



Munich Personal RePEc Archive

Conflicts of Interest in Financial Services: Taxonomy and Mechanisms for Regulatory Control

Vicente Lazen and Cristian Eguiluz

Superintendencia de Valores y seguros

December 2006

Online at <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/3891/>
MPRA Paper No. 3891, posted 7. July 2007



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

Documento de Trabajo N° 6

Diciembre 2006

**CONFLICTOS DE INTERES EN SERVICIOS
FINANCIEROS:
TAXONOMIA Y MECANISMOS DE CONTROL
REGULATORIO**

Vicente Lazen *

Cristián Eguiluz **

* Superintendencia de Valores y Seguros – Chile. vlazen@svs.cl

** Superintendencia de Valores y Seguros – Chile

La Serie de Documentos de Trabajo es una publicación de la Superintendencia de Valores y Seguros que divulga trabajos de investigación realizados por profesionales de esta institución o encargados por ella a terceros. El objetivo de la serie es aportar al debate de temas sectoriales del mercado de capitales y de seguros, facilitar el intercambio de ideas y dar a conocer investigaciones, con carácter preliminar, para su discusión y comentarios.

Los contenidos de los artículos publicados no representan necesariamente la opinión de la Superintendencia de Valores y Seguros, siendo ellos de exclusiva responsabilidad de los autores.

INTRODUCCIÓN

Los conflictos de interés están presentes en la actividad financiera de manera muy extendida, en gran parte debido a que la complejidad de los procesos y funciones realizadas por las instituciones financieras dificulta que éstas puedan ser eficientemente monitoreadas por sus propios clientes. Asimismo, la multiplicidad de roles que llevan a cabo estas entidades, posibilita que una función o actividad presente dificultades de compatibilidad con otra, o bien, que una actividad se convierta en una herramienta de extracción de valor a su cliente o contraparte.

Es por esto que la motivación principal tras este artículo es la de servir de herramienta práctica para el diseño de un marco regulatorio en un contexto de conflictos de interés de las actividades realizadas en el mercado de capitales. Lo anterior toma importancia al considerar la creciente tendencia hacia la consolidación, desregulación y globalización de los mercados de valores, bancarios de pensiones y de seguros, incrementando la aparición y el ámbito de acción de los conglomerados financieros.

En la primera parte de este artículo se identifican, describen y clasifican aquellas situaciones en las cuales la conjunción de funciones genera la aparición de conflictos de interés al interior de las instituciones financieras.

Posteriormente, se analizan las alternativas que permiten afrontar de manera eficiente los conflictos de interés. Para esto, en primer lugar se detallan un conjunto de medidas que permiten controlar dichos conflictos, o bien incentivar su resolución de manera adecuada, para lograr el mejor beneficio social. Finalmente, se analizan los criterios que permiten decidir el uso de la alternativa apropiada de mitigación según las características que presenta el conflicto de interés y las circunstancias que lo rodea.

1 CARACTERIZACIÓN DE LOS CONFLICTOS DE INTERÉS

En el contexto de los mercados financieros, podemos identificar la existencia de un conflicto de interés cuando se presenta una situación en la cual un agente —que en el contexto de nuestro análisis es una entidad financiera— que está en una posición de confianza o fiduciaria para con su cliente o contraparte, presenta un interés individual opuesto al de aquél. Cuando aquel agente opta por favorecer dicho interés individual, entonces decimos que el conflicto de interés es “resuelto en forma inadecuada”.

1.1 ¿Por qué este tema es importante para los reguladores?

Los conflictos de interés tradicionalmente han predominado, moldeado y condicionado la actividad financiera en una forma muy extendida, fundamentalmente por dos razones.

En primer lugar, en una transacción financiera es difícil ser capaz de observar, en forma económicamente eficiente, el accionar de un proveedor de servicios o de una contraparte. Si el accionar de esta contraparte fuera perfectamente transparente y desde luego comprensible, entonces para el proveedor sería muy difícil hacer uso de una ventaja de información con el fin de explotarla en el interés propio. Es en este sentido que la búsqueda de *transparencia* es un leitmotiv en el desarrollo de la regulación y en la aplicación de la supervisión.

Una segunda razón de la relevancia del conflicto de interés en la industria financiera es la multiplicidad de roles que llevan a cabo las entidades financieras. Esta multiplicidad de roles produce que a veces una función o actividad presente dificultades naturales de compatibilidad con otra (v.g. colocación de valores y administración de fondos, como se verá más adelante); o bien, que el hecho de llevar a cabo actividades paralelas, aún sin existir problemas de compatibilidad entre aquellas, represente para el agente una herramienta de extracción de valor a su cliente o contraparte (vg. operaciones con cartera propia e intermediación de valores).

Como si la multiplicidad de roles per se, no fuera suficiente para poner en dificultades a los reguladores financieros, la industria se ha estado moviendo hacia la reducción o eliminación de barreras entre actividades financieras y los conglomerados financieros están ocupando un rol mucho más importante en la competencia mundial¹. *En consecuencia, no es posible establecer una regulación adecuada de conglomerados financieros sin discutir y contar con una “estrategia de regulación” para el tema de conflictos de interés dentro del mismo conglomerado.*

En este artículo nos referiremos únicamente a aquellas acciones en que existe un conflicto de interés originado en la existencia de múltiples roles. De manera que no entrarían en esta

¹ Las economías de escala y de ámbito son utilizadas frecuentemente en la literatura para explicar la existencia de conglomerados financieros. En efecto, Berger, Hunter and Timme (1993) encuentran evidencia de menores costos de producción conjunto, mientras Herring and Santomero (1990) plantean que los consumidores valoran la posibilidad de realizar sus transacciones financieras de manera simultánea. Asimismo, Gertner, Scharfstein and Stein (1994), señalan que los conglomerados financieros permiten incrementar la eficiencia en los mercados de capitales domésticos. Finalmente Mester, Nakamura and Renault (2002) plantean que las firmas que se agrupan y alcanzan economías de escala y de ámbito, disminuyen los costos de monitoreo.

clasificación aquellas acciones originadas en una sola función, sino que el conflicto de dos o más funciones o roles. Ejemplo de ello resulta ser la actividad de clasificación de riesgo o la de auditoría externa, en donde ambas actividades dan origen a un conflicto en donde los correspondientes servicios son contratados por quien es evaluado. Aunque efectivamente este agente está enfrentado a intereses contrapuestos: el interés de su cliente clasificado y el interés del público inversionista, ello no se origina en una duplicidad de roles, sino que en la estructura de la transacción (el clasificado selecciona y paga al clasificador). Como en este caso no existe tal conflicto de roles, este conflicto de interés cae fuera del ámbito de nuestro análisis.

Es importante además precisar que no podemos considerar como “conflicto de interés” la tensión natural que se produce entre un cliente y el oferente de un servicio, en el sentido de que el primero puede ofrecer un servicio subóptimo, usualmente en forma inadvertida por el cliente, con el fin de maximizar su ganancia. Ejemplo de esto puede ser el aumento de la volatilidad de un fondo administrado, con el fin de aumentar el monto esperado de comisiones de desempeño o la asignación de transacciones favorables a fondos administrados que reportan un mayor cargo por comisiones. En estos casos, no existe el conflicto de interés como hemos decidido definirlo, ya que no hay un conflicto de roles.

Por cierto, un agente puede tener los medios o la oportunidad para actuar de manera errónea (conflicto de interés), pero optar conscientemente por actuar de forma correcta (resolver el conflicto a favor del cliente o contraparte). Sin embargo el regulador no puede optar por dejar la resolución del conflicto de interés en manos de la conciencia (subjetiva) de los agentes. Es por ello, y por la omnipresencia del conflicto de interés, que la regulación se hace cargo de castigar su resolución inadecuada, así como también de definirlo y proveer un estándar sobre el cual se entiende que éste se resuelve de manera adecuada.

El conflicto agente-principal y los conflictos de interés

El conflicto agente-principal juega un importante rol en la manifestación de los conflictos de interés, especialmente en la industria financiera. Efectivamente, aunque la existencia de una estructura agente-principal suele ser una condición necesaria para que una entidad resuelva inadecuadamente un conflicto de interés, esto no siempre es así para muchos otros tipos de contratos financieros. Por ejemplo, la estructura agente-principal subyace bajo los conflictos de interés que enfrentan los administradores de fondos. El cliente, al delegar la administración del patrimonio a una administradora de fondos, bajo un acuerdo en que, al no poder ser (eficientemente) observables las acciones del agente (la administradora), el principal (el cliente) debe muchas veces ejercer su capacidad de confiar en el agente, es decir el agente cumple un rol fiduciario, sobre una actividad que además compite, en términos de interés, con otras actividades que éste lleva a cabo.

1.2 Clases y taxonomía de los conflictos de interés

En un contexto donde las instituciones financieras realizan una multiplicidad de roles, la asimetría de información y los costos de transacción impiden a los clientes o contrapartes monitorear de manera eficiente las actividades que realiza su proveedor o contraparte,

posibilitando la aparición de conflictos de interés. De esta manera, y en la medida que estos conflictos no sean resueltos de manera adecuada, se generan transferencias de riqueza entre los partícipes y la entidad financiera, o bien, entre los clientes de una misma entidad.

Por lo anterior, resulta relevante reconocer aquellas situaciones en las cuales la yuxtaposición de funciones genera la aparición de conflictos de interés al interior de las instituciones financieras. Es por esto que en este artículo se realiza un esfuerzo por identificar, sin la intención de ser exhaustivos, los principales conflictos de interés presentes en la unión de dos actividades realizadas por una misma entidad. Para lo anterior, estructuraremos el análisis en base a una “*matriz de conflictos de interés*”, en donde se detallan las principales funciones y/o negocios que las entidades financieras desarrollan, identificando los conflictos presentes en la conjunción de tareas.

Asimismo, es conveniente recalcar que se debe ser cuidadoso al identificar el origen de un conflicto de interés. Si bien un conflicto de interés parecería que se manifiesta al llevar a cabo un determinado par de actividades, en realidad puede responder a una combinación distinta. Para ejemplificar esto, consideremos el caso de un corredor de bolsa que realiza las actividades transacción por cuenta propia y la de administración discrecional de cartera de clientes. El corredor podría utilizar los valores que sus clientes dejan en su custodia para la realización de transacciones para su cartera propia, sin la autorización de sus clientes. Pero una observación más detenida nos lleva a darnos cuenta que este conflicto surge por su rol adicional como intermediario de valores, es decir, porque simultáneamente puede efectuar transacciones de valores, tanto por cuenta propia, como por encargo de sus clientes. Por esta razón, este conflicto es clasificado en la matriz de conflicto de interés en la combinación de estas labores, no en la conjunción de las tareas de “administración discrecional de cartera” y “de transacciones por cuenta propia”.

A continuación se describen un conjunto de conflictos de interés presentes en las transacciones de servicios financieros, y que representan los insumos con los cuales se ha construido la matriz de conflictos de interés que se muestra en el presente artículo:

Venta atada

Esta situación se origina cuando un cliente o contraparte es forzada a adquirir productos o servicios adicionales con el fin de acceder a un determinado contrato o servicio financiero.

Ineficiente ejercicio del rol fiduciario en sociedades anónimas

Este conflicto surge cuando una institución financiera es reacia a ejercer de manera óptima sus derechos societarios, que mejoren los intereses de sus clientes, con el objeto de generar o mantener negocios con una sociedad a la que presta servicios. Estos negocios pueden ir desde contratación de créditos comerciales hasta la contratación de planes de ahorro previsional

colectivos, pasando por colocación de valores y otros servicios de banca de inversión². Lo anterior se materializa cuando la entidad financiera que administra recursos de terceros es renuente a castigar a la administración de la sociedad a la cual presta servicios, no cumpliendo con el deber de lealtad a sus inversionistas. Es posible que la administración de una sociedad presione a un determinado conglomerado financiero, para que vote de acuerdo a sus preferencias o pierda sus negocios con ésta, cualquiera que éstos pudieran ser.

Recomendaciones sesgadas

Para evaluar las diversas alternativas de inversión, la información disponible juega un rol fundamental. No obstante, cuando la información es variada y dispersa, para un inversionista puede no ser eficiente la búsqueda completa de información puesto que existen economías de escala y ámbito. Por lo anterior, el inversionista puede no contar o bien interpretar la información relevante³.

La actividad de recomendaciones de inversión, en Estados Unidos denominada como “investigación por el lado de la venta” (*Sell-Side research*)⁴, puede dar origen a un conflicto cuando la entidad financiera tiene algún interés en determinados valores, mientras que simultáneamente debe proveer las recomendaciones más adecuadas para sus clientes, pudiendo explotar la asimetría de información existente entre ambos, con el fin de influir sobre el precio de mercado de los valores recomendados. Lo anterior sucede cuando conjuntamente con la actividad de recomendar, la entidad participa activamente en procesos de colocación de valores (buscando beneficiar a su cliente con recomendaciones positivamente sesgadas.); o bien, cuando realiza recomendaciones de inversión de los fondos que ella administra, o simplemente cuando recomienda valores sobre los cuales mantiene inversiones ya sea directamente o través de entidades vinculadas a ella. También es posible que sus propias recomendaciones, sin influir sobre el precio de los valores, sí tengan injerencia sobre el éxito de otras actividades de la entidad⁵.

² Una interesante controversia se ha presentado en los Estados Unidos en relación al rol fiduciario que le caben a los fondos mutuos, quienes administran el 21% de los planes de ahorro 401 (k), los cuales son contratados en las compañías en que invierten. Representantes de los sindicatos exigen la divulgación de las votaciones de estos fondos en junta de accionistas. Las administradoras de fondos argumentan que ello, entregaría información de posiciones a la competencia, permitiéndole a ésta, anticipar las transacciones de los fondos. Representantes de la industria argumentan que los fondos en los Estados Unidos, prefieren optar por una “diplomacia silenciosa”, ya que las “votaciones negativas hacen caer el precio de la acción y el patrimonio de los inversionistas”. Una demanda en el año 2002, en contra de Carly Fiorina, Gerente General de Hewlet Packard, en ese entonces, fue interpuesta en base a que Fiorina había coartado la voluntad de Deutsche Bank en una votación por la fusión con Compaq. Deutsche Bank aparte de ser inversionista ofrecía servicios de banca de inversiones a la empresa. Fiorina le habría hecho ver a Deutsche Bank, la “importancia de la fusión para la continuidad de nuestra relación con Deutsche Bank”. Ver Leefert, en Bloomberg (2002).

³ Paredes (2003) lleva a cabo una discusión en relación a la efectividad de la mayor exigencia de divulgación de información al que han sido sometidos los participantes de la industria financiera en los EEUU en las últimas décadas y propone la tesis de que esta mayor carga de información, que pretende “iluminar” la toma de decisiones de los inversionistas, puede finalmente tener un efecto “cegador” sobre éstos en consideración a su volumen y complejidad.

⁴ El término *sell side* hace alusión a las firmas que toman órdenes de venta de parte de los participantes del lado de la compra (buy side), tales como fondos de inversión e inversionistas institucionales en general. Pero ocurre que aparte de este rol de meros intermediarios ejecutantes de las órdenes, estas entidades tradicionalmente han provisto también el servicio de análisis y recomendaciones en relación a los valores que mantienen los participantes del lado de la compra.

⁵ Por ejemplo, los trabajos de Irvine (2003), Jackson (2003), Agrawal y Chen (2004), y Cowen, Groysberg, y Healy (2003) encuentran evidencia de que las recomendaciones optimistas estimulan las transacciones de los inversionistas,

La imposibilidad —voluntaria o involuntaria— de aislar las funciones que entran en conflicto, originan conflictos de interés a nivel del personal de la entidad, ya sea porque éste es quien finalmente ejecuta las diversas funciones, pudiendo colaborar con el área de banca de inversiones (asistir en el levantamiento de capital para los clientes, participar en asesorías estratégicas del área corporativa, etc.) o bien por que el personal es compensado en función del éxito de otra actividad que es fuertemente afectada por su propia labor⁶.

Recomendaciones Inapropiadas (Suitability)

Este tipo de conflicto de interés se origina cuando una institución ofrece a sus clientes determinados productos financieros, los cuales objetivamente pueden representar una buena alternativa de inversión, que no son los que mejor se ajustan a las necesidades de sus clientes. Ejemplo de lo anterior es la recomendación de inversión en carteras compuestas por instrumentos que poseen una alta volatilidad a personas que se encuentran próximas a jubilar y cuya principal fuente de ingresos será su pensión.

Inversiones Sesgadas

Se refiere a la capacidad que posee la institución financiera de orientar el destino de las inversiones por cuenta de sus clientes, dirigiéndolas a alternativas que retribuyen los intereses de la entidad financiera, por sobre aquellos que mejor satisfacen las necesidades de los inversionistas. Esta situación se presenta por ejemplo cuando una entidad que administra cartera de manera discrecional invierte en valores propios o de entidades relacionadas no representan la mejor alternativa para el cliente.

Uso de información privilegiada

Este conflicto se genera cuando una institución al prestar servicios financieros adquiere información relevante de su cliente no divulgada al mercado, la cual usa en beneficio propio, o bien en beneficio de otros clientes.

Front-Running

Este conflicto se refiere a la capacidad que poseen las firmas financieras de ejecutar con ventaja transacciones correspondientes a su cuenta propia en desmedro de aquellas realizadas por clientes que potencialmente tienen impacto en el mercado. También es posible distinguir una práctica relacionada que podríamos definir como “*front-running inverso*”, en donde las firmas

generando ingresos adicionales por concepto de intermediación. De esta manera, se generan incentivos para que los analistas presenten recomendaciones sesgadas.

⁶ También es posible que existan conflictos de interés que no se originen necesariamente en una multiplicidad de roles, sino que la recomendación sesgada constituye un insumo necesario para la elaboración de recomendaciones. Por muy contradictorio que pueda parecer, Matsumoto y Chen (2006) encuentran que las empresas suelen ofrecer menos información a aquellos analistas que dan recomendaciones no favorables de la acción. Ellos encuentran además, que este comportamiento se redujo sin embargo, después de la promulgación de la norma de “divulgación equitativa” (*Fair Disclosure*) de la Securities and Exchange Commission (SEC) en el año 2000.

financieras ejecutan con ventaja de información, transacciones para un cliente en desmedro de aquellas realizadas por otros clientes que potencialmente tienen impacto en el mercado.

Asignación sesgada de transacciones

Este conflicto se genera cuando las instituciones financieras co-invierten en un valor conjuntamente con sus clientes. Por lo tanto, la administradora se puede favorecer en la adquisición, mantención y liquidación de una inversión, en detrimento de sus clientes.

Privilegio de clientes

Este conflicto se refiere a la posibilidad de que la institución financiera co-invierta de manera conjunta en valores para más de uno de éstos, privilegiando a un grupo de inversionistas en desmedro de otros. Por lo tanto, la administradora favorece a ciertos clientes en la adquisición, mantención y liquidación de una inversión (*Market Timing, Late Trading*).

Trading excesivo (Churning)

Este conflicto se origina cuando la institución financiera incrementa artificialmente las transacciones asociadas a las carteras de los clientes con el objeto de incrementar los ingresos por comisiones relacionadas a las transacciones necesarias para ejecutar las decisiones de inversión. Esto genera mayores costos y conlleva una suboptimización en el manejo de la cartera del cliente.

Uso de valores en custodia

Este conflicto se refiere a la utilización de los valores pertenecientes a un cliente que permanecen en custodia en la institución financiera, los cuales se utilizan para realizar transacciones por cuenta propia por parte de la entidad financiera, o bien para realizar transacciones de otros clientes.

Traspaso de Riesgo de Crédito

Una entidad financiera que tiene una alta exposición en una compañía cuyo riesgo de crédito se ha incrementado, tiene incentivos para asistir a dicha compañía en la emisión de instrumentos al mercado, trasladando el riesgo de crédito desde la institución financiera a los inversionistas.

Transacciones fuera de precios de mercado

Este conflicto se origina cuando la institución financiera tiene la capacidad de administrar simultáneamente dos o más carteras, efectuando entre ellas operaciones fuera de precios de mercado para favorecer su posición propia, o bien, beneficiando a determinados clientes en detrimento de otros.

A continuación se muestra la *matriz de conflictos de interés* que recoge los conceptos anteriores:

Negocios / Funciones	Agente que suele ejercer función	Préstamos comerciales	Transacciones por cuenta propia	Asesoría en inversiones	Recomendación de inversiones (sell side research)	Intermediación de valores	Administración discrecional de cartera	Colocación de valores	Administración de fondos	Oferta de Seguros	Distribución de cuotas de fondos mutuos	Gestión de ahorro de pensiones	Préstamos a personas
Préstamos comerciales	<i>Bancos</i>		Uso indebido de información de la empresa	Uso indebido de información de la empresa	Uso indebido de información de la empresa		Uso indebido de información de la empresa	Venta atada (condiciona crédito a contratación de servicios) Traspaso del riesgo de crédito (de préstamo comercial a bono)	Débil defensa de derechos de accionistas Uso indebido de información de la empresa Privilegio de cliente en desmedro de aportante (Market Timing, Late Trading)				
Transacciones por cuenta propia	<i>Bancos Intermediarios de valores</i>	Uso indebido de información de la empresa		Recomendación sesgada de posiciones propias	Recomendación sesgada de posiciones propias	Uso de valores en custodia Front running Asignación sesgada de transacciones por cuenta propia en desmedro de sus clientes	Inversiones sesgadas en posiciones propias o de sociedades relacionadas Transacciones fuera de precios de mercado entre cartera propia y cartera administrada	Uso indebido de información de la empresa	Transacciones fuera de precios de mercado entre cartera propia y fondos Front running Asignación sesgada de transacciones por cuenta propia en desmedro de los fondos				
Asesoría en inversiones	<i>Bancos/ Intermediarios/ Distribuidores</i>	Uso indebido de información de la empresa	Recomendación sesgada de posiciones propias			Recomendaciones optimistas con el fin de estimular órdenes de compra		Recomendaciones sesgadas en valores de colocación	Recomendaciones sesgadas de las posiciones de la administradora		Recomendaciones inapropiadas Recomendaciones sesgadas		

Negocios / Funciones	Agente que suele ejercer función	Préstamos comerciales	Transacciones por cuenta propia	Asesoría en inversiones	Recomendación de inversiones (sell side research)	Intermediación de valores	Administración discrecional de cartera	Colocación de valores	Administración de fondos	Oferta de Seguros	Distribución de cuotas de fondos mutuos	Gestión de ahorro de pensiones	Préstamos a personas
Recomendación de inversiones (sell side research)	<i>Intermediarios de valores</i>	Uso indebido de información de la empresa	Recomendación sesgada de posiciones propias			Recomendaciones optimistas con el fin de estimular órdenes de compra		Recomendaciones sesgadas en valores de colocación	Recomendaciones sesgadas de las posiciones de la administradora				
Recomendación de inversiones (sell side research)	<i>Intermediarios de valores</i>	Uso indebido de información de la empresa	Recomendación sesgada de posiciones propias			Recomendaciones optimistas con el fin de estimular órdenes de compra		Recomendaciones sesgadas en valores de colocación	Recomendaciones sesgadas de las posiciones de la administradora				
Intermediación de valores	<i>Intermediarios de valores</i>		Uso de valores en custodia Front running Asignación sesgada de transacciones por cuenta propia en desmedro de sus clientes	Recomendaciones optimistas con el fin de estimular órdenes de compra	Recomendaciones optimistas con el fin de estimular órdenes de compra		Transacciones excesivas (Churning) Transacciones fuera de precios de mercado entre clientes de intermediación y cartera administrada Asignación sesgada de transacciones de la cartera en desmedro de los clientes de intermediación						
Administración discrecional de cartera	<i>Administradoras de Fondos / Intermediarios de valores / Bancos</i>	Uso indebido de información de la empresa	Inversiones sesgadas en posiciones propias o de sociedades relacionadas Transacciones fuera de precios de			Transacciones excesivas (Churning) Transacciones fuera de precios de mercado entre clientes de intermediación		Inversiones sesgadas en valores de colocación	Front running inverso Inversión sesgada en fondos administrados o de sociedades relacionadas				

Negocios / Funciones	Agente que suele ejercer función	Préstamos comerciales	Transacciones por cuenta propia	Asesoría en inversiones	Recomendación de inversiones (sell side research)	Intermediación de valores	Administración discrecional de cartera	Colocación de valores	Administración de fondos	Oferta de Seguros	Distribución de cuotas de fondos mutuos	Gestión de ahorro de pensiones	Préstamos a personas
			mercado entre cartera propia y cartera administrada			y cartera administrada Asignación sesgada de transacciones de la cartera en desmedro de los clientes de intermediación			Asignación sesgada de transacciones Transacciones fuera de mercado entre cartera y fondos Privilegio de clientes en desmedro de los aportantes (Market Timing, Late Trading)				
Colocación de valores	<i>Intermediarios de valores / Bancos</i>	Venta atada (condiciona crédito a contratación de servicios) Traspaso del riesgo de crédito (de préstamo comercial a bono)	Uso indebido de la información de la empresa	Recomendaciones sesgadas con el fin de asegurar éxito de la colocación	Recomendaciones sesgadas con el fin de asegurar éxito de la colocación		Inversiones sesgadas en valores de colocación		Inversión sesgada en valores de colocación		Recomendaciones sesgadas		
Administración de fondos	<i>Administradoras de Fondos</i>	Débil defensa de derechos de accionistas Uso indebido de información de la empresa Privilegio de clientes en desmedro de los aportantes (Market	Transacciones fuera de precios de mercado entre la cartera propia y los fondos Front Running Asignación sesgada de transacciones por cuenta propia en desmedro de	Recomendación sesgada de posiciones de la administradora	Recomendación sesgada de posiciones de la administradora		Front running inverso Inversión sesgada en fondos administrados o de sociedades relacionadas Asignación sesgada de transacciones Transacciones fuera de precios	Inversión sesgada en valores de colocación			Recomendaciones sesgadas en fondos administrados		

Negocios / Funciones	Agente que suele ejercer función	Préstamos comerciales	Transacciones por cuenta propia	Asesoría en inversiones	Recomendación de inversiones (sell side research)	Intermediación de valores	Administración discrecional de cartera	Colocación de valores	Administración de fondos	Oferta de Seguros	Distribución de cuotas de fondos mutuos	Gestión de ahorro de pensiones	Préstamos a personas
		Timing, Late Trading)	los fondos				de mercado entre cartera y fondos Privilegio de clientes en desmedro de los aportantes (Market Timing, Late Trading)						
Oferta de Seguros	CSV CSG / Bancos / Intermediarios												Venta atada (condiciona crédito a contratación de seguros)
Distribución de cuotas de fondos mutuos	Administradoras de Fondos / Bancos / Intermediarios			Recomendaciones inapropiadas (suitability) Recomendaciones sesgadas	Recomendaciones sesgadas				Recomendaciones sesgadas en fondos administrados				Venta atada (condiciona crédito a contratación de fondos mutuos)
Gestión de ahorro de pensiones	AFP, Bancos, CSV, Intermediarios, Administradoras de Fondos												Venta atada (condiciona crédito a contratación de plan)
Préstamos a personas	Bancos / CSV									Venta atada (condiciona crédito a contratación de seguros)	Venta atada (condiciona crédito a contratación de fondos)	Venta atada (condiciona crédito a contratación de plan)	

2 MECANISMOS DE CONTROL REGULATORIO

Habiendo reconocido, identificado y clasificado los conflictos de interés en los mercados financieros, es pertinente avanzar hacia la búsqueda de elementos posibles para lidiar con esta situación. Creemos por cierto, que la sola identificación puede ser de utilidad para el regulador financiero. Mal que mal la práctica de la regulación debe fundamentarse en el reconocimiento, identificación y clasificación de las fallas de mercado, sus consecuencias y la factibilidad de la intervención estatal. Pero nuestra motivación es explorar alternativas de solución, y en especial, aquellas económicamente eficientes, en términos del bienestar social.

Con este fin, nos abocamos en esta sección a dos objetivos centrales. El primer objetivo es presentar las que a nuestro juicio son las medidas que bajo un estado de derecho puede adoptar un regulador, para lograr la mencionada maximización del beneficio social, en términos de controlar los conflictos de interés en términos de su resolución adecuada. A este conjunto de medidas la hemos llamado “mecanismos de control regulatorio”. El segundo objetivo consiste en presentar criterios para su uso, en consideración a que cada uno de los mecanismos debe ser usado según las características del conflicto de interés. Es por ello que la sección subsiguiente elabora sobre las características que se presentan en los conflictos de interés y las circunstancias que lo rodean, y que en definitiva determinan la mejor herramienta a emplear en el control de un determinado conflicto de interés.

Antes de proseguir, debemos aclarar que una resolución inadecuada de un conflicto de interés en la industria financiera, debe ser sancionada por ley. Si no es así, no cabe un rol alguno al regulador, y mal podría jugar un papel en su “control”. Por lo tanto, en primer lugar la regulación debe considerar el conflicto de interés y exigir una resolución adecuada para el interés de los clientes o contrapartes. Cuando el conflicto no puede resolverse sin afectar a una de las partes, el conflicto de evitarse con anticipación.

Aquellos familiarizados con la labor regulatoria sobre los conflictos de interés entienden que una norma legal que castigue la “resolución inadecuada de los conflictos de interés” simplemente no es suficiente para lograr una solución óptima al problema analizado. No sólo por la obviedad de que la ley no garantiza su cumplimiento, sino porque además los conflictos de interés muchas veces no son observables por terceros (su existencia) y, menos aún lo es su resolución (bien o mal resuelto). Entonces la ley no es más que el punto de partida imprescindible pero tratándose de conflictos de interés, de poca utilidad por si sola.

2.1 Mecanismos de control regulatorio

1. Prohibición o separación legal de actividades

Es posible argumentar que la mejor manera de controlar los conflictos de interés es evitarlos por completo y es ésta por cierto la visión que predomina en la mayoría de las regulaciones financieras. La separación legal de actividades (o bien “exclusividad de giro” para cada entidad) se presenta en el caso en que las funciones son desarrolladas por medio de dos entidades diferentes e independientes desde el punto de vista legal y financiero (y generalmente operacional). Esta medida evita que la entidad se exponga a la multiplicidad de roles, haciendo imposible la manifestación de conflictos de interés. Un

ejemplo clásico de una disposición como ésta es la Ley Glass-Steagal de 1933, la cual entre otras medidas, separaba la actividad de banca comercial y banca de inversiones (o de servicios de valores), prohibiendo en la práctica que los bancos comerciales sean dueños de casas o corredoras de valores.

Es posible argumentar que también se puede estructurar una separación de actividades en forma interna dentro de la organización, a través de diferentes departamentos o áreas separadas entre sí por lo que se conocen como “murallas chinas” virtuales. Sin embargo, esta variante se aparta, a nuestro juicio del espíritu de este mecanismo y lo hemos considerado dentro de otro tipo de herramienta.

2. Impedimentos estructurales para la resolución inadecuada

Esta herramienta de control no impide que la entidad pueda llevar a cabo las actividades en las cuales presenta conflictos de interés. Sin embargo cualquiera sea la forma en que ésta o su personal opera, en la práctica se hace imposible que el conflicto de interés desemboque en un perjuicio para alguna parte, debido a la existencia de restricciones operativas. Esto se logra mediante el uso de impedimentos en la estructura operacional que hacen que la materialización de una resolución inadecuada sea (demasiado) visible.

Podríamos usar el siguiente ejemplo: un intermediario de valores, que además de este rol cumple el de operar por cuenta propia, está enfrentado al conflicto de interés de usar los valores bajo su custodia para llevar a cabo transacciones en cartera propia. En un sistema operacional estructurado de manera tal que las cuentas de los clientes estén individualizadas, separadas entre sí y con la cuenta del intermediario, en el depósito de valores, dificulta al intermediario el uso de los valores de los clientes en forma impune porque la posición de valores de cada cliente es visible para éste, haciendo evidente cualquier movimiento no autorizado de valores.

En general, los sistemas tecnológicos de detección, monitoreo y control pueden contribuir enormemente a reducir la necesidad de supervisión e inspección —con el consecuente efecto sobre la facilidad de hacer negocios— al hacer que las malas prácticas queden al descubierto o bien sean imposibles de llevar a cabo.

3. Revelación de potenciales conflictos (disclosure)

Esta herramienta consiste en requerir a la entidad o a la contraparte, la revelación de los posibles conflictos de interés que pudiera tener en el desarrollo de su actividad. Esta información puede ayudar a los inversionistas o clientes a limitar su relación con la entidad, ponderar la información que recibe o a verificar el estado de los mecanismos de control de la entidad.

Un ejemplo de este tipo de herramienta, sería el caso de una entidad financiera que lleva a cabo administración discrecional de porfolio o cartera para sus clientes. La entidad, que podría ser un corredor o una administradora de fondos, informaría que también invierte en los valores que se encuentran en la cartera del cliente y, en consecuencia, se enfrenta al conflicto de interés de traspasar valores a precios fuera de mercado.

Desde luego, si el conflicto de interés es ya un hecho, no hay nada que el cliente pueda hacer para evitarlo, pero sí puede monitorear su resolución o simplemente elegir a otro proveedor o contraparte financiera. La revelación de conflicto de interés se convierte, entonces, en una señal de advertencia y esa advertencia solamente tiene validez en tanto dicho cliente o contraparte pueda resguardarse de manera eficiente, es decir puede hacer algo al respecto sin incurrir en un mayor costo relativo. En tanto, lo anterior se cumpla, este mecanismo debería ser más costo-eficiente que una solución que involucre la intervención del regulador⁷.

4. Herramientas reputacionales o “disciplina de mercado”

Algunas veces, la resolución inadecuada de los conflictos de interés puede ser observable por el resto de la comunidad financiera o por los clientes o contrapartes del agente en cuestión. Esta calidad de “observable” sin embargo, no se refiere necesariamente a la forma en que el conflicto se resuelve, sino que a las consecuencias que acarrea dicho conflicto cuando es mal resuelto. Dichas consecuencias, a su vez, afectan negativamente la calidad finalmente percibida por el producto o servicio financiero observado, es decir la reputación del proveedor.

La pérdida de reputación puede representar un costo potencial lo suficientemente alto como para generar incentivos para evitar la inadecuada resolución de estos conflictos. En tanto el costo esperado de dicha pérdida de reputación sea lo suficientemente importante, la existencia de un conflicto de interés sería resuelto a favor del cliente.

Sin embargo, para que este mecanismo resulte eficaz, la reputación no sólo debe constituir un activo intangible esencial para la firma, sino que debe existir la suficiente publicidad con tal de que una resolución inadecuada no quede desapercibida.

Un ejemplo en este sentido lo constituyen las recomendaciones de analistas. Si éstas son persistentemente sesgadas, es probable que la calidad se reduzca de manera tal que la reputación del proveedor se vea lo suficientemente afectada como para afectar sus negocios.

De esta manera, si los analistas llevan a cabo recomendaciones excesivamente optimistas, bastaría un sistema de información que contraste el desempeño de dichas recomendaciones, para dejar al descubierto su inexactitud. Los ranking desarrollados para las predicciones o recomendaciones de los analistas pueden ser de gran utilidad para proporcionar información en relación a la calidad de los análisis.

En términos más generales, Walter (2003) argumenta que el mercado puede disciplinar a los participantes de tres formas distintas: 1) Por medio de una reducción en los ingresos proveniente de una reputación dañada; 2) Mediante un aumento en los costos originado en mayores exigencias por parte de los reguladores para superar su mal pie y, 3) A través de un mayor riesgo asociado a una

⁷ El comentario antes citado en relación el posible efecto del exceso de información sobre la capacidad de los inversionistas de tomar decisiones, también es válido en este aspecto. Además, la forma en que la información se publicita puede tener una influencia enorme. Cuando las entidades sólo buscan cumplir con la formalidad y esperan no ahuyenar a sus clientes, pueden informar que “la entidad podría tener inversiones en determinado valor o en determinado negocio”, poniendo un gran signo de interrogación en sus clientes. O bien informar que aquella no “tiene intereses en determinado valor o negocio” aun cuando sí lo tienen sus entidades relacionadas.

mayor volatilidad de sus ingresos, lo cual se refleja en un mayor costo del capital y menor valorización de la acción.

5. Controles internos y autorregulación

Murallas chinas

Las “murallas chinas” son barreras físicas o de información. Algunas veces las murallas chinas tienen como finalidad evitar que exista traspaso de información entre un área que produce la información (vg. banca de inversiones) a otra que opera transando valores y a los cuales les sería de utilidad dicha información (vg. transacciones de cartera propia). Otras funciones que cumplen las murallas chinas se refieren a la separación de objetivos entre un área y otra; o más comúnmente, entre una entidad del conglomerado y otra. En este caso, aún sin existir posibilidades de transferir información privilegiada, sí se produce un conflicto entre actividades, que puede ser cualquiera de los que se muestran en la matriz presentada. En este caso, las gerencias reportan, en forma independiente a un directorio. Aunque los objetivos de una entidad puedan depender en mayor o menor medida de la otra (vg. ingresos del corredor de bolsa dependen de órdenes por parte de la administradora de fondos), las entidades no están sometidas a la presión de resolver de mala forma el conflicto de interés.

Normas de conducta

El establecimiento de normas internas de conducta, tales como reglas de integridad de procedimientos (vg. prohibir prometer rentabilidades, prohibir participar en actividades que pondrían al personal en un conflicto de interés), están siendo cada vez más comunes, principalmente como respuesta a las exigencias de los reguladores.

Procedimientos y estructuras

Entre los procedimientos más relevantes, figura el desacoplar los ingresos del personal del desempeño de otra actividad o función, evitando poner al empleado en el conflicto de interés que de maximizar sus propios ingresos en detrimento de la calidad del servicio u objetividad de la recomendación a sus clientes. Un ejemplo podría ser el evitar que la compensación de un analista de inversiones (sell side) esté ligada al desempeño de la banca de inversiones (en su rol de colocador de emisiones de valores). Adicionalmente los reguladores han reforzado sus requerimientos sobre el papel jugado por las unidades de auditorías internas y los agentes han llegado a comprender el rol esencial que aquellos cumplen sobre el resguardo de las conductas y estructuras apropiadas. En un tercer nivel figuran aquellos participantes pertenecientes a la estructura de gobernabilidad o gobierno corporativo de una entidad que tienen como misión resguardar a los clientes o contrapartes de una resolución inadecuada de los conflictos de interés. Mientras a nivel corporativo figuran los consejos directivos y comités de auditoría, en los fondos de inversión figuran los consejos de vigilancia o consejos de directores nombrados por los mismos inversionistas.

6. Abstención voluntaria

Esta herramienta consiste en que sea la misma entidad quien evite el conflicto de interés en base a cada caso individual. En este caso no existe una separación de actividades o murallas chinas, sino que la entidad ocupa su discreción en la selección de los clientes o servicios a proveer o contratar, en base a la posibilidad de que exista un conflicto de interés. En este caso, el supuesto se refiere a que no es la multiplicidad de roles per se la que origina el conflicto de interés. Aunque la multiplicidad de roles es una condición necesaria para la existencia de un conflicto de interés, ésta no sería una condición suficiente, ya que resolver el conflicto en contra de un cliente no siempre representa un beneficio neto positivo para el agente.

Puede ser ilustrativo ejemplificar esta circunstancia de la siguiente manera. Un agente financiero, tiene un cliente o contraparte A y un cliente o contraparte B. B además contrata servicios adicionales con este agente. Entonces, frente a una posible decisión de beneficiar a B en detrimento de A (asignando una orden de compra o venta, por ejemplo), el agente podría actuar en favor de B, ya que esto significaría premiar la contratación de servicios adicionales. Pero esto no siempre es una decisión óptima. Si los dos clientes son lo suficientemente pequeños, entonces posiblemente sea una mejor decisión no perjudicar a ninguno, ya que el beneficio potencial sería superado por el costo potencial en caso en que esta situación quede al descubierto. Sin embargo, si ambos clientes son relativamente grandes, entonces el hecho de privilegiar a B reportará un beneficio positivo al agente. Entonces, el agente puede optar (públicamente) por abstenerse en circunstancias como la mencionada, de proporcionar servicios a ambos y debería consecuentemente elegir contratar solamente con B.

Otra forma que puede adoptar la abstención voluntaria se da en el caso de “un producto por cliente”. En ocasiones, proporcionar dos productos a un mismo cliente puede poner al proveedor en una situación en que debe ofrecer un producto poco competitivo en conjunción con la oferta de un producto beneficioso para el cliente. Esta situación se da en el caso de la venta atada por ejemplo.

7. Supervisión directa

Para algunos observadores parecería trivial que la forma obvia de controlar los conflictos de interés es la intervención del regulador por medio de inspecciones y exámenes. Sin embargo, regular, supervisar y controlar es costoso. Evidentemente existen costos directos en personal especializado, desarrollo de procedimientos y gastos generales del supervisor. Pero también están los costos de cumplimiento, soportados por las mismas entidades, que deben también destinar recursos para poner a disposición del supervisor la información que éste requiere. La supervisión directa no es necesaria cuando se dan ciertas condiciones que hacen que el resto de las herramientas sean efectivas por si solas.

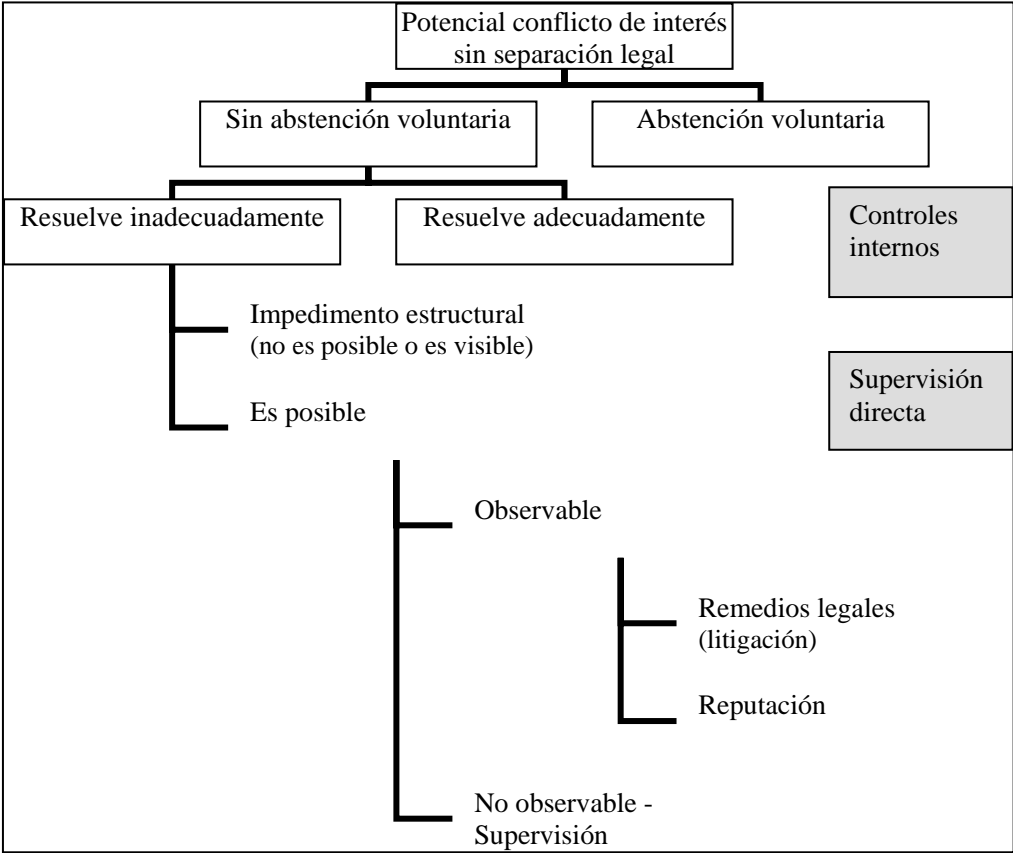
8. Remedios legales

Ciertamente la capacidad de demandar a un agente que ha resuelto en forma inadecuada (ilegal) un conflicto de interés debería ser siempre posible, cuando el marco legal está bien definido. Esta capacidad del regulador o de las partes perjudicadas para demandar, constituye la última barrera de contención ante la tentación de resolver mal un conflicto de interés. Esta puede ser en ocasiones la

mejor herramienta de acción en el área de conflictos de interés, dependiendo de la aplicabilidad de la norma legal, la importancia de la violación y la calidad de la institución judicial.

Se debe considerar que aún cuando efectivamente sea posible observar como un determinado agente resuelve su conflicto, esta resolución puede ser inadecuada desde una perspectiva y adecuada desde otra. El concepto de “ley incompleta” (en la cual la norma se puede abrir a excesiva interpretación judicial), alcanza su máxima expresión en el tratamiento de los conflictos de interés.

En síntesis, es posible ilustrar el comportamiento de los conflictos de interés de la manera en que lo hace el esquema mostrado más abajo. Si existe una separación legal, el conflicto de interés no se manifiesta, ya que no existe una forma de compartir los roles. Si no existe dicha barrera, entonces la entidad financiera podría optar por abstenerse voluntariamente de llevar a cabo la actividad en que existe conflicto. Si no se abstiene, entonces se abre una puerta para que el conflicto se resuelva inadecuadamente. Dependiendo de la cultura corporativa y los incentivos que juegan en las relaciones de negocios de la entidad, los controles internos podrían jugar un rol más o menos relevante. En caso de fallar éstos, el conflicto se puede resolver de forma inadecuada, si es que no existe un impedimento estructural que lo impida. En esta instancia el rol del regulador dependerá de la efectividad de las otras herramientas de control. Si el conflicto se resuelve inadecuadamente y esta resolución es observable, entonces los remedios legales podrían jugar un importante papel en disciplinar a la entidad. También la posibilidad de ver afectada su reputación juega un rol disciplinario.



2.2 Criterios para decidir la herramienta apropiada

Ninguna herramienta tiene resultados óptimos en todas las circunstancias. En materia de regulación y control, las características del problema enfrentado y las circunstancias en la que éste se manifiesta, tienen incidencia sobre la herramienta a usar, así como la forma de su aplicación. En esta sección ofrecemos una serie de criterios bajo los cuales una u otra herramienta puede ser más o menos efectiva en el logro del objetivo buscado.

1. Sinergias y complementariedad

Existen situaciones en que la separación de las actividades de la firma a través de dos o más entidades separadas, no acarrea mayores costos desde una perspectiva de bienestar. Por ejemplo, tradicionalmente la actividad de asegurar riesgos y la de intermediar fondos del público, ha estado separada no obstante existir sinergias que hayan podido hacer su desarrollo conjunto plausible. Cuales pudieran ser éstas, no han mostrado ser lo suficientemente fuertes para contrarrestar los inconvenientes que conllevaría la fusión de sus actividades⁸. Sin embargo, los reguladores pueden contar cada vez menos en las murallas chinas impuestas o voluntarias y el enfoque de silo está dando lugar a un enfoque integrador y de conglomerados financieros⁹.

La implicancia es que mientras mayor es la sinergia, la complementariedad entre las actividades y la consecuente reducción de costos o precios soportados por el cliente, mayor es el costo social de separar actividades.

2. Complejidad de la operación

Mientras más compleja una operación o transacción financiera, menor es la capacidad del regulador de predecir resultados y por lo tanto de la regulación de cubrir todas las posibilidades. Por ejemplo, un banco de inversión suele diseñar y desarrollar diferentes productos financieros en atención a las características de sus clientes corporativos.

La imposibilidad de predecir resultados lleva a su vez, a la dificultad para supervisar conductas inadecuadas en términos de tiempo y recursos destinados a vigilar y comprender las operaciones. En consecuencia, podemos decir que cuando una transacción es compleja, el “costo de monitoreo” es mayor¹⁰.

Nuestro primer resultado entonces es que mientras más compleja (o menos estandarizada) es la naturaleza de las transacciones entre las partes, menor es la capacidad de establecer impedimentos estructurales y menor es la capacidad de los clientes de monitorear o de coordinarse para monitorear (porque las características de las operaciones son muy diferentes).

8 Aparte de la aparición de conflictos de interés, entre los riesgos adicionales que se presentan cuando una entidad lleva a cabo diferentes actividades en el ámbito financiero son: 1) Excesiva concentración de riesgos de mercado, de crédito u operacionales; 2) Tratamiento regulatorio inconsistente; y 3) Contagio al resto de las entidades del grupo.

9 Por ejemplo las industrias de seguros y banca habían estado tradicionalmente separadas, en el entendido que las sinergias entre ambas era muy escasa, sin embargo la interacción entre la comercialización seguros y productos bancarios, conocida como “bancaseguros”, ha sido una tendencia más que demuestra la creciente integración de actividades financieras.

10 Lo cual, por cierto, es una consecuencia directa del fenómeno de “información asimétrica.

En consecuencia, la herramienta de “información ex-ante” tiene un efecto más poderoso cuando se trata de productos simples y estandarizados, y un menor efecto cuando, el producto es tan complejo, que la información en relación el supuesto conflicto de interés no adquiere sentido para el inversionista.

3. Perfil de la masa de clientes

Si un cliente es importante para la entidad financiera entonces es difícil que la resolución de un conflicto de interés se resuelva a favor de la entidad financiera, ya que el costo esperado de la pérdida de dicho cliente probablemente sobrepasará el beneficio esperado de la entidad financiera. Por ejemplo, este puede ser el caso de una situación en que la entidad financiera, al actuar como banca comercial, también podría usar la información privada del cliente para contar con una ventaja en su trading de cartera propia¹¹.

Claro está que ese equilibrio suele funcionar a favor del cliente importante, pero cuando el conflicto de interés se refiere a un cliente importante versus otro menos importante, es más probable que éste resuelva en contra de este último. Mientras que ser grande constituye un seguro, ser pequeño es una desventaja, cuando coexisten clientes con diferente peso relativo en la cartera de la entidad financiera.

Un caso que es claramente aplicable a esta situación se refiere a la práctica de *market timing* y *late trading* llevada a cabo por los fondos mutuos en los Estados Unidos. En este caso la administradora beneficia a los clientes más “importantes” permitiéndoles llevar a cabo esta práctica en detrimento de sus clientes más pequeños. Si los clientes de los fondos sancionados hubiesen sido todos clientes igualmente importantes, es dudoso que dicha práctica hubiere sido permitida.

Un primer corolario es que cuando coexisten clientes grandes con clientes pequeños, el regulador tiene un rol que jugar especialmente en favor de los clientes relativamente menos importantes. Por lo tanto, la herramienta de supervisión directa es la más relevante en este caso.

En segundo lugar, los clientes grandes operan transacciones importantes. Cuando una transacción es de cierta envergadura, el beneficio esperado de la información recolectada y analizada supera al costo esperado de ésta, el cual usualmente es fijo. Es decir recabar y analizar la información es (privadamente) rentable.

Un corolario de lo anterior es que los clientes más grandes pueden monitorear a su contraparte en forma más eficiente, y tienen herramientas creíbles de represalia. Por un lado, pueden dejar de ser clientes de la entidad financiera y por otra tienen mayor capacidad de recurrir a la justicia. Por lo tanto, la herramienta de disciplina de mercado y de remedios legales resultarían ser más efectivas.

¹¹ Que incidentalmente constituye además una violación a las regulaciones sobre información privilegiada.

4. Calidad de la supervisión

Una supervisión de calidad involucra un gran número de elementos, pero básicamente el resultado apunta a la capacidad de descubrir faltas en la entidad regulada.

En consecuencia, si la supervisión es de buena calidad y la amenaza de sanción es creíble, entonces es posible integrar aún más los servicios financieros, pese a conflictos de interés que se puedan generar. En estos casos, no debería usarse la herramienta de prohibición o separación de actividades.

En segundo lugar, si la supervisión es de buena calidad y la amenaza de sanción es creíble, entonces existen incentivos para evitar este resultado y, en consecuencia, los controles internos resultan ser altamente efectivos porque la reputación y subsistencia largo plazo de una firma depende de dicha reputación.

El caso del Fiscal General de Nueva York es ilustrativo. La industria se había acostumbrado a operar bajo estas prácticas porque conocían el accionar de la Securities and Exchange Comisión (SEC) y lo asumían como fiscalizador único. Pero no contaban con un litigante adicional, el Fiscal General del estado de Nueva York, Eliot Spitzer, quien asumió casos a nivel federal usualmente reservados a la SEC¹². Después de este episodio los controles internos son mucho más diferentes de lo conocido hasta hoy.

Existe una nutrida literatura en torno al tema de la “economía de las sanciones”, la cual fue iniciada con el trabajo seminal de Becker (1968), quien propuso un modelo bajo el cual la decisión de monitorear es eficiente hasta el punto en donde el costo marginal de dicho monitoreo iguala a su beneficio. Si se combina la probabilidad de ser capturado, con la probabilidad de ser sancionado dada dicha captura y el beneficio del crimen mismo, entonces el potencial infractor evitará incurrir en dicha infracción en tanto dicho beneficio esperado sea inferior al costo esperado, el cual en vez de incluye el costo de la sanción (vg. multa, encarcelamiento).

En general, la discusión desde una perspectiva económica en relación a la supervisión y la sanción de conductas ilegales, gira en torno al equilibrio en el costo de la sanción y la probabilidad de captura. Mientras algunos argumentan que aumentar el costo de la sanción resulta en menores costos en recursos y en trabas al desarrollo de los mercados; otros argumentan que dicha dicotomía es falsa, en tanto la posibilidad de sancionar es relativamente baja debido a la escasa capacidad de las cortes, especialmente en mercados emergentes, de lidiar eficientemente con causas relacionadas a los mercados financieros.

¹² Solamente en la industria de valores, Eliot Spitzer asumió en los años 2002 y 2003, dos casos de gran envergadura. El primero se inició con una demanda del Fiscal en contra de algunos bancos de inversión bajo el cargo de “inflar” precios de ofertas iniciales de acciones por medio de los corredores de bolsa afiliados, quienes entregaban reportes sesgados al público o a inversionistas influyentes. El caso fue cerrado mediante un pago de multas por parte de Bear Stearns, Credit Suisse First Boston, Deutsche Bank, Goldman Sachs, J.P. Morgan Chase, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Salomon Smith Barney y UBS Warburg. El Segundo caso se refiere a los casos de “late trading y market timing”, los cuales eran practicados por algunos fondos mutuos, los cuales por medio de juicios y demandas desentorillaron más de US\$ 1.000.000, en multas, pero también se comprometieron a llevar a cabo reformas para eliminar dichas prácticas.

Recomendación de inversiones (Sell-Side) y prácticas de regulación

La actividad de recomendación y análisis de inversiones está sujeta a diversos conflictos de interés, que fueron previamente explicados. En la industria financiera de los EEUU, sin embargo ha adquirido una importancia inédita, después del conocimiento de escándalos protagonizados por grandes entidades financieras. Es por ello que los reguladores en los EEUU y del resto del mundo recientemente han puesto mayor atención a la regulación de esta actividad.

Es así como IOSCO¹³ ha divulgado recomendaciones tendientes a establecer prohibiciones por parte del analista de invertir de manera contraria a las recomendaciones que él haya efectuado, o bien, de transar de manera anticipada a la publicación de éstas. Asimismo, IOSCO recomienda prohibir el análisis de aquellas empresas en que el analista (o personas relacionadas a éste) actúen como ejecutivo o director. Por otro lado se recomienda impedir que la firma pueda ofrecer a los potenciales clientes una cobertura favorable de sus instrumentos con el objeto de mantener su relación contractual con el emisor y se plantea separar las funciones de recomendación de inversiones con las de banca de inversión. En la misma línea, los principios IOSCO sugieren prohibir que la remuneración de los analistas esté vinculada directamente con las transacciones efectuadas. Por otro lado, se requiere el establecimiento de procedimientos y controles internos para identificar, manejar y eliminar los potenciales conflictos de interés que pudieran afectar a los analistas. Igualmente, se señala que la divulgación de información ex-ante de los conflictos de interés debe ser completa, oportuna, específica y clara, lo cual debe ser complementado educación al inversionista, para que este juegue un rol importante en el manejo de los conflictos de interés.

Los reguladores o entidades autorreguladoras de los EEUU, han desarrollado normas similares a las recomendaciones IOSCO (las cuales en realidad se basaron en la experiencia norteamericana). En lo que se conoce como la “ronda 1” (2002) de reformas desarrolladas por NYSE (New York Stock Exchange) y NASD (National Association of Securities Dealers) y aprobadas por la SEC, se optó por requerir la divulgación de conflictos de interés, así como cambios en la forma de compensar y procedimientos que minimizan la interacción entre la banca de inversiones y los analistas. En lo que se conoce como la “ronda 2” (2003), se requirió, entre otras medidas, un comité de compensaciones, así como calificaciones a quienes ejercen la actividad.

¹³ International Organization of Securities Commissions (IOSCO) “Statement of Principles for Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflicts of Interest”. Septiembre 2003.

CONCLUSION

El conflicto de interés es un elemento intergral y esencial en las actividades financieras. Tratar de eliminarlos o bloquearlos conduce a la larga a un subdesarrollo o sobre regulación de la industria. Es por ello que el regulador debe convivir con ellos, entenderlos y analizarlos. Con este fin hemos propuesto una calasificación y taxonomía de los conflictos de interés que es posible observar en la industria bancaria, de valores, de pensiones y de seguros.

No existe una única respuesta regulatoria a los conflictos de interés. Aunque algunos podrían ser bloqueados o eliminados por medio de barreras legales al desarrollo de actividades conjuntas, la mayoría de las veces, el criterio de eficiencia no aconseja esta medida. El regulador entonces, puede hacer uso de una serie de mecanismos de control en el caso de conflictos de interés, que contiene las siguientes herramientas: 1) Impedimentos estructurales para la resolución inadecuada; 2) Revelación de potenciales conflictos (disclosure); 3) Herramientas reputacionales o “disciplina de mercado”; 4) Controles internos y autorregulación; 5) Abstención voluntaria 6) Supervisión directa, y 7) Remedios legales.

La conveniencia de emplear cada mecanismo depende diversas circunstancias y condiciones: la profundidad de las sinergias y complementariedad entre las actividades que dan origen al conflicto, el perfil de la masa de clientes, la importancia firma versus el cliente, complejidad de la operación, y la calidad de la supervisión.

Como reflexión final cabe mencionar que la tarea del regulador consiste en regular eficientemente, logrando que las normas tengan el efecto de estimular y desarrollar el mercado financiero y no de entorpecerlo. Para ello, el regulador debe ser capaz de identificar las herramientas que están a su alcance, entender las condiciones para aplicar cada una y comprender los efectos que cada medida puede tener sobre el desarrollo del mercado.

Pero finalmente, lo que distingue a una regulación de calidad, mas que el conjunto de normas con que ésta cuenta, es la capacidad de ésta para generar un ambiente que incentive a que la mejor decisión de negocios de los agentes sea la de optar por cumplir con dichas normas y no con la mera formalidad.

BIBLIOGRAFÍA

- Agrawal, Anup y Mark A. Chen. “Analyst Conflicts and Research Quality”. University of Alabama and University of Maryland. 2004.
- Becker, Gary. “Crime and Punishment: An Economic Approach *Journal of Political Economy*, 76. March/April 1968.
- Berger, Allen N., William C. Hunter and Stephen G. Timme, “The Efficiency of Financial Institutions: A Review and Preview of Research Past, Present and Future”, *Journal of Banking and Finance* 17 (2/3), 221-49, 1993.
- Cowen, Amanda, Boris Groysberg, and Paul M. Healy. “Which Types Of Analyst Firms Make More Optimistic Forecasts?” Harvard Business School. 2003
- Gertner, Robert H., David S. Scharfstein, Jeremy C. Stein, “Internal Versus. External Capital Markets”, *Quarterly Journal of Economics*, 109 (4), 1211-1230, 1994.
- Herring, Richard J. and Anthony M. Santomero, “The Corporate Structure of Financial Conglomerates”, *Journal of Financial Services Research*, December, 471-97, 1990.
- IOSCO “Statement of Principles for Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflict of Interest. Septiembre 2006
- Irvine, Paul. “Analysts Forecasts and Brokerage-Firm Trading”, *Accounting Review*. 2003
- Jackson, Andrew. “Trade Generation, Reputation, and Sell-Side Analysts”. Working Paper, London Business School. 2003
- Leefeldt, Ed. “Mutual Funds. A Showdown on Secrecy”. Bloomberg Markets. December 2002.
- Matsumoto, Dawn A y Chen, Shuping. “Favorable versus Unfavorable Recommendations: The Impact on Analyst Access to Management-Provided Information”. *Journal of Accounting Research*. Volume 44, issue 4. Sep 2006.
- Mester, Loretta J., Leonard I. Nakamura and Michelle Renault, “Checking Accounts and Bank Monitoring”, Wharton Financial Institutions Working Paper #01-3/R, 2002.
- NASD y NYSE. “Joint Report by NASD and the NYSE on the Operation and Effectiveness of the Research Analyst Conflict of Interest Rules”. December 2005
- Paredes, Troy A. “Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation”. *Washington University Law Quarterly*, Forthcoming. Junio 2003.
- White, Eugene. “Can the Market Control Conflicts of Interest in the Financial industry?”. Departments of Economics. Rutgers University. Mayo 2004
- Walter, Ingo. “Conflict of Interest and market Discipline among Financial Services Firms”. New York University. 2003

Otras publicaciones electrónicas de la Superintendencia de Valores y Seguros

Estos documentos en formato pdf pueden obtenerse gratis en la dirección electrónica:
www.svs.cl/sitio/html/publicaciones/f_publica.html.

Otros documentos de la Serie Documentos de Trabajo

- Nº1 "Competitividad de la Industria de Fondos Mutuos en Chile"
Vicente Lazen. Mayo 2004
- Nº2 "Desarrollo de las Emisiones de Efectos de Comercio en Chile"
Vicente Lazen, Francisco Santibáñez. Enero 2004
- Nº3 "Impacto de los Cambios Legales en el Ahorro Previsional Voluntario"
Cristian Eguiluz A., Jorge Mastrángelo. Dic. 2004
- Nº4 "Desarrollo de las Tomas de Control Corporativo en Chile después de la Ley Opas".
Vicente Lazen, Ana Cristina Sepúlveda. Nov. 2004
- Nº5 "El Merrcado Secundario de Deuda en Chile"
Vicente Lazen. Nov. 2005

Documentos de la Serie Artículos y Notas Técnicas

- Nº1 "Introducción a la Supervisión basada en Riesgos"
Vicente Lazen. Sept. 2004
- Nº2 "Compensación y Liquidación de Valores y Gestión de Riesgo"
Vicente Lazen. Sept. 2004