

# AUTORREGULACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES. COSTOS Y BENEFICIOS Y LA IMPORTANCIA DE CUANTIFICARLOS

Javier Deaza Chaves \*

## Resumen

Este artículo explica los beneficios y costos de la autorregulación en el mercado de valores, así como la importancia de la realización de análisis de costo-beneficio de la aplicación de este modelo. La principal ventaja del modelo de organización independiente de autorregulación en el modelo de gobierno son los costos de información. Los principales beneficios de la organización independiente autorregulada, es precisamente esta experiencia la que puede ser incorporada en una legislación más ajustada a la realidad. Además, en este trabajo se describe el impacto de la crisis financiera del 2008 en el mercado financiero y las oportunidades para la autorregulación y sus desafíos.

## Abstract

This paper explains the benefits and costs of self-regulation in the stock market, as well as the importance of conducting cost-benefit analysis of the implementation of this model. The main advantage of the model in-

dependent Organization Self-Regulation on the model of government is the cost of information. And the main benefits of an independent Organization Self-Regulation, is precisely this experience that can be embodied in legislation more adjusted to reality. Additionally in this paper I describe the impact of the financial crisis the 2008 in the financial market and the opportunities to Self-Regulation and its challenges.

## Palabras clave

Autorregulación, crisis económica, política gubernamental y regulación y costo-beneficio.

## Keywords

Self-Regulation, Economic crisis, Government Policy and Regulation and Cost-benefit

JEL: G14, G18, G38, K2

---

\* Economista con Maestría en Economía. Profesor de la Escuela de Finanzas de la Universidad Sergio Arboleda. Este artículo fue elaborado, como parte de la ponencia presentado en el XXX Congreso de Latin American Studies Association, LASA, mayo 2012, San Francisco, EE.UU.

Este artículo fue elaborado, como parte de la ponencia presentado en el XXX Congreso de Latin American Studies Association, LASA, mayo 2012, San Francisco, EE.UU. Fecha de recepción, 25 de junio de 2012, fecha de aprobación, 3 de septiembre de 2012.

## Introducción

El uso de la autorregulación y las instituciones autorreguladoras, son recomendadas para economías en vía de desarrollo. Carson (2011) afirma que esta es una buena estrategia que ayuda a mejorar la regulación e integridad del mercado de valores. A pesar que la International Organization of Securities Commissions (IOSCO) respalda lo mencionado por Carson, en el sentido que las instituciones autorreguladoras pueden realizar una tarea óptima para hacer más eficientes los mercados de capitales, existen contradictores que cuestionan el valor de la autorregulación.

Los contradictores manifiestan que al existir potenciales conflictos de intereses de los miembros del Organismo de Autorregulación, el mercado de valores y el país pueden incurrir en costos elevados, relacionados no solamente con la pérdida de recursos sino con la confianza en el mercado.

Por el otro lado, los que están a favor de la autorregulación, afirman que la experiencia que tienen los miembros del organismo, hacen que la tarea de regulación sea más eficiente. La explicación para esta sea sencilla, el conocimiento específico que tienen estas personas genera que todas las acciones tomadas en términos por ejemplo de normativa, vayan en la misma dirección del mercado.

Todo esto hace necesario realizar un análisis costo-beneficio de la implementación de un sistema de autorregulación. Pero, ¿por qué un análisis costo-beneficio? La respuesta puede parecer trivial, pero cuando un mercado se regula por la existencia de fallas de mercado, necesariamente implica ganadores y perdedores. La regulación en el mercado de valores busca proteger a los inversionistas y/o ahorradores, pero esto implica unos costos para las instituciones financieras que pueden llevarlas a pérdidas de eficiencia, lo cual finalmente puede afectar a quienes la regulación buscó proteger en primera instancia.

Al ser la regulación costosa, es necesario contar con una herramienta que per-

mita analizar cuáles son esos beneficios netos de la autorregulación para la economía. Este instrumento servirá como insumo para los hacedores de política, como complemento de las herramientas que tienen para la toma de sus decisiones.

La regulación es una respuesta a las externalidades, bienes públicos e información asimétrica, la regulación puede mejorar el bienestar cuando los costos asociados de cumplimiento y monitoreo están incluidos.

Teniendo en cuenta lo anterior, este trabajo de investigación tiene como objetivo describir y analizar los diferentes costos y beneficios de la autorregulación del mercado de valores. La importancia del análisis costo-beneficio, radica en la necesidad de conocer cuáles serían las ganancias netas para la economía de contar con un esquema autorregulador.

Para cumplir con este objetivo, primero se realizará una revisión de literatura de los principales esquemas de autorregulación del mercado de valores, que permitirá analizar las ventajas y desventajas de cada una. Posteriormente tomando como base este análisis, se propondrá la metodología de costo-beneficio.

Este artículo se divide en cinco secciones siendo la introducción la primera; en la segunda se describen los aspectos más relevantes de la autorregulación y se menciona el impacto que tuvo sobre la autorregulación, la crisis financiera de 2008. En la tercera sección se analizan los principales modelos de autorregulación vigentes en el mundo; la cuarta sección trata sobre el Análisis Costo-Beneficio de la autorregulación del mercado de valores, allí se describen los principales costos y beneficios de la autorregulación, las ventajas, desventajas y limitaciones de este análisis. En la quinta sección se encuentran las principales conclusiones del documento.

## Autorregulación y crisis financiera

La crisis financiera de 2008 generó un enorme debate sobre los sistemas de

regulación del sistema financiero. En especial, el hecho que el Gobierno tuviera que salir a rescatar las entidades financieras, ha incrementado las peticiones por una reforma estructural.

Carson (2010) afirma que el efecto de la crisis sobre los reguladores del mercado de valores, en especial sobre la Autorregulación, ha sido limitado. La razón es que estas organizaciones no están involucradas con los instrumentos de crédito sobre el mostrador (OTC<sup>1</sup>), en el cual se sintió más fuerte el impacto de la crisis.

Pero obviamente, una crisis de estas dimensiones tiene un impacto en la confianza de los inversionistas, y la autorregulación obviamente no se salvó a esta pérdida de confianza. Principalmente, porque en este sistema de regulación, existen conflictos de intereses que hacen que ciertos sectores tengan dudas sobre el buen actuar de los miembros de dichas organizaciones.

Para Carson (2010), la crisis financiera de 2008 abrió una posibilidad importante para las Organizaciones Autorreguladoras, para contribuir en la construcción de un sistema de regulación del más fuerte. El autor basa esta propuesta en que el conocimiento de los miembros de las organizaciones de autorregulación contribuirá de manera positiva de la siguiente forma:

- Gobierno corporativo en las firmas de valores y responsabilidades de supervisión: en este sentido el G-20 recomendó fortalecer las juntas directivas, en especial con expertos en el sector en temas de regulación y administración de riesgos. Además que se garantice la independencia de los miembros de esta.
- Diseño y de sistemas de administración del riesgo
- Conductas de operaciones
- Conducta de negocios
- Cumplimiento financiero

### ¿Qué pasó en Estados Unidos para que sintiera tan fuerte la crisis?

Un problema que presentó el sistema de regulación en Estados Unidos, fue la existencia de múltiples entidades encargadas de supervisar a las instituciones financieras más importantes en términos de tamaño y de riesgo (AMV, 2009). La falta de coordinación de estas entidades, la competencia entre estas y la permisibilidad a las instituciones financieras para poder seleccionar la entidad que las supervisara, fueron factores determinantes en la no identificación a tiempo de los riesgos. Por esta razón una de las principales recomendaciones que se hicieron, posteriormente a la crisis, fue la de que una sola institución reguladora fuese la encargada de hacer la regulación prudencial para los establecimientos de crédito, banca de inversión, administradores de activos y aseguradoras (AMV 2009).

### ¿Cuál fue el impacto de la crisis en Colombia?

El Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) en el 2009 realizó un estudio para analizar el impacto de la crisis financiera del 2008 en el sistema financiero colombiano; según este documento del AMV, este impacto fue "marginal".

En el artículo del AMV (2009), se describen las principales críticas que ha recibido el sistema de regulación del sistema financiero; estas coinciden con las mencionadas por Carson (2010):

- Valoración a precios de mercado
- Uso de calificaciones de riesgos para efectos prudenciales
- Proximidad de los requerimientos de capital bajo los estándares de Basilea Así mismo mencionan esos factores fundamentales de "la estructura del sistema financiero global" que amplificaron y aceleraron la crisis:
- Deficiencias en la medición de riesgos y estándares de control interno.

<sup>1</sup> OTC conocido como el mercado sobre el mercado, es reconocido como todas aquellas transacciones realizadas por fuera del mercados organizados.

- Desarrollo de instrumentos financieros complejos, que fueron calificados como altamente seguros y mediante los cuales se transformó el riesgo de crédito en riesgo de mercado, que acrecentaron el efecto del contagio y la prociclicidad de las normas prudenciales y de valorización.
- Se presentaron fallas en el sistema de pesos y contrapesos de los esquemas de gobierno corporativo de las entidades financieras.
- Falta de acción regulatoria y de supervisión para detectar y contener los problemas oportunamente.

Como se pueden ver, la crisis fue una suma de diferentes factores que hicieron que esta fuera la más grande desde la Gran Depresión. Con respecto a los primeros puntos de los mencionados por el AMV, se ve una gran falencia en la medición de los riesgos por parte de los agentes involucrados, en especial en aquellos productos financieros complejos, así como una falla enorme en los sistemas de control interno de dichas entidades.

Sobre esto, Carson (2010) hace especial énfasis en el sentido que la autorregulación puede dar una mano en el fortalecimiento del sistema de regulación financiero. Esto puede ser por medio del conocimiento del mercado de valores y de sus instrumentos por parte de los miembros de estas organizaciones.

La pregunta es si realmente la autorregulación es la solución. La respuesta es "depende"; no puede parecer la mejor, pero es la que debe ser. ¿Pero de qué depende? Sencillamente el sistema de autorregulación, por su naturaleza, no está diseñado como un manual que los países cuyo seguimiento al pie de la letra garantice su éxito.

El mercado de capitales de cada país tiene características particulares. Por ejemplo, la exposición a choques externos no es igual para todos los países. Esto hace que en cada país, la forma en que se implemente la autorregulación, debe ser diferente.

A pesar que en el estudio del AMV se habla de un impacto marginal que tuvo la

crisis de 2008 en el sector financiero colombiano, en algunas variables el efecto no fue despreciable:

- La Bolsa de Valores de Colombia tuvo una caída del 29%, la quinta más alta en el mundo.
- Después de venir de una apreciación el peso con respecto al dólar, la tendencia se revertió para empezar una depreciación producto de la incertidumbre en el mercado de valores.
- Aumento del EMBI+Colombia de 94 puntos básicos entre el 11 y el 17 de septiembre de 2008.

Pero la noticia buena es que indicadores claves de las entidades del sector financiero, como son: cubrimiento, rentabilidad y solvencia permanecieron "positivos y estables" (AMV, 2009). Adicionalmente se han tomado medidas que permitirán minimizar el impacto de choques negativos en el sector. El AMV menciona los siguientes:

- El AMV diseñó un Índice de Vulnerabilidad al Riesgo de Contagio (IVRC), para poder monitorear la exposición al crédito del mercado de valores a la crisis. Los resultados de esta medición muestran que desde 2008 el mercado de valores colombiano tiene un "nivel de riesgo medio alto frente a los choques internacionales".
- Se crearon y constituyeron provisiones anticíclicas incluidas en el Capítulo II de la Circular Básica Contable y Financiera de la SFC. Es importante recordar que esta fue una de las recomendaciones posteriores a la crisis.
- Estructuración de un sistema integral de gestión de riesgos.
- Implementación desde 2008 del Sistema de Administración de Riesgo de Liquidez (SARL).

Si se comparan las críticas surgidas después de la crisis al sistema de regulación con las medidas que se han adoptado antes y después de la crisis en Colombia, se puede apreciar que afortunadamente en el país se cuenta con un sistema de regulación del sistema financiero, que por su estructura, no permitió que el impacto de la crisis fuera mayor

en el país. A diferencia de Estados Unidos, en Colombia se nota un poco más de articulación entre los distintos reguladores del sector (Congreso, Banco de la República y Gobierno). Esto ha permitido definir unos roles y funciones para cada uno de estos agentes, sin duplicidad de funciones y mucho menos incentivando la competencia entre estas entidades.

Y lo más importante, a diferencia de Estados Unidos, en Colombia a pesar de contar con varios reguladores del sistema financiero, se cuenta con una entidad que es la encargada de la supervisión, la Superintendencia Financiera.

### **Algunos aspectos sobre la autorregulación**

La autorregulación se fundamenta en lo que se conoce como códigos de conducta sociales. Y es que bajo este modelo las firmas ejercen control sobre sus propios miembros y sus acciones (Baldwin y Cave 1999). La principal ventaja de este esquema es que incrementa la competencia haciendo que sean más eficientes las firmas, es decir las incentiva a realizarán prácticas con las cuales maximizan beneficios.

Pero el hecho de que las firmas maximicen sus beneficios, no implica que la sociedad en general obtenga ganancias de este comportamiento. Con respecto a esto, Wheeler et al. (2001), afirman que las firmas tienen incentivos que las motivan a ejercer comportamiento que va en línea con su interés económico y que al mismo tiempo beneficia a la economía en general:

**i. Reputación:** Es un importante activo económico para las firmas, firma que falle en este aspecto, puede ver afectada su relación con clientes, socios y potenciales accionistas.

**ii. Riesgo regulatorio y legal:** La globalización ha empujado a las firmas a establecer mecanismos de autoregulación ante la amenaza de intervención por parte del gobierno. Ellos saben que la regulación del gobierno puede incrementar los costos.

**iii. Ventajas de moverse primero:** Anticiparse a los movimientos que pueda tomar el gobierno para adoptar mayores estándares, esto da la oportunidad para subir la calidad de los productos y ser más competitivo.

Carson (2001) afirma que el uso de la autorregulación y las Organizaciones Autorreguladoras con frecuencia son recomendadas en mercados emergentes como "parte de una estrategia para mejorar la efectividad de la regulación del mercado de valores e integración de este". Y es que según la IOSCO son las más indicadas en la regulación de este mercado, adicionalmente que contribuyen en buena medida a hacer que este sea más eficiente.

Las Organizaciones Autorreguladoras desde la crisis financiera de 2008 están siendo cuestionadas. Por ejemplo, en Europa no existe mucha confianza en estas organizaciones, quizá esto se deba al fuerte esquema regulatorio bajo el modelo de gobierno con el que cuentan. Adicionalmente es probable que esta poca confianza se deba a la creencia que estas organizaciones no son capaces de lidiar con los conflictos de intereses que se pueden presentar con los asociados. Pero es probable que no tengan en cuenta que un modelo autorregulatorio, que sea independiente, puede conducir a mercados de capitales más eficientes.

### **¿Cómo afectó la crisis financiera la confianza en la autorregulación?**

La crisis financiera de 2008 puso en la lupa a las Organizaciones de Autorregulación. La principal razón es la creciente demanda de instituciones reguladoras independientes del mercado, esto con el principal objetivo de reducir el conflicto de intereses; obviamente estas mayores demandas generaron la pérdida de confianza en las Organizaciones de Autorregulación.

Pero así como se vio afectada la confianza en estas organizaciones, la crisis abrió la puerta para demostrar que pueden ser una muy buena alternativa para regular el mercado de valores, eso sí, controlando el conflicto de intereses que pueda surgir con un modelo de miembros independientes.

Claramente, la crisis reflejó la carencia de anticipación a situaciones complejas por parte del gobierno. Como se mencionaba, esto puede ser en parte por la falta de experiencia y capital humano lo suficientemente capacitado en el mercado de valores. Si se establece un modelo con Organizaciones de Autorregulación independientes, y además se logra engranar la coordinación entre gobierno y estas organizaciones, la oportunidad que se presenta para estas instituciones es inmejorable.

Otro reto para estas organizaciones, está relacionado con la globalización de las operaciones. Los operadores ya no actúan solamente en las bolsas domésticas, estos realizan operaciones en diferentes bolsas del mundo. Esto hace que la labor de regulación de estas organizaciones se haga más compleja, pero es algo que puede solucionarse con

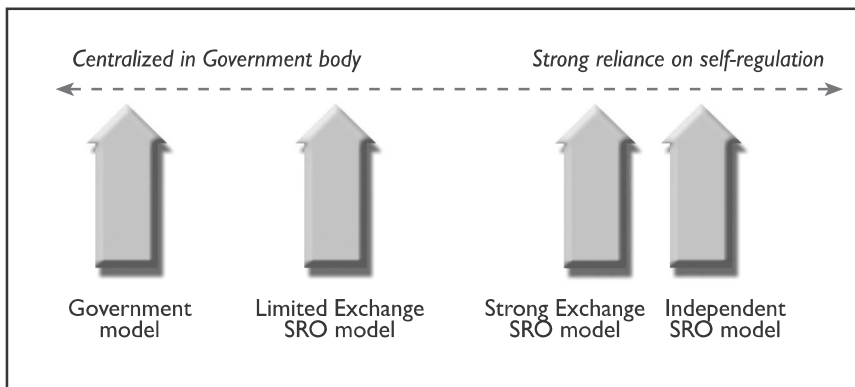
convenios entre Organizaciones de Autorregulación y bolsas alrededor del mundo.

### Principales Modelos de autorregulación

Diferentes modelos autorregulatorios son observados en diferentes países alrededor del mundo. Carson (2010) realiza una excelente compilación de estos: los clasifica desde el modelo más restringido en términos de autorregulación, es decir el modelo en el cual el gobierno es el único o el principal agente regulador; hasta el modelo bajo la existencia de Organizaciones Autorreguladoras independientes. En la figura 1 se encuentra el diagrama de Carson para los modelos de autorregulación más comunes. A continuación se presenta una breve descripción de cada uno de estos modelos.

## FIGURA 1

Modelos de Autorregulación



Fuente: Carson (2010)



## **Modelo de Gobierno**

En este modelo los gobiernos piensan que funciones de regulación a una institución privada no es la mejor opción, especialmente a una bolsa de valores. Como se mencionaba, probablemente es por la creencia de que estas organizaciones no están en la capacidad de manejar el conflicto de intereses de sus miembros.

Básicamente bajo este modelo la eficiencia y efectividad de la regulación se centra en un solo organismo, en este caso completamente dependiente del gobierno. En teoría bajo una institución gubernamental eficiente se estaría en un escenario ideal para las firmas, pues esto sería más simple para estas y los inversionistas. Si la regulación en general y los costos de cumplimiento son bajos, este modelo debe hacer que el mercado de capitales en un país sea más competitivo.

¿Pero de qué forma se llegaría a una institución gubernamental eficiente? Sencillamente, al contar con solo una institución encargada de la regulación, la infraestructura y las actividades no se duplicarán (esto ocurre cuando el gobierno comparte la regulación con otra(s) institución(es) y no están definidas con claridad las funciones de cada una). Además la eficiencia en este sentido está relacionada con la coordinación de actividades y funciones de regulación que debe realizarse cuando se tiene más de una institución y no es clara la línea de división entre las funciones de cada una; obviamente esto genera incrementos en los costos de la regulación gracias al mal uso de recursos.

Claro está que este modelo tiene sus ventajas. Quizá la más sobresaliente es que la regulación puede llevarse de manera más efectiva; la razón es que la institución gubernamental cuenta con amplia jurisdicción sobre todos los agentes participantes en el mercado, esto hace que las funciones desempeñadas lleguen a ser más eficientes. Por el otro lado, para una Organización de Autorregulación, la jurisdicción sobre todos los agentes participantes es limitada, lo que dificulta su intervención.

Otra ventaja de este modelo es que minimiza los conflictos de intereses entre las actividades de negocios y regulación. Como se mencionó, gracias a la amplia jurisdicción que tiene puede limitar el alcance de actividades de supervisión de las bolsas. A pesar de esto, las bolsas tienen reglas de transar y enlistar bajo este modelo y por lo general tienen alguna responsabilidad por supervisar las operaciones.

Las desventajas de este modelo son varias. Por un lado se necesita de una gran cantidad de recursos para cubrir por completo todos los aspectos relacionados con la regulación del mercado de valores. Adicionalmente, por el poder que puede obtener puede convertirse en excesivamente burocrático, generando incentivos perversos para cumplir con sus obligaciones. Otra desventaja de este modelo es que en la mayoría de veces, el gobierno no cuenta ni con la experiencia ni el personal especializado en el mercado de valores. Esto lleva a que se cometan errores que pueden llegar a ser costosos para la economía.

## **Modelo limitado de bolsa (Organización de Autorregulación)**

Este modelo básicamente funciona con una institución gubernamental que actúa como ente regulador primario. La principal diferencia con el modelo anterior, es que en este se asignan unas funciones específicas y limitadas a las bolsas de valores, las cuales están relacionadas con la operación del mercado. Estas pueden ser: vigilancia del mercado y la realización de la lista de inclusión de empresas.

La principal ventaja de este modelo, es que las bolsas cuentan con la experiencia y el personal capacitado para llevar a cabo de una manera eficiente las funciones asignadas. La principal desventaja está relacionada con el manejo del conflicto de intereses. Pero el manejo del conflicto de intereses puede ser reducido, teniendo en cuenta que la credibilidad y reputación para las bolsas es un activo de un elevado valor, el cual no estarían dispuestos a perder.

### Modelo “fuerte” de bolsa SRO (Organización de Autorregulación)

Al igual que en el modelo dos, este funciona con una institución gubernamental que actúa como ente regulador primario. Pero en este caso, las funciones regulatorias asignadas a las bolsas son extensivas, es decir que van más allá de las operaciones de mercado. Estas funciones cubren regulaciones de mercado, regulación de la conducta y operaciones de sus miembros, y reglas de inclusión en la lista de cotización bursátil. Adicionalmente, si la bolsa opera una cámara de compensación, regula los sistemas de compensación y liquidación.

Las ventajas de este modelo son el mayor uso de la experiencia de la industria, así como una reducida carga a la institución reguladora pública. Las desventajas al igual que en el modelo dos, están relacionadas con el problema del manejo del conflicto de intereses. Y es que en este modelo se potencia este problema, gracias a las funciones extensivas que le son asignadas. Otra desventaja es que estas mayores funciones necesitan de recursos y tiempo, esto puede alejar a las bolsas de su objetivo principal.

Adicionalmente la institución gubernamental al depender de la Organización Autorreguladora para desempeñar ciertas funciones tiene menos control, especialmente sobre las operaciones del día a día de los mercados; la forma como los reguladores tratan de contrarrestar esta pérdida de control, es estableciendo rigurosos controles de procedimientos a las Organizaciones Autorreguladoras, esto obviamente genera costos adicionales y puede llevar a la duplicidad de funciones.

### Modelo de miembros independiente SRO (Organización de Autorregulación)

La estructura de este modelo es similar a la anterior; razón por la cual algunas ventajas son las mismas. Pero en este caso el gobierno regulador asigna un mayor número de funciones regulatorias a una Organización de Autorregulación donde sus miembros son independientes. Esta organización es generalmente sin ánimo de lucro y su naturaleza

es netamente de ente regulador; adicionalmente es independiente de las bolsas y otros operadores del mercado.

A diferencia de los modelos dos y tres, esta independencia lleva a la minimización del conflicto de intereses. Las Organizaciones de Autorregulación independientes son vistas como reguladores neutrales e insesgados porque ellos no tienen ningún tipo de intereses comerciales que proteger.

Otra ventaja de este modelo es que genera mercados competitivos en dos sentidos: i) Fomenta negocios-enfocados, bolsas más competitivas al reducir las funciones reguladoras de estas y ii) genera competencia entre bolsas y otros operadores del sistema al ser un regulador neutral. Adicionalmente, un regulador independiente al ser responsable de regular todos los agentes del mercado, construye regulación uniforme del mercado.

Este modelo puede ser ineficiente, si existe la duplicidad de funciones con el gobierno. Al igual que el modelo 3, el ente gubernamental pierde control de las operaciones del día a día.

### Modelo de Asociación Industrial SRO (Organización de Autorregulación)

Carson (2010) en su artículo, describe un quinto modelo, en el cual la Organización de Autorregulación actúa como Asociación Gremial. Este modelo desempeña un limitado número de funciones, al igual que el modelo cuatro, es otra estructura de miembros independientes de Organización de Autorregulación SRO. Carson describe las siguientes diferencias entre estos modelos.

- i. El primer modelo desempeña funciones extensivas de regulación y su papel principal es actuar como una Organización de Autorregulación. Su sistema de gobierno tiene fuerte representación de directores independientes o no asociados, sus tribunales también son independientes.
- ii. El segundo modelo tiene como función principal representar a sus miembros, razón por la cual sus funciones



regulatorias son limitadas. El problema viene en su sistema de gobierno, puesto que tienen poco o ninguno director independiente. Pese a las limitaciones de este modelo, pueden jugar un papel útil en complementar el trabajo de los reguladores del gobierno, ya que pueden ayudar en formar conjuntos de regulaciones fijadas por el gobierno.

Pese a que la tendencia, especialmente en Europa, es hacia un sistema de regulación en el cual el Estado es el único agente encargado de esta actividad, la autorregulación continua siendo importante en algunos países. Es más, Carson (2010) afirma que la crisis financiera es una oportunidad que debe aprovecharse, para consolidar la autorregulación como un sistema que brinda la mejor protección a los participantes del mercado de valores.

Obviamente, esto es un proceso que toma tiempo, y debe realizarse bajo los más estrictos estudios técnicos involucrando a todos los agentes que hacen parte del mercado de valores.

Por ejemplo, para evitar el conflicto de intereses, la mayoría de Organizaciones de Autorregulación, han sido reestructuradas para garantizar que las operaciones sean completamente o en parte independientes de las operaciones de mercado.

Para Carson (2010), una Organización de Autorregulación “completamente desarrollada” desempeña tres funciones principales:

- i. Hacer reglas:** Establecer reglas y regulaciones gobernando la conducta de firmas miembro y otras personas reguladas, esta la cataloga como una función opcional.
- ii. Supervisión:** Supervisar miembros y mercados para monitorear el cumplimiento de las reglas.
- iii. Hacer cumplir las reglas:** Responsable de hacer cumplir las reglas, investi-

gando y monitoreando potenciales violaciones, así como disciplinando individuos y firmas que violen las reglas.

## **Costo-beneficio de la autorregulación en el mercado de valores**

La regulación trae costos consigo. Los gobiernos buscan reducir estos costos para contar con mercados de valores más competitivos. Cuando la regulación del mercado de valores se deja solamente en manos del gobierno, esta puede ser ineficiente, lo que llevaría a un incremento significativo en los costos para los diferentes agentes participantes en el mercado.

Es por esta razón que surge la necesidad de contar con un análisis Costo-Beneficio de la autorregulación del mercado de valores, de tal manera que se puedan analizar sus ventajas y desventajas<sup>2</sup>.

La aplicación de la metodología Costo-Beneficio es bastante amplia en diferentes fenómenos económicos, financieros, sociales, entre otros. La importancia de esta técnica, radica en que es una herramienta poderosa para la toma de decisiones, puesto que ayuda a determinar si un proyecto o política es beneficioso para los agentes involucrados. Con los resultados obtenidos, se pueden hacer ajuste de manera tal que se optimicen recursos.

La regulación, y en este caso la autorregulación, implican unos beneficios y costos para los agentes involucrados. De allí surge la necesidad de realizar un análisis costo-beneficio, que permita determinar si esta intervención es lo más beneficioso para la economía en su totalidad.

Pero como cualquier metodología, en este caso, técnica cuantitativa, está sujeta a críticas. La principal está relacionada como los costos que implica llevarla a cabo; y es que la necesidad de información es bastante. Lo ideal es contar con una serie de tiempo lo suficientemente larga, que permita capturar

<sup>2</sup>Es importante tener en cuenta que la autorregulación en el mercado de valores en algunos casos puede ser más costosa que la regulación en manos de gobierno. Por ejemplo en mercados pequeños con escaso desarrollo no tiene sentido implementar un sistema de autorregulación.

todos los cambios ya sean estructurales o coyunturales.

Para el caso de la autorregulación al tenerse costos y beneficios intangibles, hacen que sea un poco más difícil su cálculo. Pero este costo de realizar una estimación monetaria de estos intangibles, debe ser visto como una muy buena inversión. Y es que al tenerse resultados y socializarse, muestra a las Organizaciones autorreguladoras como instituciones transparentes en su gestión y si a esto se suma los beneficios que trae la autorregulación, generará mayor confianza en los inversionistas y potenciales inversionistas.

A pesar que la literatura sobre análisis costo-beneficio de la regulación del mercado de valores no es muy amplia, la existente hace un estudio bastante detallado sobre los beneficios que trae este tipo de estudios para este sector. Teniendo en cuenta esto, en la presente sección se describirán las ventajas y desventajas que tiene la autorregulación en el mercado de valores, desde el punto de vista del análisis costo-beneficio.

Ante la presencia de fallas de mercado el gobierno interviene con el objetivo de obtener una mejor asignación de recursos. En el mercado de valores, la principal falla de mercado es la información asimétrica. A continuación se presentan las razones por las cuales el gobierno decide intervenir en el mercado.

### **Análisis Costo-Beneficio ante la presencia de fallas de mercado**

Cuando se tienen mercados descentralizados, la teoría económica convencional afirma que los recursos se asignarán de una manera óptima, y por tal razón la intervención del Estado no traerá beneficios para la sociedad, sino por el contrario puede llevar costos innecesarios a los agentes participantes.

Pero cuando esta descentralización falla en la asignación de recursos, se presentan fallas de mercado como externalidades,

bienes públicos e información asimétrica. Es en esta última en la que nos centraremos, puesto que es la directamente relacionada con mercados de capitales.

### **Información asimétrica**

La información asimétrica es quizá la principal fuente de fallas en los mercados financieros. ¿Pero qué quiere decir información asimétrica? Sencillamente es la situación donde los agentes no tienen la misma información o esta es incompleta. Un ejemplo es cuando los inversionistas no pueden distinguir entre inversiones “buenas” y “malas”<sup>3</sup>, en términos de rentabilidad y riesgo. Esto genera un mercado ineficiente y limitado para activos riesgosos.

La alternativa para solucionar estas fallas de mercado es la regulación, esta puede consistir en regular a los participantes del mercado y sus conductas; así como la imposición de divulgación obligatoria a los emisores.

Ante la presencia de información asimétrica en el mercado de valores, se hace necesaria la intervención del gobierno por medio de la regulación. Pero esta no solamente trae consigo beneficios a los inversionistas, también viene de acompañada de costos. Es en este punto donde surge la necesidad de realizar un análisis costo-beneficio, pues lo que realmente debe interesar es el beneficio neto para la sociedad en su conjunto.

Schwartz (2006) en su artículo menciona que la opinión de los expertos es realizar un análisis costo-beneficio a las diferentes propuestas de regulación y que estas deben ser examinadas en el total y en el margen; además este análisis debe hacerse partiendo de un escenario base.

La propuesta de este documento de investigación es que para Colombia se realice este análisis tomando los modelos descritos en la sección anterior: El escenario base del que se parte es el actual, en el cual se tiene una Organización de Autorregulación independiente

<sup>3</sup> En este caso se hace referencia a las inversiones que presentan un alto riesgo de recuperar el dinero invertido.

(Autorregulador del Mercado de Valores) y se estimen costos y beneficios del modelo actual, de manera tal que puedan ser comparados con los otros modelos alternativos.

### Ventajas de la autorregulación

Quizá la principal ventaja que tiene el modelo autorregulador independiente sobre el de gobierno, es que la regulación del último es considerada como costosa e ineficiente. Las principales razones a este hecho son las siguientes:

**i. Costo de información:** El gobierno tiene limitados recursos para obtener y analizar la información. Las firmas reguladas son las que tienen la mejor información sobre el trade-off de "hacer cumplir las reglas", adicionalmente cuentan con la experiencia y el capital humano en algunos campos, con que el gobierno no cuenta. El principal problema acá es que los gobiernos al no tener información completa, se ven en la necesidad de utilizar diferentes fuentes de información que les permita conocer los posibles impactos de regular o no; esto puede generar problemas en la toma de decisiones.

**ii. Problema principal agente:** Este quizá es la razón que hace que la regulación ejercida por el gobierno no sea eficiente. Los agentes cuentan con poca información que les permita monitorear las operaciones del gobierno, ya que esta es costosa. Este problema reduce los incentivos del gobierno para evaluar la efectividad y eficiencia de la regulación y agencias reguladoras.

Zingales (2004) revisa la controversia sobre la regulación y aplica esta percepción al debate sobre gobierno y fondos mutuos. Encuentra una gran dificultad al ver como esta regulación ideal puede emerger de los procesos políticos, los cuales tienden a ser dominados por las firmas que ya están establecidas en el mercado. Menciona que el principal beneficio de la autorregulación es la flexibilidad de adaptación en el tiempo y la habilidad para sacar el conocimiento más profundo en el diseño de las reglas.

### Organizaciones autorreguladoras y análisis costo-beneficio

Los inversionistas necesitan información histórica, así como el rendimiento esperado sobre las inversiones que pretenden realizar. La información es un activo costoso tanto para las firmas como para los inversionistas. Los dos principales costos de información que se encuentran son: costos de búsqueda y de procesamiento (es decir organización e interpretación):

**i. Costos de búsqueda:** Para los inversionistas, estos costos incluyen los relacionados con la información que las firmas en la cual desean invertir. Al no existir un sistema de información centralizado relacionado de la bolsa o intermediarios que puedan facilitar estos datos, los costos pueden aumentar considerablemente. Si partimos del supuesto que un número de inversionistas están recolectando la misma información, la pérdida de recursos, sería importante. Por otro lado, para las firmas, estos costos están relacionados con la recolección de su información interna, procesamiento y análisis para potenciales beneficiarios. Las firmas, al contar con personal experto, incurren en costos relativamente altos para el análisis de la información gracias a las economías de escala con las que cuenta. Pero sí pueden enfrentar costos elevados en la búsqueda de potenciales inversionistas, esto bajo el supuesto de no existencia de intermediarios. Las fuerzas de mercado solucionan en parte este problema con bolsas de valores desarrolladas. La existencia de estos costos generan problemas de eficiencia en el mercado de capitales. Por un lado, si son lo suficientemente altos, pueden desincentivar a los inversionistas; además estos pueden no ser capaces de distinguir entre inversiones de alto o de baja calidad. Pero la existencia de profesionales como analistas de inversión, banqueros de inversión, hacen que estos costos de transacción sean más bajos al disminuir los costos de búsqueda y procesamiento de información.

**ii. Costos de procesamiento:** la recolección de datos internos de las firmas así como los datos externos relacionados genera costos que pueden llegar a ser significativos dada la especialización del mercado de valores. Como se mencionó, la dinámica de este mercado hace que constantemente se estén creando nuevos productos, lo que implica contar con personal especializado que se capacite constantemente, esto implica costos considerables para las firmas.

Por el lado de los beneficios podemos encontrar los siguientes

**i. Regulación más eficiente:** Las Organizaciones de Autorregulación al contar con la experiencia y el personal capacitado, están en la capacidad de establecer leyes regulatorias más acorde con la dinámica del mercado.

**ii. Focalización del ente regulador gubernamental:** Las Organizaciones de Autorregulación le quitan carga administrativa y técnica al gobierno en las operaciones del día a día. Gracias a esto, el ente gubernamental puede concentrar recursos en temas relacionados con riesgos sistémicos.

**iii. Mayores ingresos para las firmas:** Un sistema autorregulador en el cual los estándares de calidad y la transparencia se encuentren entre sus pilares, genera mayor confianza en el inversionista, quien va a estar más dispuesto a participar en el mercado.

Schwartz (2006) afirma que los principales atributos del análisis costo-beneficio, son “el énfasis sobre valoraciones individuales de resultados, neutralidad respecto al mérito social de “ganadores” y “perdedores” y la insistencia que todos los costos y beneficios de una propuesta sean considerados”. Esto implica que la regulación no se puede enfocar solamente en la protección a los inversionistas ni tampoco en los costos en que incurrirán los participantes en el mercado, es decir, el análisis debe incluir el beneficio para la economía total, específicamente para el mercado involucrado.

La diferencia entre regulación del gobierno y autorregulación implícitamente asume un trade-off costo-beneficio. El gobierno debe renunciar a control regulatorio directo, esto trae beneficio para estas instituciones, en el sentido que ganan flexibilidad para adaptarse rápidamente a un mercado tan dinámico y al contar con la experiencia puede crear regulación más relevante para sus miembros.

Al considerarse un juego la autorregulación, es obvio que para que funcione correctamente deben existir incentivos, en este caso económicos, para los participantes. Los miembros de un grupo auto-regulado deben creer ex-ante que los beneficios económicos de la autorregulación son mayores que si son regulados por el gobierno.

Pero como ya se ha mencionado, la regulación tiene un impacto sobre todos los participantes del mercado, esto trae consigo unos costos que son trasladados directa o indirectamente al consumidor final vía mayores precios. La CFA (2007) afirma que el éxito de cualquier sistema regulatorio debe ir acompañado de un constante monitoreo sobre el impacto en el mercado, en los agentes participantes y en la economía en general.

Quizá el principal problema al que nos enfrentamos en el análisis costo-beneficio de la autorregulación, es que estos son intangibles, por lo tanto la cuantificación de su valor complica el análisis. Los beneficios de la autorregulación son los más difíciles de cuantificar, ya que dentro de estos los que más peso pueden llegar a tener son la confianza y el efecto reputación.

Los costos para los grupos autorregulados son intangibles y no tienen precisa medición, por ejemplo, los costos de los requerimientos de divulgación son difíciles de cuantificar; tales costos pueden ser más similares a inhibiciones o potenciales beneficios.

De acuerdo a CFA (2007), el análisis costo-beneficio de la autorregulación debe enfocarse en:

**i. Flexibilidad y eficiencia:** Los beneficios no incluyen solamente aumento en el ingreso, también el ahorro en costos gracias al sistema de autorregulación.

**ii. Experticia:** La experiencia y experticia de la industria, genera un impacto positivo sobre la calidad, eficiencia y efectividad de las reglas resultantes y regulaciones. Obviamente el efecto directo será una minimización de costos y maximización de beneficios de los participantes.

**iii. Minimizar resistencia:** El alineamiento de los intereses de los miembros a través de la autorregulación, amplía la disponibilidad de los miembros a adherirse a un conjunto de estándares. Esta menor resistencia frecuentemente es trasladada a un ahorro en costos.

**iv. Estándares más altos:** Al no estar limitada por un conjunto de leyes, una Organización de Autorregulación puede adaptar el comportamiento más allá de lo que es netamente legal, hacia lo que es benéfico para el continuo suavizamiento de las operaciones del mercado. Cuando esto ocurre, todos los participantes salen beneficiados.

**v. Competencia:** Si la regulación del gobierno es de "mano dura", es un riesgo para el mercado. El comportamiento no-competitivo entre los actuales participantes del mercado puede disminuir los beneficios a los otros participantes o potenciales participantes. Esto genera una caída en la habilidad del mercado para atraer nuevos participantes (miembros e inversionistas).

**vi. Beneficio a los miembros:** (ingresos, estándares de calidad, eficiencia y ampliación de la reputación) debe pesar más que los costos (cumplimiento).

### ¿Pero por qué es beneficioso para un país contar con una Organización de Autorregulación?

La primera razón para que un país cuente con una Organización de Autorregulación son los costos. La regulación es costosa y regular el mercado de valores eficientemente demanda una gran cantidad de recursos.

Las Organizaciones de Autorregulación cuentan con la infraestructura, la experiencia y el personal calificado para desempeñar ciertas funciones regulatorias de manera más óptima que el gobierno. Además, el mercado de valores al ser tan dinámico, cada día está sacando productos más sofisticados y complejos; es probable que el gobierno no se encuentre en la capacidad de ir a este ritmo vertiginoso del mercado y se vea rezagado, lo cual sería perjudicial para la economía.

El gobierno al confiar en estas organizaciones puede destinar recursos hacia el monitoreo e investigación a riesgos sistémicos y otros aspectos fuera de la autorregulación.

### ¿Existe información para hacer un análisis costo-beneficio de la autorregulación en el mercado de valores?

En el mundo existen pocos países que cuentan con Organizaciones de Autorregulación independientes. En estos, la regulación está en manos de expertos en el sector; relativamente independientes, pero se tiene una autoridad pública como principal supervisor.

Por ejemplo, en Colombia se tiene el Autorregulador del Mercado de Valores, más la entidad encargada de la supervisión es la Superintendencia Financiera de Colombia.

A continuación se hace una breve descripción de cada una de estos ejemplos:



TABLA I

## Organizaciones de Autorregulación en el mundo

País	Nombre de organización	¿Qué regula?	¿A quién regula?	Información Pública
Canadá	IIROC (Investment Industry Regulatory Organization of Canada).	La actividad de negociación de títulos valores.	Bolsas de valores: TSX, TSX-Venture and CNSX y nueve sistemas alternativos de negociación de títulos valores.	Sí, todos los años publica un reporte anual con información como volumen (acciones transadas), número de transacciones y valor.
Japón	JSDA (Japan Securities Dealers Association)	Transacciones OTC de acciones y bonos, suscripción de títulos, operaciones bursátiles internacionales, entre otros.	Intermediarios del mercado de valores.	Sí, la información publicada incluye Estados Financieros de JSDA, así como actividades realizadas durante el año fiscal, como estadísticas de acciones disciplinarias a firmas miembro o sus administradores y/o representantes.
Corea del Sur	KOFIA (Korea Financial Investment Association).	Mercados sobre el mostrador (OTC).	Intermediarios del mercado de valores.	Sí, publican estadísticas sobre el Mercado de capitales. Publican en la página web información como volumen (acciones transadas), número de transacciones y valor. Ofrece adicionalmente el servicio de comparación entre diferentes productos
Estados Unidos	FINRA (Financial Industry Regulatory Authority)	Hace que el mercado de valores sea más seguro.	Firmas de valores	Sí, publica cada año su reporte financiero

Fuente: Páginas web y reportes financieros de las Organizaciones de Autorregulación

Como se mencionaba, el análisis costo-beneficio de la autorregulación requiere un volumen de información considerable que hace que este sea costoso. En la Tabla I se presentan las Organizaciones de Autorregulación independientes, sin incluir al AMV de Colombia; se analiza si de acuerdo a la información publicada por dichas organizaciones, es posible llegar a una aproximación de las variables requeridas en el análisis costo-beneficio.

- Todas las organizaciones de autorregulación publican sus estados financieros.
- Publican el volumen y valor de las transacciones.

- Publican el número de procesos disciplinarios a miembros llevados a cabo durante el periodo fiscal.
- Publican la cantidad de personas capacitadas en los diferentes temas relacionados con el mercado y la autorregulación.

Esta información publicada por estas organizaciones, trae explícitamente y en algunos casos implícitamente, información sobre costos y beneficios de la autorregulación.

Por ejemplo, en los estados financieros se encuentran los costos laborales; allí tendríamos incluido un costo importante, la



mano de obra calificada. Un beneficio puede calcularse con el número de procesos disciplinarios; sí se monetiza esta actividad en términos de la minimización del impacto negativo que hubiera tenido para el mercado el no haberse detectado a tiempo estas fallas, ya se tendría un beneficio palpable. Es muy probable que estas organizaciones tengan estudios o estimaciones sobre el costo que pudo haber tenido estas situaciones.

El volumen y el valor de las transacciones, por sí solos, no nos dirían nada. Necesitaríamos poder identificar las que se realizaron por mayor confianza en el mercado al tenerse la autorregulación. Obviamente hacer esto es una tarea muy difícil si no imposible de llevar a cabo.

Otro beneficio que puede calcularse con la información disponible, es sobre las personas capacitadas. Al ser multiplicadoras de conocimiento, se espera que con ese entrenamiento las firmas para las cuales trabajan, empiecen a aplicar las mejores prácticas del mercado.

Como se puede ver, sí se cuenta con cierta información útil para el análisis costo-beneficio de la autorregulación, pero es necesario complementar con las variables que se mencionaron en el documento. Lo que se puede concluir es que aún falta un esfuerzo para que las Organizaciones de Autorregulación, con el apoyo del gobierno, decidan realizar este análisis.

## **Conclusiones**

El modelo autorregulador enfrenta un reto importante después de la crisis financiera de 2008, que generó que se debatiera su efectividad en el manejo del conflicto de intereses. El reto al que se enfrenta está relacionado con que se encuentra en una oportunidad inmejorable para mostrar que un modelo de autorregulación independiente es una opción bastante buena para mejorar la eficiencia y efectividad de la regulación en el mercado de valores.

Como es obvio, la autorregulación implica unos costos y unos beneficios al

compararla con el modelo de gobierno. A pesar que no existen estudios en los cuales se haya realizado el análisis costo-beneficio con datos, la evidencia muestra que un esquema bien estructurado lleva a que los beneficios sean mayores que los costos.

Y es que los beneficios de contar con una Organización de Autorregulación independiente son considerables. Estas instituciones cuentan con la infraestructura, experiencia y personal calificado, para crear normatividad de altos estándares de calidad que vayan de acuerdo a la dinámica del mercado.

Otros beneficios de la autorregulación, están relacionados con la disminución de las funciones del gobierno en el monitoreo de las operaciones del día a día; esto libera recursos del gobierno para ser destinados a la investigación y monitoreo de riesgos sistémicos. Por otro lado si la Organización Autorreguladora tiene en sus pilares altos estándares de calidad y transparencia, va a generar confianza en el inversionista, con lo cual gana la economía.

Las limitaciones del análisis costo-beneficio radican en el costo importante que implica un análisis de estas características. La principal razón es que algunos costos y beneficios son intangibles, y se necesitarían estimar con el objetivo de monetizarlos. Pero el beneficio de hacer un estudio de estos potenciaría los beneficios mencionados, es decir, le enviaría una señal al mercado en el sentido que mostraría su interés en la mejora continua; obviamente esto va a generar mayor confianza en los inversionistas.

En Colombia el impacto de la crisis fue marginal si se compara por ejemplo con Estados Unidos. Esto se debe en buena parte a medidas tomadas antes de la crisis que minimizaron el efecto negativo de este choque, así como las medidas que se tomaron posteriores a la crisis.

No existe una receta única para la implementación de la autorregulación, esta depende de las características propias del mercado de capitales de cada país. Por esto es importante realizar un análisis costo-beneficio antes de casarse con un modelo determinado.

## Referencias Bibliográficas

- AMV. 2009. "Impacto de la Crisis Financiera Internacional en el Sistema Financiero Colombiano y en su Regulación". Bogotá.
- Ashby, S., Chuah, S. y Hoffmann R. 2003. "Industry Self-Regulation: A game theoretic typology of strategic voluntary compliance". Working paper, Nottingham University Business School.
- Carson, J. 2011. "Self-regulation in securities markets". Policy Research Working Paper 5542 World Bank.
- CFA Institute. 2007. "Self-Regulation in today's securities markets. Outdated System or Working in progress?".
- FINRA. 2012. FINRA 2011 Year in Review and Annual Financial Report.
- Green, A. 2003. "Self-regulation and the protection of the public interest". Working paper.
- IIROC. 2013. "Raising the Bar:" Annual Report 2011-2012.
- JSDA. 2013. JSDA Annual Report 2012.
- KOFIA. 2011. "Improving Financial Products Disclosure, Centered on Comparative Disclosure". Financial VIP series 2011-07.
- Schwartz, L. 2006. "Cost-Benefit analysis in Canadian securities regulation". Research Study. Commissioned by the Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada.
- Schwartz, R., Lehn, K. y Bronfman, C. (1994). "U.S. Securities markets regulation: Regulatory Structure." Working paper.
- Williams, A. 2004. "An economic theory of self-regulation". Working paper. London School of Economics.
- Zingales, L. (2004). "The costs and benefits of financial market regulation". Working paper N° 21/2004 ECGI.