

INNOVACIÓN EN PRODUCTOS Y MERCADOS FINANCIEROS

Valentín Azofra

*Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad
Universidad de Valladolid*

Ana Isabel Fernández

*Catedrática de Economía Financiera
Universidad de Oviedo*

Durante los últimos veinticinco años hemos sido testigos de cambios revolucionarios en la estructura de los mercados financieros mundiales. La ingeniería financiera, los avances en la tecnología de la información y el desarrollo de la teoría financiera han desatado una verdadera espiral de innovaciones financieras que está contribuyendo a completar y/o mejorar la eficiencia de los mercados, atenuando los problemas de información asimétrica y reduciendo los costes de agencia que dificultan las transacciones financieras. Ciertamente, en un mercado en equilibrio estático no debieran existir oportunidades para la innovación financiera, pues ésta se produce en respuesta a las oportunidades de beneficios que surgen por mor de las insuficiencias de la intermediación financiera y/o de un mercado incompleto. Los modelos de equilibrio de mercado que nos proporciona la teoría financiera al uso no nos permiten explicar, sin embargo, el éxito de muchas innovaciones financieras que no obedecen a cambios en la regulación, la fiscalidad o la tecnología.

Palabras clave: innovación financiera, nuevos productos financieros.

1. REVOLUCIÓN FINANCIERA E INNOVACIÓN EN PRODUCTOS Y MERCADOS

Durante los veinticinco últimos años los sistemas financieros de los principales países occidentales se han visto inmersos en un mar de cambios e innovaciones que han modificado profundamente su estructura competitiva. En el origen de este proceso de transformación estructural y revolución financiera se encuentra un conjunto de fuerzas muy diversas, entre las que es habitual citar a las siguientes: cambios en el entorno económico y el nivel de competencia, liberalización del marco legal y, en última instancia, mayor protagonismo de las fuerzas del mercado.

Todas estas fuerzas han venido interactuando dentro de un ambiente de inestabilidad caracterizado, además, por el creciente dinamismo del mercado y una acusada tendencia a la desintermediación, y en el que el ajuste entre los nuevos requerimientos de la demanda y las nuevas condiciones de la oferta ha impulsado un proceso de innovación financiera que, como describe Rojo (1988), transforma y amplía instituciones, prácticas e instrumentos en respuesta a oportunidades de beneficio ofrecidas por posibles reducciones en los costes de intermediación y por posibles mejoras en la adaptación de los activos disponibles a los deseos y preferencias de emisores e inversores.

Ciertamente, el cambio estructural apuntado no puede dissociarse de muchas de las secuelas derivadas de la crisis económica de comienzos de los setenta, y específicamente del rápido crecimiento de los precios como incentivador de actividades especulativas y de arbitraje que han acelerado el proceso de innovación financiera (Ballarín, 1985). Más en general, la instrumentación de políticas monetarias restrictivas orientadas a la reducción de la inflación, las crecientes necesidades de financiación del sector público, los desequilibrios en las balanzas de pagos y la inestabilidad de los precios relativos, son algunos de los factores que se entrecruzan a la hora de explicar la aparición de nuevos productos financieros.

Este cúmulo de factores puso bien pronto de manifiesto la necesidad de flexibilizar las rigideces estructurales que distorsionaban los procesos de asignación de recursos y fijación de precios en el sistema financiero de la economía. Era el comienzo de una etapa de desregulación financiera encaminada a mejorar la eficiencia en la asignación global de fondos, a reforzar la competencia entre los intermediarios y, vía interacción de oferta y demanda, a introducir mayores dosis de libertad en la determinación del nivel y estructura de los tipos de interés y tarifas de los servicios financieros.

De resultados de estas mutaciones y cambios de orientación, los ahorradores se vieron impulsados a sustituir activos financieros indirectos de escasa o nula remuneración por otros capaces de proporcionarles unos niveles adecuados de liquidez y rentabilidad, alentando de esta forma el importante desarrollo experimentado por los mercados de títulos a corto plazo, las emisiones de valores a largo con tipo de interés variable —relacionado de alguna manera con las tasas de interés a corto o con la inflación—, los futuros financieros, las opciones, etcétera.

Junto a las fuerzas determinantes de los cambios en el entorno económico y las medidas de liberalización y desregulación, el uso intensivo de la tecnología de la información ha contribuido también a incentivar el proceso de innovación financiera a través de su impacto tanto sobre el proceso de diferenciación comercial —calidad de las prestaciones y oferta de nuevos productos y servicios— como sobre la posición relativa de costes de los distintos competidores. A este respecto, los avances logrados en el almacenamiento, procesamiento y transmisión de datos han sido el elemento catalizador de una serie de innovaciones en productos y servicios como tarjetas de crédito, cajeros automáticos, transferencia electrónica de fondos, banca a domicilio, oficinas informatizadas y un largo etcétera. La tecnología cambia además la forma en que los productos llegan a los clientes, al tiempo que pone a su disposición la posibilidad de acceder instantáneamente a la información financiera,

mejorando la interconexión existente entre los mercados y aumentando la eficiencia de los mismos (Barallat, 1988).

Otro fenómeno que de la mano de la innovación tecnológica ha contribuido decisivamente al desarrollo de nuevos productos y servicios financieros y, por ende, a la nueva orientación del negocio es, en palabras de Bingham (1985), la progresiva «marketización» de la actividad bancaria que ha dejado de girar en torno a la captación de fondos para centrarse en la prestación de servicios, la segmentación del mercado, los tipos de clientela, etcétera. En esta línea de actuación, el marketing financiero se revela como parte consustancial del proceso de innovación financiera pues, para que un producto o servicio penetre en el mercado es preciso contar con redes de comercialización y canales de distribución adecuados.

Para acabar de comprender la profunda transformación experimentada por el sector financiero de las economías occidentales, hay que referirse también a la irreversible mutación que para la dinámica competitiva del sector ha supuesto la aparición de nuevos competidores y la supresión de las barreras que tradicionalmente habían segmentado los mercados financieros. Si a ello se añade la globalización cada día mayor de los mercados como consecuencia de la libre circulación de capitales y el aumento de la liquidez internacional, aflora por sí sola otra de las características del negocio financiero actual cual es la creciente importancia de su vertiente internacional.

Todo ello ha venido suponiendo un fuerte acicate para el lanzamiento de nuevos activos por parte de los intermediarios financieros, en general, y de las entidades bancarias, en particular, que se vieron obligadas a reformular su «gestión de pasivos» con objeto de ampliar y diversificar sus posibilidades de movilizar recursos, comprando fondos en el importe y vencimiento precisos a través de operaciones al por mayor realizadas en los mercados monetarios, además de poner en circulación deuda formalizada mediante instrumentos negociables en mercados secundarios y diseñar productos que combinan los servicios de caja y giro típicos de los clásicos depósitos en cuentas corrientes a la vista con retribuciones ligadas a los tipos de interés vigentes en el mercado de dinero. Por otro lado, las entidades financieras se vieron abocadas también a agilizar y flexibilizar su «gestión de activos», recurriendo a la concesión de créditos sindicados, a recortar el plazo medio de vencimiento en los préstamos a interés fijo, a diseñar contratos de crédito con tipos de interés variable, etcétera. En paralelo, se registró también una clara tendencia a reemplazar los tradicionales créditos y préstamos en póliza por financiaciones incorporadas a títulos-valores, colocar títulos garantizados por «paquetes» de activos que las entidades mantienen en sus carteras, y ceder préstamos o participaciones en créditos sindicados en los mercados secundarios, etcétera. Asimismo, las permutas financieras (swaps), operaciones a plazos, contratos de futuros financieros y opciones iban a permitir a estas entidades satisfacer demandas específicas de sus clientes o cubrir sus propios riesgos (Azofra et al., 1990).

Esta continua creación de productos y nuevos servicios ha traído consigo no sólo una profunda modificación de los procedimientos internos de gestión, sino, incluso, de la propia filosofía del negocio financiero. Dos rasgos significativos y solapados entre sí de la evolución seguida así parecen atestiguarlo.

Por un lado, el crecimiento de las operaciones de intermediación en condiciones casi por completo determinadas a corto plazo en función del juego de las fuerzas del mercado. Y por otro, el mayor protagonismo y perfeccionamiento de los mercados directos que, en un ambiente de «titulización» de los instrumentos financieros, favorece el cada vez más intenso proceso de desintermediación y propicia la creciente importancia del volumen de activos y pasivos en manos de los intermediarios instrumentados como títulos-valores negociables en el mercado. Como consecuencia de estas dos nuevas orientaciones, los intermediarios financieros se han visto impelidos a conciliar su función de transformación de activos con otra no menos importante de mediación, participando en la colocación de los títulos, actuando como agentes en los mercados secundarios, otorgando avales, abriendo líneas de crédito en respaldo de las emisiones de títulos y documentando, en fin, sus concesiones de crédito en forma de títulos negociables.

2. LA INNOVACIÓN FINANCIERA EN PERSPECTIVA

De todo lo hasta aquí expuesto se desprende que el fuerte ritmo de innovación financiera registrado durante los últimos veinticinco años ha traído consigo cambios revolucionarios en la gama de instrumentos financieros disponibles para los inversores y gestores financieros de las empresas. No hemos profundizado suficientemente, sin embargo, en el concepto de innovación financiera, en sus fundamentos, en las formas en que puede presentarse o en las causas que explican el éxito o fracaso de una idea innovadora. A dar respuesta a estas y otras cuestiones se orienta este segundo apartado de nuestra intervención.

El término «innovación» se utiliza en el campo financiero para referirse o describir algo que no es tan trivial como a primera vista pudiera parecer. En su acepción más genérica, la innovación puede afectar a la forma y filosofía de concebir el negocio y la actividad financiera, a las técnicas y procedimientos de gestión interna empleados, e incluso a las características de las personas encargadas de gestionar la empresa financiera (Barallat, 1988). En un sentido más restringido, el término innovación financiera hace referencia a la actividad consistente en diseñar nuevos títulos, desarrollar mejores procesos y descubrir soluciones más eficientes a los cada día más complejos problemas financieros.

La innovación financiera se manifiesta en la creación de un nuevo producto financiero, en el desarrollo de un nuevo proceso o en la aparición de nuevos intermediarios y mercados. Ahora bien, para que un nuevo producto o un nuevo proceso constituyan una auténtica innovación, no basta con que el nuevo instrumento financiero, la nueva forma de prestar un servicio o el nuevo proceso sean diferentes de los hasta el momento existentes. Se requiere además que sean «mejores» en el sentido de que contribuyan a incrementar la riqueza de los accionistas, es decir, que permitan a los inversores y emisores obtener un mayor valor que el que podrían alcanzar con los productos o procesos disponibles con anterioridad a la innovación. El propósito, pues, de la innovación financiera es desarrollar nuevos procesos o instrumentos financieros que incrementen la riqueza de los accionistas.

Como sugiere Van Horne (1985), raramente una innovación en producto o en proceso supone la introducción de una idea absolutamente novedosa, sino simplemente, a menudo, la modificación de una idea preconcebida para satisfacer una demanda latente en el mercado. Más precisamente, si se quiere, para que una idea sea viable como innovación financiera, «ha de contribuir a hacer más eficientes y/o completos, en un sentido operativo, los mercados en que tiene lugar» (*ibidem*, pág. 621).

Una innovación puede hacer más eficiente un mercado reduciendo el coste de la intermediación financiera para los consumidores de servicios financieros, o dicho de otra manera, recortando el diferencial o «spread» entre lo que percibe el ahorrador último por sus fondos y lo que paga el inversor último, para unas condiciones constantes de riesgo, así como los costes implícitos unidos a las relaciones entre ambas partes. Condición alternativa a esta última es que la innovación contribuya a completar el mercado. Se dice que un mercado es completo cuando toda eventual contingencia o estado de la naturaleza se corresponde con un activo financiero específico. Alternativamente, el mercado se considera incompleto cuando el número y tipos de activos financieros disponibles no cubren las posibles contingencias, es decir, cuando existe una demanda no satisfecha de determinado activo financiero deseado por los inversores. En un mercado incompleto cabe la oportunidad de pagar a un intermediario financiero o a un prestatario directo para que amolde la oferta de activos a las necesidades insatisfechas de los inversores.

De conformidad con este planteamiento de la cuestión, un nuevo activo financiero constituiría una verdadera innovación sólo si: (1) permite a un inversor obtener una mayor rentabilidad ajustada al riesgo después de impuestos sin afectar negativamente al coste para el inversor de los fondos también después de impuestos, o (2) permite a un emisor obtener recursos a un menor coste después de impuestos sin perjuicio para los inversores, siempre en comparación con el coste de los fondos antes de la introducción del nuevo título (Finnerty, 1988). En uno u otro caso, la emisión del nuevo activo financiero contribuirá a que el mercado sea más eficiente y/o más completo.

Obviamente, en un mercado en equilibrio estático o, si se prefiere, en un mundo estado-constante no sería posible hacer ese mercado más eficiente y/o completo, pues no existirían oportunidades para la innovación financiera. Ésta se produce en respuesta a las oportunidades de beneficios que surgen por mor de las insuficiencias de la intermediación financiera y/o de un mercado incompleto. En el primer caso, las innovaciones en productos o servicios financieros pueden coadyuvar al logro de una mayor eficiencia reduciendo los costes de transacción, disminuyendo el conjunto de la carga fiscal del emisor y los inversores o aminorando parte de la pérdida residual y otros costes superfluos. En el segundo caso, el diseño de un nuevo activo financiero cuyos rendimientos contingentes después de impuestos no puedan ser replicados mediante alguna combinación de los títulos en circulación, permitiría completar el mercado.

No queremos finalizar este apartado de delimitación conceptual sin hacer mención expresa de una de las actividades más estrechamente interrelacionadas con la innovación financiera. Nos estamos refiriendo a la denominada

«ingeniería financiera», término que no sólo se solapa con el de innovación financiera sino que, incluso, se utiliza de forma intercambiable.

La ingeniería financiera es el alma del proceso de innovación financiera. Como señala Ross (1989), de la misma manera que los ingenieros recurren a la física, los ingenieros financieros utilizan las técnicas y herramientas de las finanzas modernas para diseñar los equivalentes financieros a puentes y aviones. Para Finnerty (1988, pág. 14), la ingeniería financiera puede definirse como «el diseño, desarrollo y lanzamiento de procesos e instrumentos financieros innovadores y la formulación de soluciones creativas para los problemas de las finanzas».

De esta definición se desprende que la ingeniería financiera dirige el proceso de innovación a través de tres tipos principales de actividades: (1) creación de nuevos instrumentos financieros con el propósito de completar el mercado; (2) desarrollo de procesos innovadores orientados a reducir el coste efectivo de las transacciones financieras, y (3) propuesta de soluciones creativas y estrategias innovadoras para resolver los problemas de gestión financiera y tesorería de las empresas.

3. EXPLICACIONES ALTERNATIVAS AL PROCESO DE INNOVACIÓN FINANCIERA

A los problemas no resueltos por las finanzas que Brealey y Myers (1981) incluían en la primera edición de «Principles of Corporate Finance», se añadía uno nuevo en su más reciente edición: «no estamos en condiciones de poder explicar el éxito obtenido por muchas innovaciones financieras que no responden a cambios en la regulación, en la fiscalidad o en los costes de emisión y negociación de los títulos en el mercado» (Brealey y Myers, 1991, pág. 922).

Ciertamente, la moderna economía financiera no ha desarrollado todavía un cuerpo teórico que nos permita entender y explicar suficientemente el fenómeno de la innovación financiera. En realidad, como señala Sametz (1994), los pasos dados en este sentido se han encaminado a adaptar la microeconomía de la empresa maximizadora del beneficio para analizar la emergencia de los nuevos procesos e instrumentos desarrollados por las empresas financieras.

De hecho, casi todos los estudios realizados se limitan a describir las olas de innovaciones que desde los años sesenta vienen sucediéndose, así como a analizar los factores que condicionan la actividad de las empresas financieras y la influencia sobre estos últimos de los cambios registrados en el entorno, la regulación, la tecnología y el mercado. En opinión de Sametz (1994), no es posible explicar el proceso de innovación financiera sin entender los impactos secuenciales del cambio registrado en las condiciones económicas y financieras subyacentes durante los últimos veinticinco años. Considera Sametz que las innovaciones financieras se producen en fases secuenciales e interactivas en respuesta a distintas causas explicativas. Según las causas desencadenantes y las innovaciones habidas, distingue tres fases en el proceso de innovación financiera desarrollado a lo largo del período comprendido entre los años 1965 y 1991, con la secuencia siguiente: primera ola (1965-1972), segunda ola (1973-1982) y tercera ola (1983-1991).

Los cambios en las fuerzas que impulsan la actividad de las empresas financieras han sido también ampliamente discutidos en la literatura financiera. Una clasificación de los mismos en función de sus fuentes y formas es la que distingue entre: (1) cambios en la regulación y la fiscalidad; (2) cambios en el entorno (en el nivel y volatilidad de los precios de los activos financieros y de los precios al consumo), y (3) cambios en el mercado debidos a factores de la oferta (avance tecnológico y mayor competitividad que modifican las funciones de costes y el riesgo de las empresas financieras) y a factores de la demanda (cambios en las actitudes del inversor frente al riesgo y la liquidez y en los costes de transacción y las preferencias financieras).

El análisis de las fuerzas que provocan la espiral de innovaciones financieras ha merecido la atención de buen número de economistas financieros, preocupados más por investigar los referidos factores que por sentar las bases de una auténtica economía de la innovación financiera. Entre los estudios realizados sobresalen los relacionados con la regulación y la tecnología (Kane, 1984), la fiscalidad y la regulación (Miller, 1986) y el crecimiento de la renta y los movimientos cíclicos de los tipos de interés (Greenbaum y Higgins, 1983). Otro grupo de economistas financieros ha centrado sus esfuerzos en identificar los determinantes del proceso de innovación e investigar la dinámica de su desarrollo, analizando la secuencia de las innovaciones y las causas que están en el origen de los cambios. Dentro de esta línea de investigación sobresalen los trabajos preocupados por caracterizar las innovaciones financieras, distinguiendo entre innovación en instrumentos, mercados y técnicas o estableciendo clasificaciones en función de sus causas explicativas y de su finalidad (Silbert, 1983; Finnerty, 1988).

La revisión de esta literatura permite establecer una clasificación de los factores que estimulan e impulsan el proceso de innovación e ingeniería financiera en diez categorías diferentes (Finnerty, 1994):

1. Reducción o reasignación del riesgo.

Oportunidades de reducir alguna de las formas o tipos de riesgo como el riesgo de crédito o riesgo de liquidez, o para reasignar el riesgo transfiriéndolo desde un inversor a otro que sea menos adverso al riesgo o que pueda correr con el mismo a un coste menor.

2. Reducción de los costes de agencia.

Un nuevo título puede contribuir a incrementar la riqueza de los accionistas si permite reducir los costes de agencia que resultan de los conflictos de intereses entre los directivos, accionistas y obligacionistas.

3. Reducción de los costes de emisión.

Los costes de emisión de los títulos constituyen una de las fricciones del mercado que hacen que los mercados de capitales actuales se desvíen del ideal del mercado perfecto. Una reducción de estos costes debiera redundar en un menor coste del capital y, por ende, en un mayor valor de la empresa.

4. Asimetrías Fiscales.

Cuando una empresa coloca deuda entre inversores cuyo tipo marginal en el impuesto sobre la renta es menor que el tipo marginal del impuesto de so-

ciudades, surge una oportunidad de arbitraje fiscal. La explotación de este tipo de oportunidades permite al emisor, a los inversores, o a ambas partes, obtener un ahorro fiscal no compensado por una eventual mayor carga fiscal sobre la otra parte.

5. Cambios en la legislación o en la regulación.

En la medida que las autoridades económicas y monetarias modifican las regulaciones que gobiernan las condiciones que deben cumplir los instrumentos de deuda para ser calificados como capital, las entidades bancarias y sus ingenieros financieros diseñan innovaciones en títulos que satisfagan las nuevas exigencias.

6. Nivel y volatilidad de los tipos de interés.

La innovación en títulos financieros a tipos de interés variable constituye probablemente el ejemplo más significativo de reacción ante el crecimiento y volatilidad de los tipos fijos de interés. Frente a estos, los tipos variables de interés reducen el riesgo del prestamista transfiriendo el riesgo de tipo de interés al prestatario.

7. Nivel y volatilidad de los precios y tipos de cambio.

El crecimiento de los precios y la creciente volatilidad de los tipos de cambios han impulsado también el proceso de innovación e ingeniería financiera. La emisión de nuevos títulos a tipos de interés relacionados con las tasas de inflación, los precios de las materias primas o algún otro índice de precios son buenos ejemplos de reacción financiera ante cambios en los precios y cotizaciones de las divisas.

8. La investigación académica.

La investigación teórica y empírica realizada durante los últimos veinticinco años ha fructificado en un avance más que notable de las teorías financieras y en un mejor conocimiento de las características rentabilidad-riesgo de las distintas clases de títulos en circulación. En particular, los logros alcanzados en materia de análisis y valoración de activos han contribuido significativamente a la innovación en títulos e instrumentos financieros.

9. Beneficios Contables.

Algunas innovaciones financieras parecen proyectarse hacia el logro de beneficios contables a corto plazo con la pretensión de que su percepción por el mercado redunde en una mejor valoración de la empresa. Es bien sabido, sin embargo, que en un mercado de capitales eficiente tales beneficios sólo pueden tener un efecto efímero sobre la riqueza de los accionistas.

10. Avances tecnológicos y otros factores.

La aplicación de las nuevas tecnologías al sector de servicios financieros ha contribuido decisivamente a la innovación en procesos y a la mejora de los sistemas de gestión de tesorería, lo que, a su vez, se ha traducido en reducciones substanciales de los costes de transacción.

Puede decirse, en suma, que la innovación financiera ha desempeñado un importante papel en la mejora del grado de eficiencia de los mercados financieros y que es una actividad esencial en los procesos de asignación de re-

cursos que constituyen el objeto de la economía financiera. Las innovaciones en procesos e instrumentos financieros que permiten disminuir el riesgo de liquidez, reasignar riesgos de una manera eficiente entre los participantes en el mercado, reducir los costes de agencia derivados de la información asimétrica, disminuir los costes de emisión y amortiguar el impacto de las asimetrías fiscales, contribuyen a neutralizar las fricciones del mercado que dificultan las transacciones financieras e impiden el funcionamiento eficiente del mercado de capitales.

4. HACIA UNA TEORÍA DE LA INNOVACIÓN FINANCIERA

Aunque los esfuerzos dirigidos a describir y explicar el fenómeno de la innovación financiera no han cristalizado todavía en verdadera teoría, como reiteradamente venimos subrayando, el camino recorrido nos permite abrigar fundadas esperanzas al respecto. De hecho, muchas de las investigaciones realizadas analizan los elementos sustantivos para el desarrollo de una economía de la innovación financiera.

De entre esas investigaciones nos queremos hacer eco en este apartado de las llevadas a cabo por cuatro relevantes economistas financieros que, desde enfoques y perspectivas diferentes, han estudiado el proceso de innovación e ingeniería financiera. Nos estamos refiriendo a las aportaciones de Silbert (1983), Van Horne (1985), Miller (1986) y Ross (1989), reseñadas por Finnerty (1994) como piezas fundamentales para la construcción de una teoría.

El trabajo de Silbert describe las innovaciones en procesos e instrumentos financieros como intentos de las empresas para salvar las restricciones financieras a que se enfrentan. De entre estas restricciones, algunas vienen impuestas por la regulación, otras por el mercado y las demás son establecidas por la propia empresa. A partir de estas percepciones, Silbert formula un modelo de programación lineal de acuerdo con el cual la empresa maximiza su función objetivo sujeta a las restricciones financieras impuestas. El modelo de programación así planteado explica la innovación financiera como respuesta a cambios en los costes que imponen las restricciones: el crecimiento sostenido de los precios sombra incentiva el proceso de innovación financiera que será tanto más intenso cuando menores sean los costes de investigación y desarrollo de los nuevos productos financieros. En el plano empírico de la cuestión, el modelo permite explicar, según el propio Silbert, el lanzamiento de nuevos productos bancarios entre los años 1952 y 1970, y muchas de las innovaciones financieras entre 1970 y 1982.

Van Horne analiza el proceso de innovación financiera y critica sus excesos desde una perspectiva diferente a la de Silbert. Tras precisar que para que un nuevo instrumento o proceso constituya una verdadera innovación financiera ha de propiciar que los mercados financieros operen más eficientemente o sean más completos, argumenta que la ingeniería financiera está en el origen de ciertos excesos asociados a innovaciones cuyo único interés aparente estriba en la obtención de beneficios contables a corto plazo en detrimento de beneficios económicos a largo plazo. Van Horne nos alerta además sobre aquellas innovaciones cuyos costes de comercialización son tan elevados que acaban por anular los beneficios para los consumidores de servicios

financieros, diluyéndose como burbujas financieras. De todo lo anterior concluye que el proceso de innovación financiera, que no es sino una consecuencia del efecto combinado de los cambios en el entorno financiero —regulación, fiscalidad y tecnología—, depende críticamente de la medida en que se distribuya entre las partes el beneficio neto de la innovación y de la medida también en que esa distribución se vea alterada por la entrada en el mercado de otros competidores dispuestos a imitar la innovación.

Por su parte, Miller define las innovaciones como cambios o movimientos impredecibles en la gama de procesos y productos financieros disponible. Las causas fundamentales de este «progreso no previsto» se encuentran, según este autor, en la regulación y los impuestos que son los factores que más fuertemente han impulsado las exitosas innovaciones financieras desarrolladas en los mercados norteamericanos durante los veinte años comprendidos entre 1966 y 1986. Miller caracteriza las innovaciones financieras significativas como aquéllas que perduran tras el agotamiento de los impulsos iniciales que las desencadenan y concluye que los futuros financieros han sido la innovación más significativa a lo largo del período.

Pero el intento más serio a la vez que novedoso de sentar las bases para el desarrollo de una auténtica teoría de la innovación financiera es, a nuestro juicio, la propuesta efectuada por Ross (1989) en el marco conceptual de la teoría positiva de la agencia. Básicamente, como el propio autor resume, el punto de partida es el siguiente: «Las empresas y las instituciones están sujetas a supervisión y control a través de un conjunto complejo de relaciones contractuales explícitas e implícitas. Por mor de estas teóricas relaciones de agencia, el comportamiento institucional en los mercados financieros no es un mero reflejo de las estructuras de preferencias de los individuos. Las preferencias institucionales crean una demanda de innovaciones y nuevos productos financieros, aún en el caso, incluso, de que los rendimientos de estos instrumentos estén «sobrentendidos» en el sentido de valoración completa. Las innovaciones pueden entenderse como soluciones a los problemas de riesgo moral.... En suma, las instituciones son relevantes» (1989, pág. 541).

Esta idea central combina dos percepciones básicas a la hora de explicar la ola de innovaciones financieras: (1) Las instituciones financieras participan activamente en los mercados financieros mediante intervenciones que vienen gobernadas por relaciones de agencia, percepción que convierte a los mercados financieros en mercados institucionales, pero no sólo porque en los mismos participan instituciones sino, sobre todo, porque las instituciones financieras son fuerzas importantes y significativas en el funcionamiento de los mercados, y (2) El papel del marketing financiero en el análisis de la innovación financiera, ya que en mercados imperfectos y con fricciones la introducción de un nuevo instrumento comporta costes, tanto mayores cuanto más novedoso y esotérico resulte el instrumento para el mercado financiero.

La primera de estas dos percepciones refleja fielmente el papel cada vez más significativo que juegan las instituciones en la mayor parte de los sistemas financieros desarrollados, en su condición de agentes que mantienen e intercambian posiciones activas en el mercado. A su vez, relega a un segundo plano a los inversores individuales en cuanto jugadores al por menor en los mercados de capitales que siguen estrategias de inversión no sujetas a res-

tricciones financieras, como suponen los modelos de inspiración neoclásica de la teoría financiera. Obviamente, cuando la fiscalidad, la regulación y las consideraciones de agencia invalidan el supuesto de endeudamiento sin coste y sin límite, como se percibe en el mundo real, los individuos se convierten en nuestras más simples y transparentes instituciones (Ross, 1989, pág. 542).

Pero las instituciones financieras son organizaciones más complejas y menos transparentes que los inversores individuales. De hecho, en función de su grado de transparencia, podemos distinguir tres categorías de instituciones financieras: transparentes, translúcidas y opacas.

Como ejemplo de las primeras cabe referirse a los fondos o sociedades de inversión, instituciones no mucho menos transparentes que los inversores individuales a quienes permite invertir y mantener una cartera de títulos eficiente. En estas instituciones los problemas de agencia y de control son relativamente intrascendentes y manejables, pues los participantes en el fondo pueden ser informados en cualquier momento de la calidad de los activos en cartera y tampoco se plantean problemas de riesgo moral entre los partícipes y los gestores de los fondos, debido a la casi inexistencia de conflictos de intereses entre las partes.

Las instituciones opacas se caracterizan, sin embargo, por la existencia de información asimétrica entre los participantes y la institución. Es el caso de instituciones financieras como las compañías de seguro o determinadas entidades de crédito, cuyas carteras de activos apenas son visibles para los participantes en las mismas. Como consecuencia los problemas de agencia adquieren una mayor relevancia en estas entidades, siendo necesario incurrir en mayores costes de supervisión, garantía y control. Todo ello hace que la actividad financiera de estas instituciones dependa críticamente de sus estructuras contractuales y mecanismos de control, que son las dimensiones que mejor definen a una institución de estas características.

A caballo entre las instituciones transparentes y opacas se encuentran las instituciones translúcidas que, como los fondos de pensiones, se enfrentan a problemas de agencia menos virulentos, eso sí, que los que se producen en un ambiente de opacidad institucional. En comparación con las instituciones transparentes, que son las que reflejan el juego del mercado al por menor de forma más directa e inmediata, las instituciones translúcidas reflejan sólo en parte las preferencias de los inversores individuales. Frente a unas y otras, las instituciones opacas reflejan las fuerzas minoristas del mercado tan sólo, y en el mejor de los casos, de forma pálida y velada.

No parece plausible, pues, admitir que la oferta y la demanda de activos financieros por parte de las instituciones opacas sea un fiel reflejo de las fuerzas minoristas del mercado. Sin embargo, los modelos de equilibrio de mercado al uso parten del supuesto de que la demanda refleja las preferencias de inversores individuales que tratan de optimizar sus decisiones de cartera. Esta falta de adecuación entre los fundamentos de la teoría del mercado y el comportamiento de los inversores institucionales, se torna relevante cuando se tiene en cuenta la importante participación de las instituciones opacas en el mercado y las relaciones contractuales que gobiernan el comportamiento de estas instituciones. Ante esta tesitura, se hace precisa una descripción diferente del proceso de formación de la oferta y la demanda del mercado y,

por ende, de los precios, que permita superar las limitaciones del enfoque neoclásico ante la constatación de que las restricciones crediticias y las regulaciones invalidan los modelos de optimización de carteras individuales.

En su trabajo, Ross (1989) propone un modelo que combina costes de agencia y costes de marketing para explicar el papel que juega la innovación financiera en mercados institucionales. Las innovaciones financieras surgen como un producto natural de la oferta y la demanda cuando los participantes en el mercado están sujetos a problemas de agencia. Se considera que la demanda y la oferta dependen de una serie de jugadores cuyas acciones se ven restringidas por consideraciones de agencia y, explícitamente, por los contratos y regulaciones que reflejan tales consideraciones, y también, que el marketing de los nuevos instrumentos está gobernado por la estructura de costes de las redes de comercialización y los canales de distribución.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Azofra, V.; Fuente, J. M.; Miguel, A. y Rodríguez, J. M. (1990): «Cambios en la Estrategia Competitiva de la Banca Española durante los Años Ochenta». *Información Comercial Española*. N.º 683, págs. 103-118.
- Ballarín, E. (1985): *Estrategias Competitivas para la Banca*. Ariel. Barcelona.
- Barallat, L. (1988): *Proceso de Innovación en el Sistema Financiero Español. Experiencia Reciente y Tendencias Futuras*. Editorial Instituto de Empresa. Madrid.
- Bingham, T.R.G. (1985): *Le Secteur Bancaire et la Politique Monétaire*. OCDE, París.
- Finnerty, J. D. (1988): «Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview». *Financial Management*. Vol. 17(4), págs. 14-33.
- Finnerty, J. D. (1994): «Financial Engineering». En *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance* (reedición).
- Greenbaum, S. I. y Higgins, B. (1983): *Financial Innovation. In Financial Services: The Changing Institutions and Government Policy*. Ed. Benston, G. J. Englewood, Prentice Hall.
- Kane, E. J. (1984): «Technological and Regulatory Forces in the Developing Fusion of Financial Services Competition». *The Journal of Finance*. Vol. 39, págs. 759-772.
- Merton, R. C. (1995): «Financial Innovation and the Management and Regulation of Financial Institutions». NBER Working Paper Series. N.º 5.096, National Bureau of Economic Research.
- Miller, M. H. (1986): «Financial Innovation: The Last Twenty Years and the Next». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 21, págs. 459-471 (traducido en Miller, 1994).

- Miller, M. H. (1994): *Innovación y Volatilidad en los Mercados Financieros*. Colegio de Economistas. Madrid. (Traducido de Miller, M. H. (1991): *Financial Innovation and Market Volatility*. Blackwell Publishers. Cambridge, Massachusetts).
- Rojo, L. A. (1988): «Innovaciones Financieras y Política Monetaria». *Papeles de Economía Española*. N.º 36, págs. 2-24.
- Ross, S. A. (1989): «Institutional Markets, Financial Marketing, and Financial Innovation». *The Journal of Finance*. Vol. 44(3), págs. 541-556.
- Sametz, A. W. (1994): «Financial Innovation and Regulation in the United States». En *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance* (reedición).
- Silbert, W. L. (1983): «The Process of Financial Innovation». *American Economic Review*. Vol. 73, pág. 89-95.
- Van Horne, J. C (1986): «De la innovación Financiera y sus Excesos». *Información Comercial Española*. Enero, págs. 7-15. (Traducido de Van Horne, J. C. (1985): «Of Financial Innovations and Excess». *The Journal of Finance*. Vol. 40(3), págs. 621-631).

ABSTRACT

Over the last twenty-five years we have witnessed revolutionary changes in the structure of the world financial markets. Financial engineering, the advances in information technology and the development of financial theory have unleashed a real spiral of financial innovations which is contributing to complete and/or improve market efficiency, offsetting problems of asymmetrical information and reducing the agency costs which hindered financial transactions. Certainly, in a market in static equilibrium there should exist no opportunities for financial innovation, as this comes about in response to the opportunities for profit which arise due to the insufficiencies of financial intermediaries and/or to an incomplete market. The models of market equilibrium offered to us by the financial theory in use do not allow us to explain, however, the success of many financial innovations which do not result from changes in regulation, fiscal systems or technology.

Key words: financial innovation, new financial products.