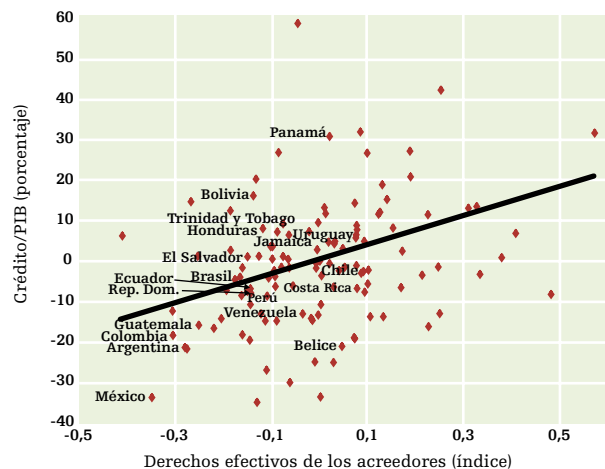
Padilla y Requejo (2000) subrayan que la eficiencia ex ante de los derechos de los acreedores también es discutible. Uno de los argumentos es que fortalecer los derechos de los acreedores posiblemente reduzca los incentivos para asumir riesgos, lo cual cohibe la actividad empresarial y la demanda de crédito. El otro es que si los acreedores están protegidos contra el incumplimiento tienen menos incentivos para evaluar los proyectos detenidamente y desalentar a inversionistas excesivamente optimistas. En consecuencia, en un entorno en que los derechos de los acreedores se protegen energicamente, es posible que se financien demasiados proyectos no rentables, lo cual se traduce en una mayor proporción de préstamos vencidos o morosos y empresas insolventes en equilibrio.

Es importante recalcar que el punto de vista contrario no cuestiona la necesidad de que las leyes y las normas se apliquen con eficiencia. Esa característica se considera esencial para resolver todo tipo de comportamientos oportunistas que se presentan en los contratos financieros. El desacuerdo tiene que ver, más bien, con la importancia de las leyes orientadas a los acreedores. El enfoque coasiano implica, por ejemplo, que el contenido de la legislación no importa sino que es suficiente hacer cumplir los contratos privados porque las partes los diseñarán de modo de reducir el comportamiento oportunista. Sin embargo, en la medida en que hacer cumplir un contrato privado presenta dificultades, la promulgación de leyes específicas que ofrezcan un marco para los contratos financieros (aunque en un entorno más rígido) puede mejorar el funcionamiento del mercado financiero.

Como es habitual en economía, la importancia y la aplicación de la normativa sobre los derechos de los acreedores es, en última instancia, un asunto empírico. En varios estudios de investigación la protección de los derechos de los acreedores se vincula empíricamente con el desarrollo financiero (véanse por ejemplo La Porta et al. 1997, 1998; Padilla y Requejo 2000, y Galindo y Micco 2001). El indicador de estos derechos en La Porta et al. se ha empleado en varios estudios que examinan una serie de cuestiones importantes. Los investigadores han analizado cómo la normativa sobre los derechos de los acreedores incide en el tamaño del mercado crediticio y han estudiado los factores determinantes de esos derechos. Concluyen que los sistemas jurídicos basados en la tradición del derecho civil, como los de los países de América Latina, tienden a proteger menos a los acreedores y más a los deudores, que sistemas que se sustentan en la tradición del derecho consuetudinario (*common law*). Diversos estudios de investigación al respecto llegan a conclusiones similares.<sup>3</sup>

En el gráfico 12.2, que resume los resultados de estudios especializados sobre la protección de los acreedores y el desarrollo financiero, se aprecia la estrecha relación entre la protección efectiva de los derechos de los acreedores y la magnitud de los mercados financieros. La principal conclusión es que la calidad de la protección legal incrementa la capacidad de los acreedores para realizar actividades en entornos riesgosos, y fomenta el desarrollo del mercado crediticio. Son varias las razones.

<sup>3</sup> La Porta et al. (1997, 1998), Padilla y Requejo (2000) y Galindo y Micco (2001) demuestran que la protección de los acreedores puede tener un efecto sobre el tamaño de los mercados financieros, el nivel de las tasas de interés y el volumen de préstamos no redituables.

**GRÁFICO 12.2** Crédito/PIB y derechos efectivos de los acreedores

Nota: Las variables están ajustadas por el logaritmo del PIB, las tasas promedio de inflación durante los años noventa y las tasas de crecimiento real promedio del PIB durante los años noventa.

Fuente: Cálculos del BID.

Desde el punto de vista del análisis anterior, el grado de desarrollo de los mercados crediticios se acrecienta porque las protecciones incrementan el valor implícito de las garantías e, inversamente, reducen los costos de liquidación en caso de incumplimiento del prestatario. Una protección menor, por ejemplo, reduce las posibilidades de poder requisar los activos dados en prenda a un bajo costo y, por lo tanto, disminuye el rendimiento esperado del acreedor en caso de incumplimiento. El aumento del riesgo crediticio reduce el tamaño de los mercados crediticios. En resumen, teniendo en cuenta factores pertinentes como la inflación, el crecimiento económico rezagado y el tamaño de la economía, la mayoría de los estudios empíricos concluye que existe una fuerte correlación entre la protección de los acreedores y el desarrollo del sector financiero.<sup>4</sup>

Las instituciones informales –no solo las de tipo formal– también son necesarias para el desarrollo financiero. Este tema se analiza en el recuadro 12.1.

## PROTECCIÓN DE LOS ACREEDORES Y ACCESO AL CRÉDITO

Las asimetrías de información tienden a incrementar las restricciones financieras de acreedores más pequeños que cuentan con menos activos para constituir garantías. Existen abundantes pruebas empíricas de que la magnitud del prestatario es un factor determinante de las restricciones financieras. Esta afirmación se basa sobre todo en la idea de que, a diferencia de las empresas

grandes, los prestatarios más pequeños no tienen la capacidad interna para realizar muchas de las funciones de asignación del capital que realizan los mercados financieros. Por lo tanto, el desarrollo financiero puede tener un efecto desmesurado sobre las empresas pequeñas.

En la presente sección se analiza cómo el grado de protección de los derechos del acreedor afecta el acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas (PyME). Los resultados proceden del estudio de Galindo y Micco (2004b), quienes utilizan una encuesta de empresas a escala internacional para examinar la función de la protección de los acreedores sobre el acceso al crédito de PyME.<sup>5</sup> Concretamente, los autores someten a prueba la hipótesis de que la proporción de inversión que las empresas financian con crédito bancario depende de protecciones a los acreedores, y de qué manera dicha relación se ve afectada por el tamaño de las empresas.<sup>6</sup>

Los resultados se presentan en los gráficos 12.3 y 12.4. En el gráfico 12.3 se indica la diferencia estimada entre el financiamiento bancario que obtienen las PyME con respecto al que reciben empresas grandes, en función del grado de protección de que gozan los acreedores en los distintos países.<sup>7</sup> Puede apreciarse cómo varía la diferencia en la proporción del financiamiento bancario entre empresas pequeñas y grandes

<sup>4</sup> Galindo y Micco (2004) sostienen que este resultado sigue siendo válido independientemente (en gran medida) del indicador que se utilice como variable sustitutiva de la capacidad de suscribir contratos.

<sup>5</sup> La encuesta del Banco Mundial sobre el entorno empresarial mundial fue un estudio multinacional a nivel de las empresas que se realizó en 2000 en 54 países desarrollados y en desarrollo. La encuesta recopiló datos sobre las características de las empresas y las evaluaciones de los empresarios de cuestiones como el acceso a los mercados financieros. Entre los usuarios que han utilizado esta base de datos para someter a prueba las restricciones del crédito que enfrentan las PyME se cuentan Clarke et al. (de próxima publicación), que analizan si la profunda penetración de los bancos extranjeros afecta el acceso al crédito de empresas más pequeñas, y Love y Mylenko (2003), que examinan si la información sobre los registros del crédito afecta las restricciones del financiamiento de esta categoría de empresas. Galindo y Micco (2004b) adoptan un enfoque similar al de estos dos estudios.

<sup>6</sup> En la encuesta, las empresas se clasifican en tres grupos. Las que cuentan con menos de 50 empleados se consideran pequeñas, las que tienen más de 50 empleados pero menos de 500 son de tamaño mediano, y las que tienen más de 5000 empleados se consideran grandes.

<sup>7</sup> Los resultados corresponden a estimaciones Tobit. Dado que en estas regresiones la variable dependiente está naturalmente truncada entre 0 y 1 (la proporción de inversión financiada con crédito bancario), se estima el modelo empírico a partir de un modelo Tobit convencional de dos límites. El modelo empírico se estima utilizando un error estándar por conglomerados, y los autores tienen en cuenta características específicas de las empresas así como efectos fijos de los países.

**RECUADRO 12.1 | EL PAPEL DE LAS INSTITUCIONES INFORMALES EN EL DESARROLLO FINANCIERO**

Además del marco jurídico, otras instituciones afectan el funcionamiento y el desarrollo de los mercados financieros. Recientemente, los economistas han prestado atención a las denominadas “instituciones informales”, como la confianza y el capital social, y sus repercusiones sobre el desempeño económico. En Fergusson (2004) se ofrece una reseña de los estudios que se han publicado sobre ese tema. Supuestamente, las instituciones informales son menos importantes en sociedades modernas en que las reglas formales, como el marco jurídico, son la clave del intercambio. No obstante, según North (1990), “las restricciones informales también son características generalizadas en las economías modernas” y, según estudios empíricos, el nivel de confianza de los países está positivamente correlacionado con los resultados económicos que obtienen.

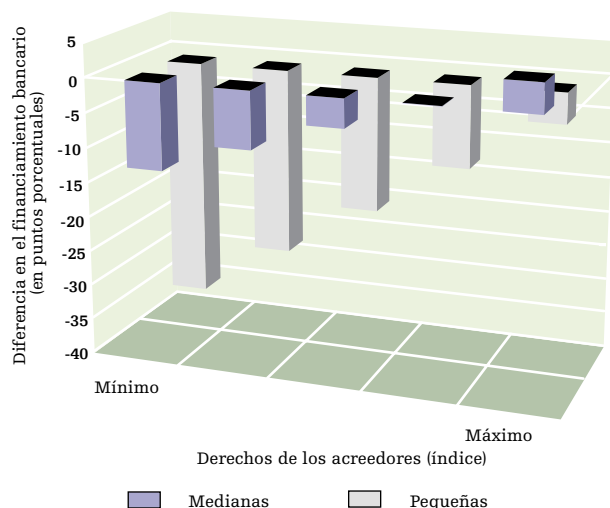
La teoría en que se basa la importancia de la confianza en los resultados económicos es relativamente sencilla. La confianza asegura a las personas que los demás cooperarán. Por lo tanto, ejerce una función importante permitiendo que cooperen personas que tienen pocas oportunidades para conocerse. Ello implica que la confianza reviste especial importancia para respaldar la cooperación entre organismos grandes, como el gobierno, las grandes empresas o mercados de gran alcance. Asimismo, implica que la confianza desempeña una función central para garantizar el cumplimiento de los contratos financieros. De hecho, según Guiso, Sapienza y Zingales (2000, p. 1), “los contratos financieros son los instrumentos más confiables por excelencia”. En un contrato financiero una suma de dinero se entrega a cambio de una promesa de recibir en el futuro un monto de dinero mayor. La operación solo puede ocurrir si la parte que otorga el financiamiento confía en el prestatario. Si el cumplimiento de los contratos formales es adecuado y se incluyen cláusulas sobre garantías, dicha promesa se vuelve más creíble. Por lo tanto, la confianza reviste especial importancia cuando las instituciones jurídicas presentan fallas en su diseño o no se respetan rigurosamente. No obstante, debido a que los contratos financieros son incompletos, incluso en un entorno en que se aplican rigurosamente, debe haber una asociación positiva entre la magnitud y la eficiencia de los mercados financieros y el nivel de confianza

(Guiso, Sapienza y Zingales 2000; Calderón, Chong y Galindo 2002).

En un estudio sobre Italia, Guiso, Sapienza y Zingales (2000) consideran los efectos del capital social en el desarrollo financiero a partir de datos sobre los hogares y las empresas. Los resultados ponen de manifiesto que el capital social está estrechamente vinculado con el desarrollo financiero. Concretamente, un alto nivel de confianza está correlacionado con una menor inversión de los hogares en activos líquidos, una mayor inversión en acciones, un mayor uso de cheques, un mayor acceso al crédito institucional y un menor recurso al crédito informal. Además, las empresas tienen mayor acceso a los mercados formales en zonas de alta confianza. Aunque es especialmente crítica cuando la aplicación de la normativa legal es deficiente, la confianza sigue siendo una variable significativa, incluso cuando se tiene en cuenta la eficacia de la calidad de los tribunales.

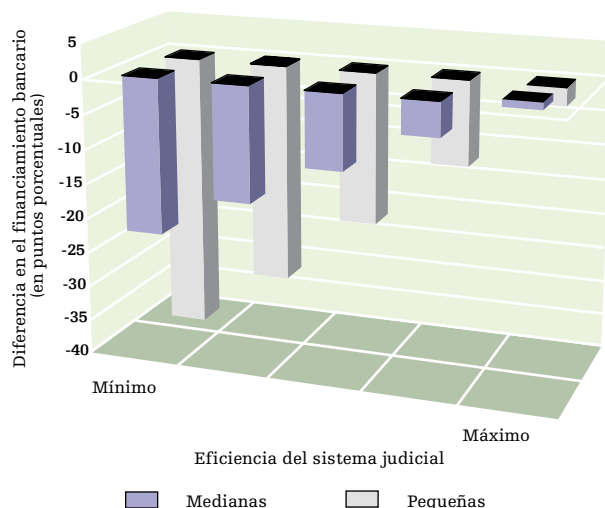
¿Se observan las mismas tendencias en otros países? Calderón, Chong y Galindo (2002) sostienen inequívocamente que la respuesta es afirmativa. Concluyen que la confianza tiene un efecto positivo de gran magnitud económica sobre el tamaño y la actividad de los intermediarios financieros, la eficiencia de los bancos comerciales y el grado de desarrollo del mercado bursátil y de bonos. Además, estos resultados siguen siendo válidos cuando se tienen en cuenta factores determinantes clave como el tamaño de la economía, el capital humano, la inflación y, sobre todo, el rigor con que se aplica la ley. Los resultados no varían cuando se modifica la especificación en un análisis formal de sensibilidad o se tienen en cuenta cuestiones relacionadas con la causalidad en sentido contrario. Los autores aseveran que “la confianza parece ser un complemento clave de las instituciones formales cuando una sociedad hace caso omiso del Estado de Derecho y, viceversa, cuando la sociedad inspira poca confianza, es especialmente crítico que se desarrollen instituciones formales que ayuden a fomentar el Estado de Derecho”.

En resumen, existen abundantes pruebas de que tanto las instituciones formales como las informales ejercen una función importante en el desarrollo financiero.

**GRÁFICO 12.3** Brecha en el acceso al crédito de las PyME y protección de los acreedores

*Nota:* Los valores son las diferencias en el financiamiento bancario comparado con las empresas grandes.  
*Fuente:* Galindo y Micco (2004b).

cuando cambian los valores del índice de la protección efectiva de los derechos de los acreedores, y cómo varía la diferencia en la proporción del financiamiento que obtienen empresas medianas y grandes, también en función de los distintos valores del índice de la protección efectiva de los derechos de los acreedores. En países en que el valor de dicho índice es bajo, las empresas pequeñas obtienen un volumen de crédito mucho menor que las empresas grandes. La magnitud de la disparidad en dicha proporción entre empresas pequeñas y grandes disminuye a medida que el indicador de la protección del acreedor aumenta. Si bien la discrepancia entre el financiamiento bancario de empresas medianas y grandes no es considerable, también decrece a medida que aumenta el índice. En el gráfico 12.4 se presentan resultados similares, pero utilizando un indicador de la eficiencia judicial como variable sustitutiva del entorno en que se suscriben contratos, en lugar del índice de la protección efectiva de los derechos de los acreedores. Para apreciar intuitivamente la magnitud de estos resultados, debe considerarse un país en el vigésimo percentil en cuanto a la protección efectiva de los acreedores, en que la diferencia entre el financiamiento bancario de empresas pequeñas y grandes asciende a casi 30 puntos porcentuales, y entre empresas medianas y de gran magnitud es de casi 10 puntos porcentuales. A medida que aumenta la protección efectiva de los derechos de los acreedores, la brecha se cierra. De hecho, de acuerdo con las estimaciones, la diferencia entre el crédito

**GRÁFICO 12.4** Brecha en el acceso al crédito de las PyME y eficiencia del sistema judicial

*Nota:* Los valores son las diferencias en el financiamiento bancario comparado con las empresas grandes.  
*Fuente:* Galindo y Micco (2004b).

bancario de empresas pequeñas y grandes en países en que la protección de los acreedores es alta (percentil 75) es de solo 18 puntos porcentuales, en tanto que la variación entre empresas medianas y grandes es de solo cuatro puntos porcentuales.

En comparación con empresas grandes, las PyME financian una proporción significativamente menor de la inversión con crédito bancario. En realidad, la proporción del crédito bancario de las empresas más pequeñas es, en promedio, menor que la de las empresas de tamaño mediano. Cabe señalar que ello es perfectamente normal dados los mayores riesgos y costos administrativos que entraña conceder crédito a empresas pequeñas. Lo que debe destacarse es que la brecha del financiamiento parece reducirse a medida que aumenta la protección de los acreedores porque disminuye parte del riesgo. Incluso en países en que los acreedores están muy protegidos y los mercados financieros son profundos, la brecha permanecerá. Sin embargo, la medida en que las empresas más pequeñas enfrentan restricciones depende de la calidad del marco regulatorio, lo cual hace pensar que en países en que los derechos de los acreedores están protegidos (y se ejercen), las empresas más pequeñas gozan de un mayor acceso al crédito bancario para financiar sus inversiones.

Es importante recalcar que además de incrementar la disponibilidad de financiamiento externo para todo tipo de empresas, la estricta protección de los derechos de propiedad incrementa la eficiencia de su asignación.

Las empresas que realizan operaciones en mercados donde los derechos de los acreedores no están bien definidos, o no se aplican rigurosamente, por ejemplo, tienden a invertir más en activos fijos que en activos intangibles puesto que es relativamente más fácil obtener un rendimiento de activos tangibles cuando los derechos de propiedad no están bien establecidos (véase Claessens y Laeven 2003a).

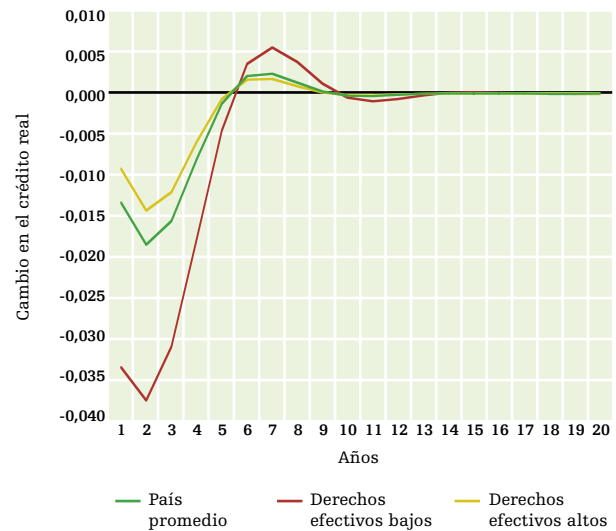
Las pruebas que se presentan en esta sección sugieren que la protección de los acreedores tiende a reducir las restricciones de financiamiento que enfrentan los acreedores pequeños y de tamaño mediano, aunque aun en países sumamente desarrollados desde el punto de vista financiero se observará una brecha. La posibilidad de poder constituir garantías es quizás sustancialmente más importante para empresas sin acceso a los mercados internos de capital o a otros tipos de mercados financieros formales. Por consiguiente, toda reforma que tenga por objeto mejorar la protección de los acreedores puede no solo incrementar el tamaño de los mercados financieros y fomentar el crecimiento económico, sino también incidir significativamente en la asignación del crédito y la distribución del ingreso.

## PROTECCIÓN DE LOS ACREEDORES Y ESTABILIDAD FINANCIERA

Además de fomentar el desarrollo de los mercados crediticios en general y reducir las restricciones que enfrentan deudores pequeños y de tamaño mediano en particular, la protección de los acreedores puede reducir también los efectos de shocks adversos sobre el ciclo crediticio. Si los derechos de los acreedores están protegidos, cuando la economía enfrenta un shock negativo que incrementa el riesgo crediticio, el grado de contracción del crédito dependerá de las normas que rigen la requisición de activos pignorados. Si los acreedores no tienen la posibilidad de recuperar dichos activos en caso de incumplimiento, es probable que el riesgo crediticio aumente durante una recesión. En ese caso, la reacción del mercado crediticio al shock exógeno será excesiva y se registrará una contracción del crédito.

En el gráfico 12.5 se resume la información empírica sobre la forma en que la falta de protección a los acreedores incrementa la volatilidad del mercado crediticio. Asimismo se indica cómo reacciona el crédito frente a un shock externo en un país donde la protección de los acreedores se sitúa en el promedio, en uno donde la protección de que gozan los acreedores es inferior a esta media y en uno donde esta protección es mayor que la media. Es evidente que, después de un shock negativo

**GRÁFICO 12.5** Respuesta del crédito real a shocks externos



*Nota:* El gráfico muestra la función impulso-respuesta de un modelo cuasi-VAR que incluye crédito, PIB y un shock externo.

*Fuente:* Galindo, Micco y Suárez (2004).

de la misma magnitud, el crédito se contrae mucho más en un país donde la protección de los acreedores es baja en relación con un país donde los acreedores gozan de una fuerte protección.<sup>8</sup>

Galindo, Micco y Suárez (2004) analizan la relación entre las fluctuaciones del crédito y los shocks en un estudio econométrico formal, y concluyen que un aumento de casi cualquiera de las variables sustitutivas de la protección legal reduce la amplitud del ciclo del crédito real. Además, observan que países cuyo sistema jurídico es de origen francés tienden a ser mucho más volátiles que países basados en el derecho inglés (*common law*). Los resultados de estos autores implican que el crédito es más estable en países donde los acreedores están altamente protegidos por la ley. Por una parte, cuando los mercados crediticios son objeto de shocks negativos, los acreedores de países que no están bien protegidos por la ley incurren en fuertes pérdidas porque no pueden requisar y enajenar los activos pignorados. Esas pérdidas se traducen en una fuerte contracción del crédito. Por otra parte, cuando los shocks son positivos, el crédito aumenta más en estos últimos paí-

<sup>8</sup> El indicador de la protección de los acreedores utilizado en este ejercicio es el de los derechos efectivos de los acreedores. Los países donde la protección de que gozan los acreedores se califica como alta o baja están respectivamente, por debajo o por encima de la media del indicador de los derechos efectivos.

ses que en otros porque el shock ofrece una oportunidad para contrarrestar las pérdidas registradas durante fases descendentes. El crédito es más estable en países donde la protección legal es fuerte porque los acreedores enfrentan costos de liquidación más bajos y, por lo tanto, registran pérdidas menores que en países donde esa protección no existe.

La principal explicación intuitiva de estos resultados es que la falta de protección de los acreedores reduce los flujos de caja que genera una cartera de préstamos, y puede exacerbar el aumento del riesgo crediticio que ocurre durante una recesión. Cuando se produce un shock negativo –por ejemplo, una reducción de los términos de intercambio o un cambio de sentido de los flujos internacionales de capital– y los acreedores no están protegidos, estos reducen desmesuradamente su concesión de crédito porque el shock disminuye las posibilidades de que sus préstamos sean reembolsados y de que puedan requisarse las garantías correspondientes.

### ¿CÓMO DEBEN ABORDARSE LAS INSTITUCIONES DEFICIENTES?

Muchos estudios empíricos respaldan la idea de que la adopción permanente y la aplicación de normas jurídicas claras para proteger a los acreedores tienen un efecto positivo sobre los mercados financieros. No obstante, la pregunta fundamental es: ¿por qué algunos países tienen buenas leyes e instituciones y otros no? Los estudios especializados sobre el derecho y las finanzas subrayan que las diferencias suelen remontarse al origen de los códigos legales (véase Fergusson 2004).

La idea básica de esta hipótesis es que las leyes de un país son en gran medida trasplantadas (ya sea por conquista, imperialismo o imitación) de unas pocas ramas o tradiciones jurídicas (véase La Porta et al. 1998). Las tradiciones de más amplio alcance son el derecho inglés (*common law*) y el derecho civil romano, que abarca tres ramas: la francesa, la alemana y la escandinava. El derecho civil surgió en Europa como parte del control limitado que los soberanos ejercían sobre sus súbditos, en tanto que el derecho consuetudinario nació en Inglaterra como mecanismo para proteger a los súbditos de la monarquía (véase en el recuadro 12.2 el análisis sobre la evolución de los códigos jurídicos). El derecho civil se basa en gran medida en la labor de juristas que formulan sus reglas, estatutos y códigos, en tanto que el derecho consuetudinario es el producto de jueces que resuelven diferendos específicos sobre la base de casos similares anteriores, no de estudios de los juristas. Desde esa perspectiva, se sostiene que el derecho consue-

tudinario favorece la propiedad privada a expensas del Estado, y se adapta mejor que el derecho civil a cambios coyunturales. Beck y Levine (2003) denominan estas características, respectivamente, mecanismos políticos y de adaptación. Suponiendo que ambas características afectan al desarrollo financiero, puede afirmarse que el origen de las leyes ejerce influencia en las finanzas. El nacimiento de instituciones más o menos favorables al desarrollo financiero debe estudiarse en el contexto del proceso histórico que condujo a la adopción de determinados sistemas jurídicos.

¿Debe concluirse, entonces, que los países de derecho civil están destinados a fracasar? No necesariamente. Incluso los regímenes de derecho civil pueden adaptarse. Beck, Demirgüç-Kunt y Levine (2002) examinan el mecanismo mediante el cual el origen legal afecta a las finanzas y llegan a la conclusión de que el principal cauce es el de la adaptación. Señalan que “aquellos sistemas jurídicos que se adaptan eficientemente para reducir la brecha entre las necesidades financieras de la economía y la capacidad del sistema legal fomentan el desarrollo financiero con mayor eficacia que sistemas más rígidos” (p. 31). Además señalan que aunque el ajuste es más fácil en países con un régimen de derecho consuetudinario, no hay sólidas pruebas empíricas de que los países de derecho civil no puedan adaptar su regulación e instituciones.<sup>9</sup>

### REPERCUSIONES DE POLÍTICA

Pese a la importancia que reviste reformar el marco de transacciones garantizadas, es poco lo que se ha hecho al respecto en América Latina. Es de conocimiento común que muchos países latinoamericanos han emprendido intensos procesos de reforma en los últimos 15 años y muchas de estas reformas han tenido por objeto incrementar la magnitud y la estabilidad del mercado crediticio. Se han liberalizado los mercados financieros y se han efectuado modificaciones radicales en la regulación prudencial y la supervisión. No obstante, debido a la falta de reformas en las instituciones subyacentes, como las que se han analizado en este capítulo, muchas de las reformas para liberalizar los mercados financieros han resultado en gran parte infructuosas.<sup>10</sup> La liberalización financiera, sobre todo de los mercados fi-

<sup>9</sup> Véase Fergusson (2004) donde se presenta una reseña de las teorías sobre el desarrollo institucional.

<sup>10</sup> Véase Galindo, Micco y Ordoñez (2002b), quienes analizan cómo la falta de desarrollo institucional ha obstaculizado la liberalización financiera en América Latina.

**RECUADRO 12.2 | EL ESTABLECIMIENTO DE CÓDIGOS LEGALES**

En los estudios de La Porta et al. (1999) y Glaeser y Shleifer (2002) se sostiene que los códigos legales se establecieron como forma eficiente de hacer frente al grado de poder político que ejercían los señores feudales de los países. En Francia estos señores feudales se temían entre sí más de lo que temían al rey; por lo tanto, era importante centralizar la tarea de resolver diferencias asignándola al monarca. En Inglaterra, donde los *lords* eran menos poderosos, era más eficiente resolver conflictos localmente y ello no representaba una amenaza para el rey.

Beck y Levine (2003) analizan la evolución histórica de las instituciones legales y explican que existe un cierto grado de desacuerdo entre los historiadores y los juristas acerca del desarrollo de la tradición legal en Europa. En Francia, a partir del siglo XV el sistema jurídico empezó a volverse fragmentado y corrupto, dando lugar a la falta de prestigio e integridad que caracterizó a la autoridad judicial en el siglo XVIII. La Revolución Francesa procuró elevar el Estado por encima de los tribunales y eliminar la jurisprudencia. La intención de Napoleón de unificar y fortalecer el Estado se basaba en la teoría de que los jueces tendrían un margen reducido para ejercer poderes discrecionales si el código civil fuese cabal y perfectamente claro. Pese a que este objetivo ha sido ampliamente reconocido, los autores afirman que la medida en que se alcan-

zó esa meta ha sido objeto de polémica. De hecho, algunos catedráticos sostienen que se trató de una desviación en gran medida teórica de una tradición basada en la jurisprudencia y que, en la práctica, la discreción judicial siguió desempeñando una función central. Otros expertos afirman que el marco relativamente rígido que se erigió tuvo efectos reales y, al respecto, citan el efecto positivo de “reglas inequívocas” de fácil verificación, como los dividendos obligatorios y los requisitos de encaje (Glaeser y Shleifer 2002).

En el caso de Alemania, Beck y Levine (2003) demuestran que, si bien la codificación durante el régimen de Bismarck tuvo por objeto unificar el país y conferir mayor poder al Estado central, el enfoque con respecto a la jurisprudencia fue distinto. De hecho, a diferencia del código napoleónico, el alemán se diseñó para ir evolucionando y aceptaba el papel de la jurisprudencia. El desarrollo histórico del derecho consuetudinario británico (*common law*) ha sido muy estudiado. Existe un amplio acuerdo en que la evolución de esta tradición se caracterizó por la importancia de situar la ley por encima de la monarquía, defender la propiedad privada y asignar principalmente a los jueces la tarea de configurar las leyes sobre una base práctica, en lugar de seguir un marco jurídico más rígido y formal.

nancieros internos (mediante la liberación de los topes de tasa de interés y la eliminación del crédito dirigido), solo puede tener un efecto positivo en países donde se protegen y se respetan los derechos de los acreedores. Esta protección permite a los prestamistas aprovechar la liberalización porque les confiere los instrumentos necesarios para hacer frente al riesgo crediticio. Sin embargo, como consecuencia de la falta de reformas en las instituciones subyacentes, los mercados financieros de la región siguen siendo relativamente pequeños y volátiles, sobre todo con respecto a las economías de otros mercados emergentes.

Son varias las razones que explican las deficiencias de las reformas emprendidas en este ámbito. Primero, las reformas necesarias para lograr un marco adecuado de protección de los acreedores no se limitan a un elemento específico. Además de las reformas necesarias de las normas y reglas sobre la requisición de activos dados en prenda en los distintos códigos legales –con toda la complejidad que ello suele entrañar en países de dere-

cho civil– también debe agilizarse el sistema judicial y esa tarea es probablemente más importante. A fin de alcanzar estos objetivos, varios analistas han formulado principios sobre un marco adecuado para realizar operaciones garantizadas con bienes inmuebles, y el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo ha redactado algunos principios básicos para que las operaciones garantizadas sean objeto de un marco reglamentario eficiente (recuadro 12.3). En dichos principios se establece claramente que es necesario contar con arreglos extrajudiciales que garanticen que los derechos de los acreedores se ejecuten en forma puntual, eficaz y a un costo relativamente bajo. Sin embargo, la tradición del derecho civil limita la medida en que ello sea factible. No obstante, aunque eso acarrea dificultades para los legisladores, la tarea de lograr una reforma satisfactoria no es imposible. Pese a estos inconvenientes, países de Europa del Este como Rumania y Estonia han podido llevar muchos de estos principios a la práctica.

Segundo, al decidir si se debe emprender este tipo

**RECUADRO 12.3 | PRINCIPIOS RELATIVOS A LAS TRANSACCIONES GARANTIZADAS**

1. Las garantías deben poder constituirse rápidamente y a un costo bajo y previsible.
2. Debe facilitarse el acceso a la información en los registros.
3. Debe incluirse una definición amplia del alcance de los derechos (tanto tangibles como intangibles) que pueden utilizarse para constituir una garantía. (Con frecuencia, la legislación reconoce únicamente como garantías a los activos que puedan identificarse en el momento en que se desea constituir la garantía, y excluye la propiedad como cuentas por cobrar, flujos futuros y los gastos variables sobre los activos de la empresa).
4. Todas las modalidades de deuda y tipos de acreedores deben poder beneficiarse del marco.
5. Deben simplificarse los trámites de registro de las garantías mediante la adopción de un sistema

de notificación por archivos (en lugar de un sistema de registro de documentos) y mediante el uso de tecnología, y normalizando los procedimientos de los distintos tipos de garantía.

6. Deben establecerse normas claras con respecto al orden de prelación de los acreedores.
7. Deben crearse garantías y derechos preferenciales inmunes a la bancarrota.
8. Deben establecerse procedimientos extrajudiciales para asegurar que las garantías puedan ejecutarse puntualmente, a bajo costo y en forma eficaz.

*Fuente:* Resumen basado en los principios del Banco Europeo de Reconstrucción y Fomento y otras fuentes, <http://www.ebrd.org/>.

de reformas, las autoridades enfrentan un problema considerable de política económica (véase Fergusson 2004). Aunque se reconoce, en cierta medida, la importancia de reformar este tipo de regulaciones e instituciones, también se presta a gran confusión. El público podría concluir que este tipo de políticas es, en general, una forma de redistribuir la riqueza a favor del sector financiero –el cual ha sido objeto de críticas intensas– con lo cual perderían popularidad. Además, los intereses políticos podrían oponerse a la adopción de nuevas reglas y regulaciones que ayuden a fomentar el desarrollo financiero. En Rajan y Zingales (2003a) se sostiene, por ejemplo, que un sistema financiero más eficiente probablemente perjudicaría a las empresas e instituciones financieras establecidas, reduciendo sus utilidades

al facilitar el ingreso de empresas nuevas. Por lo tanto, las entidades establecidas –cuyos intereses tienden a ser representados por poderosos grupos de presión– posiblemente no respaldarían políticas y reformas institucionales que promuevan el desarrollo financiero, pese a los efectos positivos que tendrían sobre el desarrollo. El principal reto para fomentar la reforma en este ámbito es cómo alinear las opiniones y forjar el consenso político con respecto a la necesidad de emprender este tipo de reformas financieras que, además de proteger a los depositantes e incrementar el tamaño de los mercados, tienen importantes efectos redistributivos al permitir que el empresario más pequeño aproveche las oportunidades comerciales.

