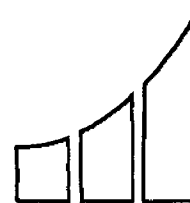


FUNDACION PARA LA EDUCACION SUPERIOR Y EL DESARROLLO



***LAS INSTITUCIONES, FUNCIONES Y REGULACION DEL MERCADO DE
CAPITALES: SU ENFOQUE ECONOMICO, COMPARACIONES Y
TENDENCIAS INTERNACIONALES***

Ulpiano Ayala

Juanita Olaya

Santafé de Bogotá D.C.

LAS INSTITUCIONES, FUNCIONES Y REGULACION DEL MERCADO DE CAPITALES: SU ENFOQUE ECONOMICO, COMPARACIONES Y TENDENCIAS INTERNACIONALES

Documento elaborado por Ulpiano Ayala y Juanita Olaya para la Misión de Estudios del Mercado de Capitales.

La experiencia de desarrollo de los mercados internacionales de capitales, así como la de los de los países más avanzados y de un grupo selecto de mercados “emergentes” enseña que todos los de mayor tamaño, circulación, apertura y eficiencia tienen alto grado de desarrollo institucional, y que la ola de reformas regulatorias realizadas durante los últimos diez años ha sido un componente decisivo de las grandes transformaciones alcanzadas, simultánea con la internacionalización de las economías y los movimientos de capitales, y con las rápidas y profundas innovaciones tecnológicas y financieras.

Cuando se compara el mercado colombiano con otros “emergentes”, su desarrollo institucional es relativamente mayor que el de otros indicadores de tamaño, alcance, crecimiento y eficiencia. Pero aún dista mucho de el de los más avanzados. Su bajo desarrollo general se ha debido principalmente a limitaciones y distorsiones diferentes a las impuestas por el marco jurídico y la regulación que le son específicos, a pesar que sí existan restricciones y deficiencias de este tipo. Otros aspectos de la intervención estatal, como la represión financiera y la legislación tributaria han contribuido más a su retraso, particularmente en el pasado.

Cualquier propuesta de desarrollo del mercado de capitales colombiano requiere revisión y reforma del marco institucional, ya que como se verá¹, son inapropiados para alcanzar mayores niveles y eficiencia. Sin perjuicio de la exposición e interpretación jurídicas cuando son necesarias, en este trabajo se emplea un marco de referencia basado en la nueva teoría económica de las instituciones, para analizar las restricciones sobre el comportamiento de los agentes del mercado, y para derivar las consiguientes implicaciones de política.

¹ Este análisis se encuentra en el documento “Análisis y Evaluación del Marco Jurídico e Institucional del Sistema regulatorio del Mercado de Capitales en Colombia”, preparado también por Ulpiano Ayala y Juanita Olaya para la Misión de Estudios del Mercado de Capitales.

En la primera parte de este documento, se resumen algunas nociones básicas del enfoque económico sobre asuntos institucionales, en particular para la regulación del mercado de capitales. En la segunda parte se explora, a partir de la experiencia internacional, la relación general entre la evolución de los mercados y la de los esquemas regulatorios, para luego examinar, con mayor detalle, las tendencias internacionales en materia regulatoria y de supervisión del mercado de capitales y en particular las tendencias de los mercados más desarrollados y en los mercados “emergentes”.

PRIMERA PARTE . ENFOQUE ECONOMICO SOBRE LAS INSTITUCIONES, FUNCIONES Y REGULACION DEL MERCADO DE CAPITALES

A. Instituciones, organismos y tendencias funcionales del mercado de capitales.

El análisis y las recomendaciones de política sobre el marco institucional y la regulación del mercado de capitales efectuados para esta Misión tienen una perspectiva que vale la pena aclarar inicialmente, puesto que emplean términos e hipótesis diferentes a los usados jurídicamente o en el lenguaje ordinario. Proviene en primer lugar de nuevos avances en Economía, que se distinguen por pretender explicar el cambio institucional mediante el desarrollo y empleo de los conceptos de derechos de propiedad y de costos de información, transacción y agencia². Y en segundo término, emplean como referencia o como hipótesis de comportamiento la de que los mercados y las instituciones que los enmarcan son o tienden a ser eficientes³.

De acuerdo con ello, a continuación se entenderá como *instituciones* las reglas que restringen las acciones de los agentes del mercado. Estructuran los incentivos en el intercambio humano, ya sea político, social o económico. Deben distinguirse de las *organizaciones*, que son grupos de personas que usan medios comunes para perseguir objetivos comunes. Unas y otras estructuran las interacciones entre los agentes del mercado, pero se diferencian

² La nueva economía institucional es reseñada por Thrain Eggerston (1990), de donde se han extraído los conceptos relevantes empleados a continuación.

³ Ver R. Merton (1995) para una explicación de las implicaciones del enfoque funcional sobre la regulación.

entre sí como las reglas del juego respecto a los jugadores del mismo. Las restricciones relevantes comprenden tanto las legales como las consuetudinarias, las emitidas por las agencias relevantes como las que no ha expedido nadie, y no sólo las que afectan las interacciones económicas sino también las políticas o sociales.

El concepto de equilibrio puede ser empleado entonces para explicar también el cambio institucional o los factores que lo limitan, así como las relaciones entre dicho cambio y los demás aspectos del desarrollo económico. El equilibrio resulta de la interacción entre agentes que ajustan decisiones optimizadoras hasta que no haya incentivos para más cambios, y tiene lugar dentro de restricciones como los derechos de propiedad y los costos de transacción, que a su vez pueden ser objeto de ajustes análogos. Entendido así, el enfoque económico puede ser empleado progresivamente para analizar y evaluar las configuraciones de resultados del intercambio a través del mercado, en el intercambio interno a las organizaciones como las empresas, las burocracias y el legislativo, y el cambio bajo sistemas económicos alternativos. Hay así equilibrios de *resultados* de los mercados (precios, productos, información) bajo determinados esquemas de derechos de propiedad y costos de transacción, que a su vez son producto de equilibrios *contractuales* que son los que configuran las organizaciones (firmas, burocracias), y que a su vez se derivan también de competencia entre esquemas alternativos de decisiones públicas colectivas que conducen a equilibrios *institucionales*.

Dentro de este marco, es útil la hipótesis de *eficiencia*, según la cual los agentes son innovadores y buscan las formas contractuales e institucionales que minimizan los costos de intercambio de activos en mercados como los de capitales: los costos de información, transacciones y agencia. Los costos de *transacción* son los de perfeccionar contratos ex ante y de hacerlos cumplir ex post, por contraste con los de producción y mercadeo que son los de ejecutar dichos contratos. Los costos de *agencia* son los que resultan de pérdidas incurridas por delegar decisiones entre agentes que tienen asimetrías de información, y por los gastos incurridos para evitarlo.

Por su parte, el *enfoque funcional* a los mercados de capitales reconoce que éste realiza múltiples tareas: transferencia de recursos entre ahorradores e inversionistas, aglomeración de recursos en unidades apropiadas y en lugares e instantes adecuados para los proyectos de inversión, conversión de los plazos que separan las necesidades de liquidez de los ahorradores de los requisitos de inversión, manejo de riesgos, solución a asimetrías de información mediante selección, monitoreo y control, y distribución de información. Y todo ello tiende a hacerse *eficientemente*: casando ahorradores e inversionistas sin desempleo de recursos, aprovechando toda la información disponible al formar los precios, valorando los flujos según valores presentes, y repartiendo riesgos según preferencias y condiciones de las partes. La práctica de este enfoque ha tendido a considerar además que *las funciones de los mercados son más estables que las instituciones*, y por supuesto también que los arreglos contractuales y organizacionales.

La utilidad de concebir el cambio institucional y el funcionamiento de los mercados de capitales como sujetos a tendencias eficientes consiste en apreciar que las normas y los organismos que las expiden en cualquier instante no son ni deben ser inmutables fuera de los equilibrios eficientes, y permitir ver los mecanismos y las modificaciones mediante los cuales son alcanzables o tienden a imponerse. Cuando los sistemas normativos son muy intrusivos y estáticos, u obedecen a monopolios asignados a determinados organismos que concentran poderes reglamentarios o de supervisión, se convierten en obstáculos para el cambio institucional requerido para la aserción de las tendencias funcionales de los mercados, o hasta llegan a distorsionar o frenar su desarrollo. Por esta razón, interesa reconocer la distinción entre instituciones y organismos, ya que las primeras estructuran los incentivos de los segundos, y cuando se identifican unos y otros se limitan las posibilidad de desarrollo de los mercados. Estos funcionan de acuerdo con tendencias que tampoco deben confundirse con las de los instrumentos o las entidades que las realizan, ni con las autorizaciones y tareas de los que las reglamentan y supervisan.

B. La Regulación del mercado de capitales: prudencial, represiva o meritória

En un sentido amplio, la “regulación” es el conjunto de reglas aplicables que restringen las acciones de los participantes en el mercado y por lo tanto alteran los resultados de las mismas. Así abarca tanto la intervención estatal, como los mecanismos constitutivos del propio mercado, y las normas acordadas por los propios agentes al margen de la intervención estatal o del funcionamiento del mercado, llamadas “autorregulación”. En este capítulo se entenderá sin embargo la regulación en el sentido limitado de políticas o intervenciones públicas que afectan los resultados del mercado mediante el ejercicio de algún poder coercitivo del estado.

En un sentido material, el concepto de regulación comprende las actividades de reglamentación (legislativa o administrativa según su naturaleza), supervisión y control. Por reglamentación se entiende aquella actividad mediante la cual se expiden reglas de carácter general. Mediante las actividades de supervisión y control, se vela por que quienes participan en el mercado ajusten sus operaciones a las normas que lo regulan. La inspección y la vigilancia se encuentran comprendidas dentro del concepto de supervisión, aunque la primera es ocasional y la segunda es permanente. A su vez el control supone una labor de verificación que puede ser previa o posterior y que a diferencia de la supervisión que es preventiva, es eminentemente correctivo o sancionatorio.

El propio mercado realiza labores de “regulación” sin intervención del estado o de los acuerdos autorregulatorios entre algunos de sus agentes. Los mercados eficientes recompensan a los que asumen combinaciones adecuadas de riesgo y rendimientos esperados y generan reputaciones que inducen a otros agentes a querer negociar con ellos, y así garantizan que salgan del mercado los que se equivoquen. Mediante sus propios incentivos, los mercados regulan las acciones de los participantes y les hacen cumplir los contratos. Esta capacidad ha de ser el punto de partida para la intervención del estado o de otros organismos civiles de autorregulación, porque será tan efectiva como imite los mecanismos de los mercados eficientes. Ello no quiere decir que de partida los mercados libres lo sean, pero sí que el principio de diseño de la regulación estatal y de la autorregulación ha de ser el de imponer normas que generen *incentivos compatibles* con los del mercado eficiente.

Los mercados completamente libres no son eficientes, por tener extensas e intrínsecas asimetrías de información y por existir riesgos de colapsos financieros, que son los que demandan las intervenciones correspondientes. La regulación que se limita a estas correcciones y procura la aserción de las tendencias eficientes, se denomina *preventiva o prudencial*. Sus objetivos son sólo los de asegurar la solvencia y solidez de los intermediarios, la protección de los consumidores contra el comportamiento oportunista de los emisores o los comisionistas, y la promoción del desempeño eficiente del mercado mediante la competencia. Los dos primeros objetivos se logran en general simultáneamente, pero el tercero puede implicar salidas del mercado que produzcan pérdidas para algunos consumidores y cierto grado de inestabilidad.

La *regulación represiva* se utiliza para obtener una asignación de recursos diferente a la que tendría lugar cuando los agentes toman decisiones con base en precios ajustados por riesgos. Este tipo de intervención, del cual la represión financiera es el mejor ejemplo, ha sido utilizado para cumplir objetivos de desarrollo general, en ocasiones de manera incoherente y con pobres resultados⁴.

La regulación obedece también a menudo a intereses económicos de agentes privados del mercado que pueden ser bien diferentes a los objetivos de la de tipo prudencial. En tal caso es resultado del poder que tienen unos grupos para gravar la riqueza de otros vía coerción estatal, o sea para buscar rentas. Puede interpretarse como resultado de un equilibrio político-económico entre diversos grupos. Se caracteriza por buscar ciertos resultados, y no sólo asegurar buenos intermediarios y procedimientos como ocurre con la prudencial, por lo cual se le conoce como *regulación meritaria*. Entre sus instrumentos se cuentan la asignación gubernamental de los emisores que pueden

⁴ En particular el fracaso de esta política financiera se debe a la incoherencia entre sus medios coercitivos particulares y los incentivos con los cuales opera el mercado: préstamos a tasa diferentes de las de equilibrio, y obligaciones de asignación de recursos a sectores o grupos especiales.

acceder al mercado, la fijación de precios de las emisiones primarias, el licenciamiento de intermediarios por medios no transparentes, las asignaciones de crédito, y otras similares.

Las autoridades también realizan labores *promocionales*, ejecutadas a menudo por las mismas agencias supervisoras. Entre estas hay unas claramente complementarias a los objetivos prudenciales y de desarrollo eficiente del mercado, como la generación de información como un bien público. Otras labores promocionales pueden ser desarrolladas por agentes públicos o privados, como es el caso de la capacitación y la difusión, que pueden ser bienes privados provistos públicamente. Por supuesto, también puede haber actividades promocionales asociadas con esquemas represivos, como las preferenciales hacia ciertos sectores o grupos, y con la regulación meritatoria, como es el caso de fondos de estabilización de precios de acciones.

C. Principios económicos para la regulación prudencial

Las asimetrías de información abundan en los mercados financieros y de capitales: los profesionales del mercado tienen acceso a información que no conoce el público general, los emisores conocen más de su firma que lo que es consignable en los prospectos y sobre sus alternativas de inversión que lo que es accesible a intermediarios y ahorradores. Hay así amplias oportunidades para comportamiento oportunista por parte de emisores, comisionistas, asesores y otros intermediarios. Ese comportamiento puede generar externalidades negativas, porque induce a tomar riesgos mayores que los anticipados por los clientes de los intermediarios, y porque los resultados de ese comportamiento generan falta de confianza en el mercado y limitan su desarrollo.

Las asimetrías de información justifican el uso de instrumentos tales como la revelación de información por los emisores y los consiguientes estándares contables, autorizaciones y licencias requeridas para la actuación de los comisionistas, banqueros de inversión y demás agentes, y como los requisitos de transparencia y competitividad en la formación de precios. Como el sistema financiero y el mercado de capitales se encuentran en el centro del flujo de

recursos líquidos de la economía, ésta puede ser afectada por el fracaso masivo de los intermediarios. Por ello se imponen requisitos de capital adecuado y la custodia de valores y seguridad de los fondos consignados.

Sin embargo cabe mencionar que la justificación para la regulación no conduce directamente a que sea pública, ya que para algunas funciones lo que conviene es la autorregulación privada. En forma análoga, debe advertirse que unos mismos instrumentos pueden servir para alcanzar muy diversos objetivos, como cuando los requisitos de capital erigen barreras de entrada usadas en forma proteccionista.

La responsabilidad pública por los actos de regulación raramente es expresada tan claramente como en la legislación estadinense, en la cual se afirma que los inversionistas son los responsables por las decisiones que tomen una vez dispongan de la información adecuada. La revelación de información conforme a las reglas de la agencia regulatoria no da lugar a certificaciones, garantías o sello de aprobación de los valores emitidos. El gobierno no trata de prevenir las emisiones riesgosas, sino proveer al inversionista diligente e inteligente con los datos necesarios y fidedignos para que evalúe sus decisiones de inversión. Lo que determina si una emisión particular va al mercado son las fuerzas que gobiernan a éste y no las decisiones administrativas del regulador público, y por ello es particularmente importante la competencia y la apertura. La comisión estadinense de valores está siempre obligada a tomar en cuenta el impacto competitivo positivo de sus decisiones y reglamentaciones.

La regulación tampoco es la única alternativa de intervención coercitiva. Hay que considerarla frente a la *jurisdicción correctiva*: mientras la primera restringe ex ante el comportamiento potencialmente oportunista, la segunda castiga ex post el que efectivamente haya tenido lugar. En general, la prevención es la medida más apropiada cuanto menores sean los activos propios del ofensor, cuando haya alto apalancamiento y gran especificidad del capital, características que son generales a los intermediarios financieros y también comunes en los del mercado de capitales. También es preferible la prevención cuanto menor sea la probabilidad de que un tribunal

de justicia atiende y otorgue una acción correctiva, como cuando hay mucha dispersión del daño y por lo tanto dificultad para la acción colectiva de los perjudicados, y cuando se difícil probar la causalidad entre el comportamiento oportunista y los daños.

La regulación prudencial debe ceñirse entonces a unos principios básicos prácticos que pueden condensarse así:

1. *Incentivos compatibles*: debe emplearse lo más posible el interés propio de los agentes económicos, hasta donde no perjudique a los demás;
2. *Eficiencia*: se deben minimizar los costos directos e indirectos provocados por las reglas externas impuestas coercitivamente;
3. *Neutralidad competitiva*: se debe ofrecer a los agentes del mercado un campo de juego equilibrado, y en especial no se deben preferir los mercados intermediados o no intermediados;
4. *No debe ser un medio para la represión financiera ni meritatoria*: esta regulación no es para promover objetivos sociales ni de asistencia a sectores particulares de actividad ni a grupos de población;
5. No se debe evitar a todo costo los fracasos, sino que *se deben ordenar las salidas del mercado*;
6. La regulación genera toda suerte de innovaciones para evitarla, y por lo tanto debe ser *adaptativa*;
7. El marco regulatorio debe tener *flexibilidad* para regular diferentes emisores, clientes e intermediarios en forma diversa;
8. *Autorregulación*: La regulación preventiva debe incorporar la autorregulación, hasta poder llegar a ser subsidiaria respecto a ésta en áreas especializadas, o en general cuando lo permita el grado de desarrollo del mercado y la autorregulación.

D. Estructura regulatoria : regulación objetiva vs. subjetiva, regulación funcional, y coordinación vrs competencia regulatoria

Cuando la regulación, y en particular la supervisión y el control, se ejercen sobre determinadas actividades, independientemente de quién las realice, se denomina *objetiva*. Tal es el caso de los emisores de valores que no pertenecen al sector financiero. La regulación *subjetiva* se ejerce sobre determinadas entidades según su naturaleza e independientemente de si éstas efectivamente desarrollan algún tipo particular de actividad (e.g., bolsas,

comisionistas, administradores de fondos de inversión o de depósitos de valores, calificadores de valores, valuadores de inversiones, etc.).

Por otra parte, los procesos de aserción de las tendencias funcionales de los mercados de capitales por sobre los esquemas organizacionales o institucionales prevalecientes en cualquier momento dado, implican que los productos particulares del mercado, los agentes específicos que lo intermedian, y las normas y procedimientos con los cuales se regulan por parte de unas autoridades, cambian continuamente a medida que lo hacen los requisitos de realización de las tareas de asignación de recursos, transformación de plazos, consolidación temporal y espacial de órdenes, distribución de riesgos, diseminación de información, y no a la viceversa, excepto en circunstancias extraordinarias o como producto de transformaciones radicales deliberadas.

La *regulación funcional* es precisamente la que se estructura sobre anclas de ese mismo tipo, y no sobre actividades, productos, entidades, o conjuntos de normas, indicadores y procedimientos particulares de supervisión. Cuando cambian las condiciones de riesgo en la economía, por ejemplo como resultado de la apertura a los flujos internacionales de capitales o mercancías, los agentes reorganizan sus actividades y se ofrecen coberturas especializadas mediante productos como los derivados. El instrumento tradicional de protección que ha sido el (mayor) capital propio de las empresas, puede ser sustituido por dichas coberturas. La especialización instrumental o de organizaciones para obtener o vender determinado producto puede resultar irrelevante desde una perspectiva funcional, ya que puede haber equivalencias en protección contra riesgos entre productos o especialistas muy diversos, como ocurre entre las opciones y los seguros, o como entre las correspondientes bolsas de productos derivados y las aseguradoras. La regulación tradicional por actividades o entidades puede provocar arbitrajes entre los instrumentos que sean funcionalmente equivalentes. La contabilidad tradicional se vuelve obsoleta al dejar fuera de los balances las actividades de cobertura y no reflejar su impacto potencial. Los mismos riesgos sistémicos son modificados, ya que no son los correspondientes a los valores totales de los subyacentes sino las diferencias entre

dichos valores principales y los precios “strike” de los derivados. Las tendencias eficientes en materia de bursatilización, transformación de plazos, y demás dimensiones funcionales del mercado, también producen cambios que tienden a reorganizar los productos u agentes del mercado y que demandan continuos desplazamientos de las anclas para la regulación.

Una preocupación del diseño regulatorio ha sido la de si al imponer un solo regulador para todos los intermediarios que realizan cierta función se acabe generando un riesgo sistémico que no existía. O sea, si cierta competencia entre organismos reguladores puede servir para crear canales que reduzcan la exposición sistémica. Este asunto adquiere mayor importancia en la medida que se extienda la coordinación regulatoria entre países, dentro de comunidades económicas, y para acuerdos globales como el de Basilea. Realmente, no hay respuesta única, porque lo que se presenta es un conflicto entre los beneficios netos de la coordinación y los de la competencia regulatoria: *mayor riesgo sistémico vrs. costos de las incoherencias*. Lo que sí parece claro es que si la elección se monta sobre un eje organizacional en lugar de funcional, se oscurecen las consecuencias y se dificulta la selección. Algo parecido ocurre cuando se centralizan o monopolizan funciones como las de calificación de riesgos o de valoración de las inversiones.

Por último hay que mencionar que así como la regulación ejerce influencia sobre los incentivos de los regulados, que es lo que se busca, también tiene lugar en la dirección contraria, y por lo tanto la estructura regulatoria debe tener alguna correspondencia con la de los sujetos vigilados, para que sea eficiente en el cumplimiento de esta tarea. Por razones análogas a las expuestas en el párrafo anterior es posible mostrar que la eficiencia de la regulación centralizada se aumenta en cuanto se impone sobre mercados que son sustitutos, y que se disminuye en cuanto sean complementarios.

E. Los principales instrumentos de la regulación prudencial

La reglamentación prudencial cuenta con los siguientes instrumentos principales para realizar sus tareas:

1. *Autorizaciones o licencias de funcionamiento para los agentes del mercado*: bolsas, comisionistas, asesores y profesionales, banqueros de inversión, administradores de fondos de inversión, depósitos de valores, calificadores de valores y valuadores de inversiones, así como para los organismos autorreguladores correspondientes. Lo que se persigue es asegurar capacidad especializada de manejo del negocio y responsabilidad de la autorregulación;
2. *Requisitos de capital*: exigidos como capitales mínimos y como mantenimiento de una relación de solvencia o apalancamiento de las operaciones y/o activos comprometidos respecto a los activos propios del intermediario. Se busca asegurar solvencia, pero también lograr compatibilidad de incentivos entre intermediarios y clientes, al asegurar que la protección del patrimonio de éstos corresponda con la del de los primeros;
3. *Actividades y operaciones permitidas*: las restricciones obedecen a los objetivos de la regulación, especialmente la prudencial, por lo cual en unos casos se impide que los intermediarios financieros que captan recursos del público tengan inversiones en acciones dentro de sus portafolios para evitar conflictos de interés, o al grado que ello sea garantizado con fondos públicos para evitar riesgo moral, pero en otros casos ello es permitido por creer que así se mejora el monitoreo y control de las inversiones reales hechas por los bancos vrs el que pueda hacer el mercado no intermediado o sus reguladores.
4. *Reglas de revelación de información*: mediante las cuales se asegura la calidad de la información aportada por los emisores a los inversionistas, tanto el momento de salida primaria como mientras dura la circulación secundaria, con el fin de que éstos puedan asumir las consecuencias de sus decisiones sin haber sido objeto de engaño o de información deficiente.
5. *Reglas para controlar transacciones privilegiadas*: mediante las cuales se establece quienes acceden naturalmente a la información privilegiada y se restringen las posibilidades de que sobre esta base puedan especular.

6. *Reglas operacionales para impedir manipulaciones*, o sea el control artificial de los precios de los títulos y papeles, así como otras dimensiones relevantes de los mismos como información, ejercicio de opciones, Etc. Algunas manipulaciones son definitivamente prohibidas (como las órdenes casadas, actividad artificial del mercado, circular información manipulativa a cambio de remuneración, desinformar, colusión de enterados (insiders), algunas concertaciones (pools). Pero otras son más bien reglamentadas y controladas, como lo son en algunos lugares algunos mecanismos para estabilizar precios, los productos derivados sobre operaciones de bolsa con acciones, las órdenes de suspensión, y hasta las ventas cortas, en nuestro caso.
7. *Reglas para diversificación de inversiones*: mediante las cuales se procura diversificación que limite riesgos excesivos incurridos por los intermediarios que manejen carteras para terceros (fondos de inversión) o en beneficio propio. A pesar que la diversificación es instrumento para manejo eficiente del riesgo, no es cierto que haya un argumento estrictamente prudencial para imponerla mediante límites que desconcentren las inversiones, y lo que ocurre es que detrás de ello hay objetivos promocionales, o hasta meritorios, o el reconocimiento de que la supervisión no está en capacidad para asegurar la calidad y profesionalismo de los intermediarios o para controlar los conflictos de interés.
8. *Armonización internacional de los estándares regulatorios*: mediante la cual se evita arbitraje regulatorio mediante la transnacionalización de los servicios y se facilitan los flujos internacionales de capitales.

F. Regulación de grupos financieros⁵

Las regulaciones prudenciales no aplican usualmente a los conglomerados financieros en conjunto, y éstos tampoco suelen publicar o informar a las autoridades en forma consolidada. En tales circunstancias, ello lleva a un “arbitraje

⁵ Se concentrará la discusión en los grupos financieros, pero en realidad los grupos pueden involucrar empresas en otras actividades. Así como en el sector financiero siempre se establecen reglas que autorizan estructuras de propiedad entre matrices y filiales dentro de esta rama, lo que se requiere en general es que cuando haya mezcla de actividades también deban imponerse reglas del mismo tipo. Desde la perspectiva de la regulación del sistema financiero, es preferible que estas reglas impongan que las entidades comerciales e industriales se encuentren arriba del subgrupo financiero y clarifiquen las responsabilidades financieras respecto a éste. Si se permiten actividades reales detentadas por las financieras, debe haber límites sobre la parte del capital de las entidades financieras invertido en tales subsidiarias. La discusión que sigue se concentra en el subgrupo financiero, que sin embargo puede comprender actividades e intermediarios en mercados de valores.

regulatorio” mediante el cual las entidades redistribuyen activos y patrimonio en la forma que les permite minimizar el impacto de las normas, o escapar a ellas. En Colombia como en muchos países se ha ido imponiendo una forma de aproximación a la banca universal, en la cual algunos servicios y funciones de intermediación son realizados por filiales fuera de los bancos y éstos hacen a su vez parte de grupos controlados por “holdings”, y por ello se requiere adecuar las instituciones y estándares regulatorios, para evitar el arbitraje regulatorio. Las entidades que operen internacionalmente ya se deben ajustar a normas que contemplan las estructuras de grupo.

Los riesgos principales que plantea la estructura conglomerada son los de *contagio*, *opacidad* y *subordinación*⁶. El primero se presenta cuando la entidad regulada es afectada por problemas financieros como iliquidez o insolvencia que provienen de otra entidad miembro del grupo, sea o no regulada. Como consecuencia de transacciones entre entidades del grupo el capital de la entidad regulada puede estar sobrevalorado, o subvalorado el riesgo, o el capital neto del grupo puede llegar a ser menor que la suma de los de los miembros, y por esta falta de transparencia las regulaciones de capital adecuado pueden perder su efectividad. La regulación tiene que procurar estructuras claras, poder identificar las partes interconectadas y las líneas de autoridad y responsabilidad dentro de los grupos. Y el supervisor de una determinada entidad debe poder contar con suficiente autonomía de los responsables cuando aquella haga parte de un grupo, particularmente cuando las entidades que la controlan no están reguladas o están fuera del mandato del supervisor.

Hay dos enfoques para enfrentar estos riesgos: regulación *consolidada* o *separada*. En la práctica ambos son muy difíciles de implementar y lo que se impone es un enfoque que combina ambas filosofías, que sin embargo vale la pena distinguir. Cuando haya regulación consolidada, se aplica a todos los miembros del grupo aunque las actividades no fueran reguladas si se realizaran fuera de un grupo. La regulación del grupo comprende requisitos de capital adecuado, límites a exposición a grandes créditos (o fuentes individuales de riesgo), límites a posiciones

⁶ Una buena reseña del tema de regulación de grupos y que ha servido para esta exposición se encuentra en Scott (1994)

propias, estándares sobre responsabilidades de ejecutivos y de accionistas principales, y revelación de información. Los requisitos prudenciales se aplican tanto al grupo consolidado como a cada entidad miembro del mismo, y se requiere reportar consolidadamente. Los asuntos de autonomía se manejan mediante los estándares de responsabilidad a los accionistas principales del grupo y a los ejecutivos de todas las entidades miembros. Este es usualmente el enfoque favorecido por los supervisores bancarios, y por ésto es común encontrar la regulación consolidada aplicada a los bancos y sus filiales, o a los holdings financieros. La desventaja y dificultad de implementación de este enfoque reside en que el aplicarla a entidades financieras que de otra manera no serían reguladas es complicado y genera desventajas competitivas y evasión. Usualmente se requiere fuerte coordinación entre agencias regulatorias y modificaciones de la competencias legales de las mismas.

La regulación separada o autónoma procura minimizar el potencial de contagio que pueda afectar al ente regulado al aislarlo de los otros miembros del grupo. Para ello se emplean mecanismos tales como requerir que las exposiciones de crédito de la entidad regulada a otros miembros del grupo está soportadas por capital adicional, o como imponer límites u otras restricciones a las exposiciones de crédito y otras transacciones. Como el interés se concentra en cada entidad individual, preocupa mucho menos la transparencia de la estructura organizacional, de propiedad o de dirección del conglomerado. Las preocupaciones sobre transparencia se limitan a las restricciones impuestas a las transacciones con otros miembros del grupo, y los problemas de autonomía se manejan aplicando estándares de responsabilidad a los accionistas principales y a los ejecutivos de la entidad regulada. Este es el enfoque más favorecido por los supervisores de seguros y de comisionistas de valores. Según él, si bien deben regularse ciertas actividades, las demás no. Un problema principal es que el contagio puede resultar de la percepción pública de la exposición tanto como de la existencia de la misma, y por ello una entidad bien aislada y regulada sí puede ser sujeto de una crisis de liquidez generada en otras partes del grupo.

En la práctica, ante las dificultades de aplicar integralmente la regulación consolidada, los supervisores acaban procesando información sobre entidades fuera del alcance de su autoridad directa y controlando la exposición potencial de las entidades reguladas a otros miembros de los grupos. Y los supervisores que practican la regulación aislada tienen que hacer evaluaciones explícitas de riesgos potenciales que provienen de otros miembros de los grupos que están fuera del alcance de su mandato directo.

G. Supervisión : inspección, vigilancia y control

La supervisión asegura el cumplimiento de las normas para regulación del mercado de capitales. La vigilancia supone una actitud pasiva o activa por parte del supervisor, pero realizada en forma permanente y encaminada a la prevención. El control supone una labor de verificación que puede ser previa o posterior y que es correctiva y sancionatoria. La inspección puede ser ocasional, y es usual para verificar si los intermediarios están realizando actividades u operaciones sin estar autorizados para ello. Todas estas actividades pueden recaer sobre las entidades en manera objetiva o subjetiva, según se supervisen actividades independientemente de quienes las ejecuten o que se supervisen entidades independientemente de si desarrollan algún tipo particular de actividad.

En cuanto la supervisión sea prudencial, debe actuar sobre todo como mecanismo de alerta temprana sobre el que los vigilados se insolventen, lleguen a estar ilíquidos, o sean incompetentes en sus labores de transacción e información. Esto requiere que las autoridades supervisoras no se dispersen en hacer cumplir toda otra suerte de mandatos de tipo societario, tributario, cambiario o similares. Y mucho menos que acabe administrando entidades intermediarias. La supervisión debe ser frecuente, y debe tener un componente principal de predicción, o sea no estar basada solo en desempeño pasado. Debe haber flexibilidad y neutralidad frente al carácter o razón social de los vigilados o de los segmentos de mercado servidos por los intermediarios. Su labor no ha de ser la de impedir todos los riesgos, sino evitar los niveles excesivos o inadvertidos, mediante conocimiento, alerta y exigencias de cubrimiento.

SEGUNDA PARTE: COMPARACIONES Y TENDENCIAS INTERNACIONALES

Un segundo marco de referencia para apreciar y evaluar la regulación y el marco institucional del mercado de capitales colombiano es el que surge de las comparaciones y la revisión de las tendencias internacionales en esta materia.

Los cambios en los patrones de intervención y en los modelos regulatorios casi siempre han hecho parte de procesos más generales de cambio en las economías y en los mercados de capitales. El trabajo de esta Misión puede verse como parte del proceso de modernización de la economía colombiana, en particular de su proceso de apertura. A escala global, los recientes procesos acelerados de internacionalización han estado muy relacionados con los llamados procesos de “desregulación” de los mercados, que en realidad han sido cambios en las modalidades de regulación, que han eliminado la regulación represiva o cartelizada y han dado mayor alcance a la prevención y a la autorregulación competitiva, y se ha armonizado internacionalmente las reglas y la supervisión.

A. Las Tendencias de los Mercados y las Tendencias Regulatorias

1. Liberalización y globalización

Durante los años ochenta tuvo lugar una gran expansión de los mercados de capitales en los países desarrollados y en un grupo limitado de países en desarrollo. Los flujos internacionales de capitales se aumentaron notablemente, y hubo una ola simultánea de reformas regulatorias comprensivas. En los noventa ha continuado el proceso, ampliado por la transformación de las economías planificadas centralmente en economías de mercado y por la reanudación de los flujos masivos de capitales hacia regiones como Latinoamérica.

Durante los años setenta se había presentado una gran expansión del crédito a través de las fronteras, que fue complementada hacia el final de los ochenta y en los comienzos de los noventa por una internacionalización de los mercados accionarios que afirma y completa la tendencia globalizante de los mercados de capitales. Esto último se

debe a la confluencia de tres tendencias distintas: (a) la integración de los mercados mediante la compra de títulos extranjeros por los inversionistas locales y la venta de acciones locales a inversionistas extranjeros (principalmente los de los Estados Unidos y el Reino Unido), (b) la bursatilización de activos financieros mediante la cual se mejora la complementariedad entre actividades, se reduce el papel de la intermediación y se facilita la transacción por sobre las fronteras (afectando especialmente a los países donde los mercados accionarios no eran fuertes como Alemania, Francia y Japón), y © la apertura de los sistemas financieros locales a los flujos internacionales mediante la reducción de los controles de capitales (incidiendo sobretodo en los mercados emergentes).

Las tendencias de globalización y liberalización han sido posibles en general por regímenes regulatorios más abiertos y competitivos, que han eliminado muchas barreras y limitaciones a la acción privada y han ido desmontado la compartamentalización entre mercados financieros y bursátiles, desplazando así el intervencionismo estatal o los carteles antes predominantes.

La tendencia liberal se manifiesta principalmente en medidas para facilitar el acceso a los mercados, facilitar los flujos internacionales de inversiones de portafolio, ampliar el rango de alternativas de inversión disponibles, y promover la competencia entre los organismos que prestan servicios en los mercados de capitales. El efecto ha sido el de reducir los costos impuestos por la regulación. En consonancia con ello y con las tendencias paralelas hacia la globalización económica, también se presenta un proceso de armonización gradual de los estándares regulatorios.

2. Innovaciones tecnológicas y financieras

Las innovaciones computacionales y en las comunicaciones son una fuente principal de cambios en los mercados de capitales: en buena medida han hecho posible la globalización. Si bien en una primera etapa, que duró décadas, esos medios sirvieron solamente para dirigir órdenes, disseminar información y llevar cuentas, ahora sí están entrando en firme en la ejecución de transacciones y para manejar inversiones. Una tendencia muy significativa es la de que

compradores y vendedores puedan llegar a encontrarse y transar sin intervención de intermediarios: lo que hasta ahora representa un nicho o puerta de entrada a los mercados centrales podría llegar a reemplazarlos.⁷

La regulación de los mercados valores ha sido estructurada sobre los mercados centralizados y los intermediarios correspondientes, pese a que sus actividades han sido casi siempre muy afectadas por lo que ocurre en mercados extrabursátiles, por las transacciones directas de los intermediarios financieros, y por la mediación de los mismos comisionistas de bolsa en estas actividades. Las innovaciones tecnológicas mencionadas y las tendencias descentralizadoras acompañantes plantean necesidades de reestructuración de la regulación, tales como: más énfasis en la autorregulación, un papel más decisivo para la información pública, nuevos estándares de transparencia y eficiencia en la formación de precios y otras dimensiones del mercado como la liquidez, nuevas relaciones con y entre los agentes terminales del mercado, diferentes papeles de los intermediarios, adecuación del monitoreo y la vigilancia, y redefinición del espacio de intervención. También resulta crucial el papel de la regulación en los asuntos relacionados con la estructura del mercado, y hasta en su diseño.

Las tendencias funcionales de los mercados, en términos como los de distribución de riesgos y transformación de plazos, están generando continuamente nuevos productos, y cambian el papel de los intermediarios y las fronteras de la industria.⁸ En la sección anterior se reseñó el caso de los efectos de los cambios en riesgos sobre la generación de coberturas y la reorganización de los esquemas de intermediación, y como es que ello plantea nuevos retos a la

⁷ En los Estados Unidos, los “proprietary trading systems” (PTS) son de propiedad de accionistas de empresas, y no de unos “miembros” que sean a la vez intermediarios del mercado, como ocurre en las bolsas tradicionales. Aunque pequeños, los PTS ya comienzan a ejercer presión sobre los centros tradicionales de mercado. Ejemplos: el mercado continuo de cruces INSTINET, la subasta electrónica de la Bolsa de Arizona (AZX), y la red electrónica de cruces “Posit” del Investment Technology Group. En las bolsas los miembros son a la vez los clientes principales, y para ellos lo mejor es lo que maximiza el valor del puesto. No les convienen las innovaciones que mejoren el precio de las acciones pero que depriman el valor del puesto, como podría ocurrir con un sistema más eficiente de manejo de órdenes. Las ganancias de los propietarios de los PTS sí se mejoran en proporción directa a la atención a los clientes. El esquema de “miembros” no tiene suficientes incentivos compatibles para generar o aceptar innovaciones.

⁸ También cabe mencionar que muchas de las innovaciones financieras tienen origen a su vez en adelantos recientes de la teoría financiera y la teoría económica. Las bases teóricas de la regulación también han experimentado avance notable y adecuación a las demás innovaciones teóricas y de productos. Entre los adelantos teóricos que han fundamentado innovaciones financieras merecen citarse: las teorías de portafolio que condujeron a una teoría de los precios de activos de capital (CAPM), el desarrollo de las hipótesis de mercados eficientes, y los modelos de valoración de opciones. Hoy se cuenta también con teorías de equilibrio general y de crecimiento que endogeneizan el cambio y las innovaciones.

regulación: la reorganización según anclas funcionales, la sustitución de capital por coberturas, la necesidad de una contabilidad de riesgos y la insuficiencia de la contabilidad tradicional frente a los items “fuera de balance”, el principio de neutralidad frente a instrumentos que sean funcionalmente equivalentes, los dilemas entre riesgo sistémico y coherencia regulatoria, y la ineficacia de los controles regulatorios a los flujos de capital. También se expuso la manera como la regulación puede incentivar innovaciones para evadirla, ilustrada con ejemplos de instrumentos cuya aplicación fue impulsada por eventos de dicha naturaleza pero que trascendieron ese alcance hasta llegar a ser corriente y universal, como los bonos de cupón cero y los swaps de divisas, por supuesto tras haber alcanzado reconocimiento legal.

Establecida la necesidad de la regulación, las observaciones anteriores sobre el ámbito cambiante por expansión del mercado y particularmente por sobre las fronteras y por las innovaciones tecnológicas y financieras, conducen a plantear que la regulación es un campo de cambio activo y continuo, con especificidades de este mercado, decisivo para la innovación, e incidente y participante en la estructura del mercado. Puesto de la manera contraria, una regulación rígida, calcada de la de los mercados financieros, que sólo se cabida a lo existente y reconocido legalmente a priori, y restringida a la protección de los inversionistas sin atención a la promoción y la coordinación involucradas en el desarrollo de las estructuras de mercado, se convierte en freno al desarrollo del mercado de capitales.

3. Estructuras de Mercado

Implícito en los cambios reseñados en las secciones anteriores, está el tema de las estructuras de mercado, sobre el cual tienen incidencia especial la intervención y la regulación. La configuración de los encuentros de los ahorradores e inversionistas a través de intermediarios y bolsas, u otros medios alternativos como simples redes de comunicaciones, tiene gran incidencia en el funcionamiento y rendimiento del mercado de capitales: determina los costos de transacción y la transparencia, liquidez, consolidación de órdenes, descubrimiento y estabilidad de precios,

inmediatez, y la calidad y reputación del juego del mercado. Además de atender las demás funciones del mercado (distribución de riesgos, transformación de plazos, asignación de derechos de propiedad) en maneras particulares, dicha configuración presenta características económicas fundamentales como economías de escala, externalidades y bienes públicos.

Por estas razones la intervención pública y la regulación han sido decisivas para iniciar o promover este mercado, y bajo muy diversas modalidades que a veces no las hacen evidentes. Si bien en los países en desarrollo y mercados emergentes es claro el papel estatal en promover, dirigir o frenar los mercados de capitales, también en los hoy más avanzados y que parecen haber surgido solo de la iniciativa privada han jugado un papel decisivo las decisiones públicas y la coerción estatal : fueron ellas las que legitimaron los arreglos cartelizados bajo los cuales se organizaron las bolsas una vez superaron la etapa de comercio en las calles o en los cafés, las que definieron las estructuras conglomeradas de propiedad y controlaron o permitieron los monopolios, y por supuesto las que facilitaron o restringieron los flujos interregionales, intersectoriales e internacionales de capitales.

La estructura de los mercados de capitales admite varios niveles de análisis, a los cuales corresponden también tipos de políticas públicas. En primer lugar cabe señalar la combinación de intermediación y desintermediación financiera en el flujo de recursos entre ahorradores e inversionistas, y las correspondientes decisiones estratégicas sobre integración de las funciones de los intermediarios financieros y de las bolsas y firmas comisionistas de valores. En segundo término está la manera como se establecen diversos segmentos del mercado y como se consolidan, fragmentan o incorporan en una unidad compleja. Este asunto está recibiendo ahora gran atención porque los nuevos sistemas de transacción están retando las soluciones tradicionales alrededor de las bolsas , como ya venía sucediendo con el desarrollo de los mercados OTC. Y en tercer lugar se encuentran los asuntos relativos a la microestructura de las bolsas y otros sistemas de transacción y de información, tema por supuesto relacionado con el anterior. La política y la regulación estatales juegan un papel decisivo en estas materias, que son de diseño, y a su

vez deben sufrir las correspondientes reorganizaciones institucionales de acuerdo con los cambios en las estructuras de mercado.

4. Episodios Contemporáneos

El caso estadinense sirve para ilustrar el alcance de los movimientos del mercado, los asuntos estructurales y su relación con las políticas y la regulación. El crash bursátil del 29 y la crisis de los treinta condujeron al reconocimiento en esta materia bursátil, de la insuficiencia de la casi completa libertad de organización financiera y del respaldo legal a esquemas vulnerables a conflictos de intereses, desinformación, y manipulaciones. Ello se aunó a la tradición antimonopolista, para reconocer el potencial de cartelización presente en la organización de este mercado a través de bolsas de propiedad de miembros intermediarios. También se reconocieron en ese momento las limitaciones de una política financiera controlada a nivel local y la necesidad de políticas y supervisión federales en esta materia. De ahí surgieron las determinaciones sobre separación de las actividades bancaria y bursátil, la creación de un ente especializado federal para vigilar, inspeccionar y controlar a los intermediarios, y los requisitos de revelación de información para las emisiones y las transacciones secundarias.⁹

Las enmiendas a las Actas de Valores de los Estados Unidos llevadas a cabo en 1975 fueron las que desencadenaron el proceso de reformas regulatorias en casi todos los mercados desarrollados. En primer lugar, avanzaron en materia de protección al inversionista, actualizando las normas antiguas para adecuarlas a la medida en que se liberalizó y desarrolló el mercado. En segundo término, por reconocer que el esquema proteccionista de los treinta requería completarse con promoción de la competencia, para lo cual se implantó la negociación de las comisiones en las bolsas y se tomaron medidas complementarias para restringirles sus posibilidades de cartelización. Y por último ,

⁹ El Acta de Valores de 1933 se concentró significativamente en la revelación de información para las emisiones públicas, y a ella siguió en el 34 la de las Bolsas y que creó la SEC, también con gran énfasis en la revelación de información, esta vez en la requerida por el mercado secundario. Junto a la reforma regulatoria, tuvieron lugar en los años 30 importantes determinaciones legales sobre la estructura del mercado estadinense, especialmente la separación de la actividades de banca comercial y de inversión, y los límites estrictos a la participación de la primera en los mercados de valores (Acta Glass Steagall). Otras Actas importantes de la época regulan fideicomisos (1939) , administradores de inversiones (1940) , y las asesorías de inversión (1940).

al reconocer y dar cauce legal integral a las formas de organización que les competían, añadiendo el interesante ingrediente promocional de un mandato para formar un Sistema de Mercado Nacional, con lo cual se abocó a la SEC a la tarea de diseño.¹⁰ Pero ahora, la propia SEC y otros han cuestionado la conveniencia de ese papel activista.

El reciente debate estadinense (alrededor del proyecto “Market 2000 de la SEC) ha mostrado los asuntos relevantes en la intervención regulatoria en la estructura de mercado. Es posible que haya innovaciones de mercado que restrinjan la competencia, y lo que habrá que buscar es un balance frente a la inexorable presión innovativa. Por otra parte, la intervención en la estructura también obedece a asegurar que los mercados sean ordenados y atractivos por ser justos para un amplio espectro de participantes, y para ésto se mira a la autoridad federal. Cuando se consolida espacial o temporalmente el flujo de órdenes, los mercados satélites ganan a expensas de los centrales aprovechando los resultados del proceso de formación de precios y otros servicios que proveen los últimos: un ejemplo de las externalidades y de las dificultades de decisión colectiva involucrado en el diseño del mercado nacional.

Por su parte, el impacto de las agencias regulatorias también es afectado por las estructuras de los mercados que regulan. Ya se ha visto en el capítulo anterior, que hay conflictos (tradeoffs) entre mayor riesgo sistémico y menores costos de regulación cuando se pretende cohesionarla en una autoridad única vrs. admitir alguna competencia regulatoria. Algunos estudios también encuentran que la eficiencia de la regulación (en términos de protección a consumidores, estabilidad del sistema y eficiencia de precios) se mejora cuando hay competencia entre diversas agencias regulatorias que supervisan mercados sustitutos, y empeora en cuanto los mercados sean complementarios. El diseño de estructuras regulatorias también depende entonces de los incentivos enfrentados por los reguladores y del grado de complementaridad u o sustituibilidad de los productos que regulan.¹¹

¹⁰ La SEC ha jugado un papel activo en el desarrollo del Intermarket Trading System, la Consolidated Tape Association y el Consolidated Quotation System. Prohibió en 1980 a la Bolsa de Nueva York (NYSE) impedir a sus miembros participar en operaciones externas a la Bolsa sobre títulos transados en ella. Ha permitido el surgimiento de los PTS's mencionados en la nota 1.

¹¹ Ver el trabajo de W. Albrecht, C. Bronfman y H. Messenheimer (1996).

Como en los Estados Unidos, las reformas regulatorias en mucha partes han sido comprensivas y concentradas, sin perjuicio de que se acompañen de modificaciones graduales. En cuanto no sean intermediados a la manera de los mercados financieros, los mercados de capitales conjugan muy diversos factores, competen a varias agencias estatales, tocan normas legales muy básicas (como las societarias), y por lo tanto las reformas de los mercados de valores son generalmente sistémicas, o por lo menos sus causas lo han sido. Y aún en los casos en los cuales los países no hayan decidido cambiar el modelo básico del mercado, sino como resultado de las presiones de los flujos internacionales de capitales y de la competencia de los centros financieros extranjeros.

La desregulación del acceso al mercado y de las comisiones ha sido un detonante de cambios de mayor envergadura en otros países. Canadá, cuyos mercados están fuertemente ligados con los de los Estados Unidos respondió en 1983 con su propia liberalización de comisiones. En el Reino Unido, el llamado “big bang” del mercado londinense en 1986 comprendió además de dicha liberación, un nuevo sistema de transacciones y en mayor participación de firmas extranjeras de servicios financieros en el mercado doméstico, y en la conversión de Londres en un mercado internacional de primera magnitud. El Acta de Servicios Financieros de 1986 también instituyó una Comisión, la Securities and Investment Board (SIB), para vigilar el mercado de valores y a las compañías de inversión a través de un sistema de autorregulación. Pronto, Canadá, Francia, Holanda y España reestructuraron sus mercados y sistema y entidades regulatorias, como reacción al cambio que tuvo lugar en Londres, pero también en anticipación al desarrollo de un mercado unificado de capitales en Europa, que a su vez condujo al reconocimiento mutuo de los estándares regulatorios y a los esfuerzos por desarrollar normas de aplicación global.

La liberación de las comisiones, la mayor apertura de acceso a los mercados centrales de valores y las medidas promotoras de la competencia, incluyendo las que facilitan los flujos internacionales de capitales, han llevado a clasificar esta ola de reformas como de “desregulación” Aunque ciertamente representan una gran liberalización frente a las normas y estructuras anteriores, han sido más complejas que lo que dicha calificación podría hacer

pensar, ya que como se verá en la sección siguiente, lo que ha habido es un cambio en la regulación hacia mayor prevención y mayor énfasis en la autorregulación y la promoción. Si en alguna medida es apropiado el término “desregulación” en el caso de los países más desarrollados, sería para referirse al desmonte del soporte legal y de la coerción pública en favor de prácticas autorregulatorias monopolísticas.

Vale la pena comentar también que las reformas concentradas han sido más comunes en los países con modelos de mercados de capitales “no intermediados” que en los “intermediados”, y cuando han tenido lugar en éstos ha sido en cierta medida para no perder competitividad frente a los primeros. Los cambios regulatorios han sido mucho más graduales en Alemania y Japón, revelando menores presiones sentidas a través de los mercados de valores y más absorbidas por los intermediarios financieros, pero en estos países también se aprecia mayor bursatilización y desintermediación financiera.

En los mercados emergentes los cambios regulatorios contemporáneos del mercado de capitales suelen estar ligados a la reformas generales de política, las sucesiones entre las diversas reformas parciales, y las políticas promocionales de los gobiernos. Véase dos casos polares ilustrativos de estas relaciones, los de dos mercados emergentes que han alcanzado tamaños grandes : Corea y México.

El marco regulatorio básico de Corea se estableció en 1962 y comprendió la conversión de la bolsa en una corporación controlada por el gobierno y el establecimiento de una comisión regulatoria dentro del Ministerio de Finanzas.¹² Hasta 1980 hubo estricto control directo estatal por esta vía, y desde entonces se ha dado una liberalización muy gradual, ya que sólo hasta 1989 se privatizó la bolsa, y todavía se mantienen fuertes restricciones a la inversión extranjera de portafolio, al acceso de inversión extranjera en el sector financiero y bursátil, y quedan controles parciales de precios. Tan recientemente como 1990 operó un fondo público de estabilización del mercado,

¹² La información sobre el caso coreano proviene de Chuppe y Atkin (1992).

que llegó a adquirir el 5% de las acciones registradas. La autorregulación también es fuerte, pero en estrecha coordinación y bajo severa vigilancia estatal. Esta política de intervención y regulación del mercado de capitales es característica de un proceso con fuertes controles de capitales, decidido impulso y dirección estatales al desarrollo de un mercado no intermediado (sin perjuicio del desarrollo paralelo y complementario del intermediado),¹³ y un gran intervencionismo en estrecha coordinación con un sector privado seleccionado.

El anterior ejemplo del Este Asiático contrasta con las reformas liberalizantes tardías y concentradas que han tenido lugar en México.¹⁴ En este país, se efectuó en la segunda mitad de los años ochenta un cambio radical en las políticas generales de desarrollo desde una posición de alta protección e intervención hacia otra de apertura comercial, reducción de la intervención y profunda reforma financiera. Dicho sea de paso, el mercado de capitales tuvo una significativa expansión y desarrollo de su papel dentro de la economía durante el período proteccionista, porque cuando se nacionalizó la banca el sector privado encontró una salida de financiación en el mercado no intermediado manejado por el sector privado, lo cual ilustra compensaciones entre mercados que alteran los efectos de las políticas en manera no siempre prevista o intencionada. El factor predominante en la liberalización del mercado, acentuada desde 1990, han sido los flujos internacionales de capitales y las medidas para acomodarlos: principalmente la financiación mexicana en los mercados internacionales, e ingreso de capitales, inversión directa y de cartera al país. Para ello se efectuaron cambios en el régimen de los fondos de inversión a fin de acomodar y desarrollar las inversiones extranjeras de cartera en México, y para establecer los fondos país cotizados en los mercados internacionales.

¹³ A comienzos de los ochenta el mercado coreano era el 26o. en capitalización y 18o. en transacciones, y al final de la década había llegado a ser el 10o. en capitalización y 5o. en transacciones.

¹⁴ Ver Caro et al. "El Mercado de Valores en México" (1995). El mercado mexicano tuvo durante el período 1986-1993 una capitalización de 22% del PIB (Corea (K) 40% y Colombia (C)7%, transacciones por 9% del PIB (K: 37% y C: 1%), rotación del 56% de la capitalización del mercado (K: 93% y C: 7%), concentración del mercado en los 10 mayores títulos del 36% (K: 28% y C: 74%), según los datos de Demirgüç- Kunt y Levine (1995).

Se ha adoptado además una serie de medidas estructurales relativamente avanzadas que aprovechan el buen volumen de operaciones, tales como: liberar las comisiones, autorizar y facilitar operaciones en corto, desarrollar un mercado de warrants, establecer un mercado intermedio, adoptar figuras especializadas de intermediarios (como el “especialista”, que es un broker-dealer), imponer las sociedades calificadoras de riesgo y las sociedades valuadoras de las inversiones de los fondos correspondientes.

Las reformas mexicanas en el campo de valores sin embargo no se han desarrollado en un entorno legal claro y las entidades regulatorias parecen quedar atrás de los desarrollos del mercado, particularmente frente a su volatilidad y riesgos sistémicos, y pese a los grandes avances institucionales (por ejemplo, en promoción e información). Ello parece haber limitado, entre otros, mayor avance en el campo de administración de riesgo.

B. Los Sistemas Regulatorios de los Mercados más desarrollados

En esta sección se reseñan los principales cambios regulatorios en los países de la OECD, en el contexto de los cambios en los respectivos mercados de valores, y con énfasis en lo ocurrido desde los años ochenta.

La industria de los valores ha experimentado un gran cambio bajo el impacto del notable aumento en transacciones, la bursatilización de muchos activos financieros, la influencia creciente de los inversionistas institucionales, la internacionalización del comercio de valores y la explosión del negocio de los derivados. La industria y sus reguladores han tomado medidas importantes para mejorar el funcionamiento de los mercados, particularmente desde la segunda mitad de los años ochenta, y frecuentemente como reformas comprensivas mencionadas en la sección anterior. Los esfuerzos han estado encaminados principalmente al logro de dos objetivos generales: mejorar la eficiencia de los mercados, y fortalecer la protección a los inversionistas. También se ha prestado creciente atención al mantenimiento de la estabilidad sistémica, particularmente desde el crash de Octubre de 1987.

La políticas para mejorar la eficiencia se han basado en fortalecer el papel de las fuerzas de mercado mediante un esfuerzo deliberado y sostenido para eliminar los obstáculos a la competencia en precios, productos y geográfica. Los otros dos objetivos se han logrado mediante la regulación prudencial, que busca mejorar la estabilidad de los intermediarios, y mediante reglas y vigilancia para proteger a los inversionistas contra fraude, manipulaciones y otras prácticas perjudiciales, incluyendo el abuso de información privilegiada.

1. En busca de la eficiencia a través de la regulación¹⁵

Este esfuerzo se ha caracterizado en primer lugar por ser conjunto entre las autoridades y los miembros de la industria, y para lograr mayor eficiencia y mayor competitividad internacional. Las reformas pueden clasificarse bajo los siguientes rubros principales:

- Logro de mayor competencia entre intermediarios, particularmente desregulando el acceso a la industria, abriéndola a los bancos y otras instituciones financieras,
- Ampliación del espacio para la competencia de precios, principalmente desregulando las comisiones,
- Promoción de la internacionalización de los mercados domésticos para inversionistas y prestamistas,
- Promoción de la automatización en los diversos procesos constitutivos del comercio de valores,
- Mejora de los sistemas de compensación y liquidación, para asegurar eficiencia y estabilidad,
- Modernización de las técnicas y los sistemas operacionales para comercializar los instrumentos de deuda pública, acomodándolos mejor a las demandas de los inversionistas y los profesionales del mercado,
- Mejora de la transparencia de los mercados OTC, que han venido ganando terreno frente a las bolsas tradicionales,
- Promoción del desarrollo de nuevos mercados e instrumentos, principalmente las opciones y futuros financieros.

(a) El acceso a la industria. La principal manera de abrir la industria y promover así la competencia ha sido la de permitir el acceso de los bancos y otras entidades financieras a una industria que hasta entonces había estado protegida legalmente. En los países con una larga experiencia de separación de la banca comercial y el negocio de

¹⁵ Esta sección y la siguiente se basan en información extraída de publicaciones de la OECD, particularmente varios números de **Financial Market Trends**, particularmente 46, 50 y 54, de 1991 a 1993.

valores, la compartimentalización ha sido abandonada (Canadá), o está en proceso de revisión y de abandono parcial (Japón y Estados Unidos). Y en los países donde el acceso a las bolsas estaba limitado a firmas especializadas, se ha permitido el acceso directo de los bancos, o a través de filiales especializadas.¹⁶

Otra línea de desarrollo del acceso al mercado es la que se presenta en países en los cuales estaba cerrada la membresía de las bolsas, como en el Reino Unido, donde el sistema monopolístico de “brokers” y “jobbers” se reemplazó en 1986 por firmas con capacidad dual y en las cuales entidades externas pueden tener participaciones. Esta reforma abarcó la introducción de comisiones negociables, sistemas computerizados de transacciones con participación de formadores de mercado (market makers), y reforma del mercado de títulos del gobierno. Ello condujo a mayor capitalización de las firmas comisionistas y mayor competencia entre ellas. Reformas similares tuvieron lugar en Dinamarca (1986), Irlanda (1987), Francia (1988), Grecia (1988), España (1989), Bélgica (1990) e Italia (1992), así como en Australia y Nueva Zelanda desde 1984.

(b) *Comisiones*. El movimiento hacia comisiones libremente negociadas se inició en Estados Unidos en 1975 y se ha propagado a casi todos los países, estando sin embargo entre los más tardíos Holanda y Suiza (1990) y España (1992). Pero lo que ha ocurrido en algunos países ha sido una mera rebaja o desregulación parcial, y ello caracteriza a Alemania (1988), Japón (1990) y Bélgica (1991). Así es que no ha sido tan fácil ni completo este cambio, ya que ha tenido que enfrentar el sistema cerrado de membresía de las bolsas que aún persiste, y ha podido ser implantado parcialmente sobretudo por temor a la competencia internacional. Por otra parte, el examen de los resultados de esta medida ha mostrado que ha reducido los costos de transacción, sobretudo para las transacciones más grandes y

¹⁶ En Canadá se autorizó en 1986 a los bancos y entidades financieras poseer firmas comisionistas y así lo han hecho, pero en 1992 se les permitió además tener mayores facilidades internas para comerciar valores y dar asesoría. En el Japón y los Estados Unidos se ha venido borrando la separación entre banca comercial y el negocio de valores desde los años 80. Desde 1993 los bancos y las firmas comisionistas japonesas pueden incursionar en los negocios de los otros a través de subsidiarias. Pero esto se restringe a los más grandes. Los bancos sí pueden invertir en acciones transadas públicamente. El Federal Reserve Board de los Estados Unidos ha flexibilizado la interpretación del Acta Glass Steagall y ahora las compañías holding dueñas de bancos también pueden realizar muchos negocios de valores a través de filiales no bancarias, con condiciones (firewalls). Pero los esfuerzos recientes para repudiar el Acta no han sido exitosos.

sin tanto impacto sobre las más pequeñas, lo que hace pensar que subsisten subsidios cruzados desde las últimas a las primeras para enfrentar la competencia de sistemas OTC y descentralizados.

(c) *Liberalización e internacionalización.* A finales de los años 70 y comienzos de los ochenta se desmantelaron en los países principales casi todos los controles a las transacciones financieras internacionales, y ello se propagó al resto de países de la OECD en el resto de la década, hasta que en 1990 la directiva de la Unión Europea consagró no solo la liberalización intrarregional sino cláusulas extensivas a terceros países. Ello generó un aumento espectacular de flujos a través de las fronteras desde mediados de los 80, impulsó la creación de instrumentos de cobertura y técnicas de estructuración de riesgos, y diversificó los portafolios de los grandes inversionistas institucionales. La globalización de esta tendencia es provechosa para la asignación de los recursos financieros, pero también causa preocupaciones desde la perspectiva de la estabilidad sistémica local y la propagación de movimientos bruscos entre mercados.

Vale la pena comentar que ésto además ha generado medidas promocionales de las autoridades regulatorias de algunos países para atraer prestamistas a sus mercados: como cuando la SEC aprobó en 1986 a las Bolsas estadounidenses normas de registro y lista que permiten actuar a emisores extranjeros de acuerdo con los estándares de información y de gobernabilidad corporativa de los países originadores. La regla 144A de 1990, que redujo la carga del registro para emisiones colocadas privadamente cuando hay compradores calificados, también facilitó las revelaciones para los emisores extranjeros que coloquen en el mercado americano.

En cuanto al impacto sobre los sistemas de transacción y las reglas que los rigen, la globalización está conduciendo a sistemas continuos que operan las 24 horas, tal como los sistemas Globex (de Chicago, CME & CBT) y NASDAQ Internacional que permiten transacciones en todas las horas extras.

(d) *Automatización*. Los pisos de las bolsas tradicionales están siendo reemplazados por redes descentralizadas que tienen el potencial técnico de comunicar sistemas locales con mercados nacionales e internacionales. Pero los diversos procesos del negocio pueden ser similarmente automatizados:

- recolección de órdenes de los clientes y conducción al mercado,
- determinación de precios (sea en subasta simple o continuo, o con un proceso de transmisión de posturas y formadores de mercado)
- ejecución de órdenes, confirmación y case,
- compensación y liquidación,
- notificación de la ejecución de órdenes a los clientes,
- reportes para vigilancia e información surgida del mercado,
- difusión de la información del mercado.

Las ventajas posibles de la automatización comprenden: mejora de la transparencia (sobre todo en la medida que se alcance información en tiempo real), manejo eficiente y seguro de órdenes (particularmente en el negocio minorista), economías de escala en los niveles de bolsa y de las firmas, y potencial para integrar mercados y de esa manera mejorar la profundidad, liquidez y la calidad de los precios.

Pero el aprovechamiento de estas ventajas depende crucialmente de los arreglos institucionales y organizacionales, y por ello de la regulación. Ya se ha visto, por ejemplo, como es que la membresía cerrada de las bolsas busca maximizar el valor del puesto puede filtrar o desviar innovaciones. También debe recordarse que no siempre los cambios técnicos reducen los costos, porque resultan en productos y servicios más complejos, y sobre todo que hay irreversibilidades que conducen a “dependencia del camino” seguido.

Así, se aprecia que los niveles y formas de automatización divergen notablemente entre los países con mercados más desarrollados. A vuelo de pájaro, el proceso reciente se inició con la introducción en 1971 del sistema NASDAQ, que provee a los participantes información en tiempo real surgida de transacciones entre formadores de mercado

(market makers), y algo más tarde en 1977 con el sistema CATS (Computer aided trading system) de la Bolsa de Toronto, que es un sistema de centralizado de libro de órdenes en el cual se ejecutan automáticamente los casos de órdenes. Por supuesto. los pisos tradicionales también se han automatizado, como el de la Bolsa de Nueva York.

Este proceso ha ganado gran impulso desde 1986 cuando París adoptó un sistema tipo CATS y Londres estableció el SEAQ (Stock exchange automated quotation system) basado en el NASDAQ. El sistema CATS ha sido el más adoptado, habiendo sido adoptado en España (1988), Bélgica (1989), Australia (1987), y Suiza (1989). Este último tiene un sistema paralelo de información simultáneo para varias bolsas, como el que también adoptó Alemania para su mercado OTC. En Japón había desde 1982 un sistema parecido al CATS

(e) *Sistemas de compensación y liquidación.* Esta es una de las áreas de mayor potencial para la automatización, pero también plantea problemas de política relacionados con los riesgos de falla en estas funciones. A medida que se elevan los volúmenes transados y el número de participantes, la falla de un participante puede propagarse fácilmente en una cadena de fallas de contrapartes, hasta afectar el sistema como un todo. El diseño debe entonces atender a reducir esos riesgos y alcanzar una redistribución adecuada de los mismos.

El crash de 1987 ha generado una serie de reportes, entre otros, del Grupo de los Treinta, la Sociedad Internacional de Administradores de Valores, la Federación de Bolsas y el BIS. Estos estudios argumentan que los riesgos se minimizan acortando los plazos de liquidación y recomiendan reducir los periodos de comparación y case, como para que la liquidación final no dure más de tres días. Los riesgos asociados con retardos en entrega de valores o pagos por contrapartes se eliminan adoptando el sistema de entrega contra pago. Y se recomienda enfáticamente la adopción de depósitos centralizados de valores que retengan los valores o los desmaterialicen. Cuando hay grandes volúmenes de transacciones concentradas, los riesgos y costos se reducen adoptando procedimientos operaciones netas.

(f) *Modernización de los mercados de títulos gubernamentales.* En los mercados primarios, las tendencias predominantes recientes han sido hacia la diversificación de plazos y el uso de subastas, inclusive para largos plazos, reduciendo o complementando el papel de los consorcios tradicionales.

En los mercados secundarios, se impone el uso de formadores de mercado (market makers), para lo cual se seleccionan algunos bancos o brokers/dealers, llamados “primary dealers” en Estados Unidos, que se comprometen a mantener pedidos y ofertas continuas que aseguran liquidez al mercado.

El tercer frente ha sido el de la automatización de los mercados por títulos de gobierno, a lo cual se prestan especialmente sus características homogéneas y la facilidad para desmaterializarlos. Por ello, estos títulos suelen ser la base sobre la cual se montan estas facilidades para todo el mercado.

(g) *Transparencia en los mercados “bajo el mostrador” (OTC).* Estos mercados que operan fuera de bolsas son muy grandes, y por ello preocupa el que los precios en las bolsas necesariamente sea afectado por que una parte significativa de las transacciones se haga al margen y el que lo que ocurra en las bolsas tenga poco impacto sobre los precios en general. Estos mercados OTC son también muy vulnerables a manipulación de precios y transacciones privilegiadas (insider trading).

En los Estados Unidos estas preocupaciones han sido atendidas mediante el desarrollo del “Sistema de Mercado Nacional” en cual se reporta a los usuarios del sistema NASDAQ información detallada sobre las operaciones en los títulos con mayor volumen de transacciones. La visibilidad de las operaciones OTC se ha mejorado mediante mecanismos de seguimiento instituidos por la Asociación Nacional de “Dealers”, organismo autorregulador de los comisionistas (separado de las Bolsas y su autorregulación), y mediante información aportada por un Sistema

Transaccional Intermercados, que es una red que une las bolsas y redes nacionales y locales y ciertos operadores mayores en el mercado OTC. Un factor importante adicional al de la información ha sido la disminución de la fragmentación de los mercados, local y por áreas de especialización. El marco regulatorio establecido en el Reino Unido en 1986 mediante el Acta de Servicios Financieros también se apoya en la autorregulación para mejorar la transparencia de los mercados OTC, a lo cual se añaden requisitos de información pública sobre las transacciones por esos medios, extendido hasta todos los Eurobonos listados en Londres y las acciones extranjeras transadas fuera del sistema SEAQ. Casi todos los demás países del área adelantan esfuerzos similares para integrar los mercados OTC y mejorar su transparencia, dependiendo del uso de las redes en línea.

(h) *Promoción de nuevos instrumentos y mercados* . Los principales adelantos han sido: el desarrollo de mercados de opciones y futuros financieros, y la creación de segmentos de los mercados público para empresas nuevas y medianas, que usualmente no cumplirían los requisitos completos de revelación de información.

Los países que introdujeron estos segundos mercados han sido Italia (1978), Reino Unido (Mercados de Valores No Listados en 1980 y Tercer Mercado en 1987), Holanda (1981), Dinamarca (1982), Francia (1983), Bélgica (1985), Australia (1985), Alemania (1987), Grecia (1989) y Portugal (1992). Los dos mercados ingleses se unieron en 1990, y en Australia un segundo mercado inicial separado se integró al principal en 1992.

Los mercados de futuros y opciones financieras han proliferado desde los años 70. Comenzaron en 1972 en el Chicago Mercantil Exchange (con futuros de divisas) y en 1975 con el Chicago Board of Trade (futuros de tasas de interés), y desde entonces se han implantado en Australia (1979), Reino Unido (1982), Nueva Zelandia (1983), Canadá (1984), Suecia (1985), Francia (1986), Dinamarca (1988). Finlandia (1988), Suiza (1988), Irlanda (1989), Japón (1989), Alemania (1990), Austria (1991), Bélgica (1991), España (1991) e Italia (1992).

El arranque se ha dado principalmente a través de mercados de futuros y opciones de tasa de interés y de divisas, y más tarde se ha extendido a instrumentos basados en índices de acciones. Los productos se usan principalmente para proveer coberturas contra riesgo, pero así mismo han levantado cuestionamientos sobre las implicaciones para riesgos sistémicos que tienen las relaciones entre los mercados en dinero y en derivados. Preocupa que cuando haya mucha volatilidad las actividades de los mercados de derivados transmitan presiones a los mercados en dinero a través de ciertas estrategias como el arbitraje de índices, y por ello algunos países han tomado medidas para limitar transacciones en tales momentos. En los Estados Unidos las bolsas correspondientes adoptaron voluntariamente mecanismos basados en límites a cambios de precios, que paralizan a la vez las transacciones en derivados y subyacentes cuando haya movimientos extremos.

2. Fortalecimiento de la regulación prudencial y de la protección de los inversionistas

Las principales direcciones de las medidas para fortalecer las políticas prudenciales y la protección de los inversionistas pueden clasificarse de la siguiente manera:

- Reformas comprensivas del marco regulatorio básico, a menudo en combinación con cambios importantes en las propias estructuras de mercado,
- Medidas locales e internacionales para fortalecer la base de capital de las firmas especialista en valores,
- Esfuerzos para mejorar la calidad de los servicios, elevando los requisitos para las licencias o autorizaciones y aplicando códigos de conducta,
- Medidas legislativas para penalizar las transacciones internas privilegiadas,
- Promoción de la cooperación internacional en regulación, mediante armonización de las reglas de supervisión y los códigos de conducta, y también cooperando en intercambios de información e investigaciones.

(a) *Reformas de los marcos regulatorios y de las estructuras de los mercados.* Los principales cambios regulatorios se han efectuado desde mediados de los años ochenta. Han creado comisiones o agencias especializadas de valores, o han ampliado los poderes supervisores de las que ya existían. Con pocas excepciones, notablemente la de los Estados Unidos, la regulación bursátil había descansado grandemente en la financiera o en la societaria, y

sobretudo se carecía de suficiente capacidad supervisora. Hasta 1986 el Acta de Servicios Financieros vino a instituir una agencia especializada, SIB, apoyada y encargada de reconocer una red de organismos autorreguladores y cuerpos profesionales. El acceso a la industria se efectúa a través de la pertenencia a esos organismos y con la certificación de dichas corporaciones, que además efectúan prácticamente toda la supervisión cotidiana.

Francia también estableció hasta 1988-1989 su organismo regulatorio especializado (Conseil des Bourses de Valeurs) y fortaleció los poderes de inspección y control de la Commission des Operations de Bourse. Italia , tras sus reformas de 1983-85 y del 91, presenta una estructura de regulación compartida por el banco de Italia para supervisión prudencial y un Comisión para las Bolsas (CONSOB) que asegura transacciones propias y ordenadas y protege a los clientes. Entre los que han creado o reformado los organismos especializados para valores se cuentan Noruega (1986), España (1988), Holanda (1988) Australia (1991), y Grecia, Portugal y Luxemburgo (en 1991). Japón instituyó en 1992 una nueva comisión que se responsabiliza de la vigilancia de las firmas de valores, y comparte la reglamentación y demás funciones supervisoras con el Ministerio de Finanzas. Alemania no tenía hasta 1993 una agencia especializada, pero el Ministerio de Finanzas lleva cabo labores en este sentido y ha anunciado un desarrollo en tal dirección.

Dentro de la OECD hay sin embargo diferencias considerables en cobertura funcional y de agentes, y en el estatus y número de autoridades regulatorias y supervisoras. Tienen mucho que ver con las diferencias en estructura de mercado, en las etapas de desarrollo, y en las actividades permitidas a los agentes del mercado.

En los países más cercanos a la “banca universal” donde las actividades de valores son parte normal de las operaciones de los bancos, las autoridades que se encargan de éstos son también las responsables de vigilar dichas actividades , y son las bolsas y los gobiernos locales los que se encargan de las actividades de las primeras y de los intermediarios que actúan en ellas.

Donde están legalmente separadas las actividades de banca comercial y de valores, más bien se establecen agencias especializadas para supervisar las bolsas y las firmas comisionistas. Esto facilita la regulación del mercado de capitales por una entidad especializada, y se ha hecho para reducir la transferencia de riesgos a los depositantes en los bancos¹⁷.

También existen estructuras regulatorias híbridas en las cuales un regulador de bancos (a veces un banco central) o una comisión de valores lidera la regulación, con la cooperación entre dos o más agencias.

Por otra parte, y pese a las divergencias que se acaba de señalar, hay una tendencia general y definida a aumentar el papel de la autorregulación con vigilancia gubernamental, y en la medida del desarrollo de los mercados. Es el modelo establecido en los estados Unidos desde el Acta de 1934, en el Japón desde la Ley de Valores y Bolsas de 1948, y en el Reino Unido a partir del Acta de 1986.

En algunos países de estructura política federal, como Alemania o Canadá, las autoridades regionales son las que administran buena parte de la regulación pública de valores. Aún en los Estados Unidos, con un fuerte sistema nacional regulatorio, los diversos estados también participan en la regulación de las actividades bursátiles y de valores interiores.

(b) *Requisitos de capital.* La industria de los valores era dominada en muchos países por firmas pequeñas, y el principal cambio en dicha situación ha sido la entrada de las entidades financieras, participando en las existentes o creando nuevas empresas, con lo cual se ha capacitado al sector para manejar un gran volumen de negocios.

¹⁷ O al gobierno, si hay seguro público de depósitos.

La crisis de 1987 hizo clara la necesidad de asegurar regulatoriamente la integridad y responsabilidad del negocio de los valores, lo cual lleva a su vez a requerir mayores niveles de capital y estándares para enfrentar los riesgos a los cuales se ven expuestos los intermediarios. Muy pronto los reguladores se dieron cuenta de que además era necesaria la armonización internacional de dichos estándares para evitar desequilibrios competitivos.

Tras el acuerdo de 1988 sobre estándares de capital para los bancos, el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria se ha dedicado a buscar cómo incorporar a ese marco los demás componentes de riesgo enfrentados por dichas instituciones. Mientras el sistema inicial daba cuenta de los riesgos de crédito, el nuevo tomará en cuenta los riesgos de mercado, liquidez y operacionales, entre los cuales se cuentan los que provienen de las actividades en el mercado de valores y de las operaciones con derivados, que han adquirido creciente importancia para los bancos internacionales.

Bajo el nuevo enfoque, los bancos podrán optar por usar sus propios modelos de riesgo para estimar su “valor arriesgado”, la máxima pérdida incurrible dentro de un margen dado de confianza, y ella será la base para el requisito adicional de capital, que se obtiene multiplicando dicho valor por un factor de seguridad (mayor o igual a 3). Los reguladores podrán ajustar ese factor si el modelo resulta inadecuado. Lo interesante y novedoso de este enfoque es que provee incentivos para mejorar el manejo de riesgo, porque un menor valor en riesgo reducirá el capital requerido.¹⁸

Con el fin de tomar en cuenta las consecuencias para la competencia entre firmas de valores bancarias y no bancarias, el Comité de Basilea ha cooperado con IOSCO, la organización internacional de comisiones de valores, para desarrollar los estándares de capital para comisionistas del mercado de capitales no intermediado.

¹⁸ No existe aún acuerdo en esta materia entre el Comité de Basilea y la Unión Europea, la cual tiene ahora una directiva diferente a la descrita acá. Para este asunto véase, “International Capital Markets” del FMI (1995).

(c) *Calidad de los Servicios*. Para proteger a los inversionistas se han elevado los requisitos para autorizar o dar licencias a los comisionistas y se han desarrollado códigos de conducta para los intermediarios. Se trata de evitar proceder erróneos o ilegales, abusos por conflictos de interés, asesoría fraudulenta o irresponsable, etc. En este campo ha sido muy influyente el enfoque adoptado bajo el Acta de Servicios Financieros de 1986 del Reino Unido y los principios de conducta promulgados por IOSCO en 1990.

(d) *Protección contra transacciones privilegiadas (insider trading)*. Los acuerdos de caballeros no han sido suficientes y han abierto paso a normas preventivas y sanciones más fuertes. En 1989 se produjo en el área de la Unión Europea una directiva especial sobre transacciones privilegiadas, y ello también ha sido objeto de los poderes de la nueva comisión establecida en Japón y del proyecto de agencia federal en Alemania .

La automatización, junto con los récords que produce, ha sido otro medio para detectar los casos de esta naturaleza. Un área de especial cuidado, por prestarse a estas manipulaciones, es la de intentos y defensas de toma de posesión o control a través del mercado accionario. Ello generó en los Estados Unidos en 1988 un Acta especializada en esta materia, que obliga a los comisionistas y asesores a seguir procedimientos formales para estas tomas. Se ha puesto especial atención a la revelación de las posesiones principales dentro de las sociedades, y para proteger los intereses minoritarios.

(e) *Cooperación y coordinación internacional en la regulación de valores*. Los comentarios anteriores ya han señalado la creciente preocupación por la armonización de las regulaciones a nivel internacional. Vale la pena mencionar la relevancia y actividades de IOSCO: sus encuentros recientes han tratado asuntos de requisitos de capital, supervisión de conglomerados financieros, estándares de auditoría, coordinación entre los mercados en dinero de derivados, lavado de dinero y transparencia en las transacciones en los mercados secundarios. Además de promover la armonización multilateral de la regulación, también se han promovido los intercambios de información

entre bolsas y las investigaciones entre países. Los países han firmado acuerdos basados en resoluciones de IOSCO, y algunos han hecho cambios legales para eliminar limitaciones a esta cooperación.

Los esfuerzos en esta materia generados por el intento europeo de crear un mercado único han sido muy influyentes dentro del área y fuera de ella. Ya se han mencionado los acuerdos para requisitos de capital a las instituciones financieras. Estas directivas tienen la forma de establecer estándares mínimos y de un acuerdo para reconocer mutuamente las salvaguardias establecidas por cada país. La directiva sobre servicios para inversiones tiende a permitir la libertad para prestar esos servicios en toda la comunidad creando para ello una licencia única que sea como un “pasaporte europeo”, al imponer el reconocimiento mutuo de las autorizaciones otorgadas en los países de origen. Esfuerzos en direcciones similares han sido hechos en el contexto de la integración entre los Estados Unidos y Canadá.

3. Algunas agencias y regímenes regulatorios

(a) *Estados Unidos*. La SEC, Securities and Exchange Commission de los Estados Unidos, se estableció en 1934 como una agencia regulatoria *independiente* con un amplio mandato para proteger a los inversionistas. En general, la SEC se responsabiliza del registro y vigilancia de los agentes : broker-dealers, fondos mutuos (o de inversión en general) y otros profesionales del mercado. Administra el programa de revelación de información, regula el mercado secundario, y se encarga de prevenir las manipulaciones del mercado y las transacciones privilegiadas mediante programas de inspección y vigilancia. Monitorea las transacciones que llevan a cabo los directivos y accionistas principales en los valores de sus empresas. No practica ninguna regulación meritosa, pero ésta sí tiene lugar sin embargo a nivel estatal para ofertas realizadas dentro de las jurisdicciones respectivas. Desde 1975 la SEC participa también en tareas promocionales, principalmente para la creación del Sistema de Mercado Nacional.

La Commodity Futures Trading Commission (CFTC), originada inicialmente en los futuros con subyacentes físicos y luego extendida a los financieros, es la responsable por separado de la regulación de los mercados de futuros y de opciones.

El esquema organizacional de la regulación estadounidense también comprende comisiones estatales de valores, entidades de autorregulación, y algunas agencias especializadas por tipos de negocios. La Asociación Nacional de Dealers (NASD) y la Asociación Nacional de Futuros (NFA) ejercen jurisdicciones sobre intermediarios de Bolsas de Valores y Derivativos, que tienen sus propios estatutos y reglas, revisados y aprobados por la SEC. NASD también se encarga de las entidades involucradas y las operaciones OTC.¹⁹ Quienes intermedien operaciones con títulos federales deben registrarse en NASD y sujetarse a sus reglas de conducta. La comisión llamada Municipal Securities Rule Making Board regula entidades involucradas como agentes o principales en emisiones exentas de impuestos, y las actividades de los bancos que manejen títulos municipales.

Y por supuesto “brokers” y “dealers” deben cumplir las reglas y seguir los procedimientos de sus firmas, ya que una vez aprobadas son tan efectivas como las leyes federales y estatales. Los directorios de las Bolsas y Asociaciones tienen miembros adicionales y diferentes a los socios de la industria. En las Bolsas el directorio fija políticas, y las funciones operativas son realizadas por los funcionarios que atienden labores de servicios de operación del mercado; registro, manejo y ajustes de títulos; procedimientos disciplinarios y arbitrajes; y operaciones para los miembros.

(b) Japón. La Ley Japonesa de Valores y Bolsas se configuró en 1948 bajo el patrón de la de los Estados Unidos en la época. El responsable de la regulación es un “Bureau” de Valores establecido en el Ministerio de Finanzas, pero también hay una Comisión separada y encargada de las recomendaciones de política y con miembros

¹⁹ NASD involucra dealers en actividades diferentes a los valores, tales como seguros y rentas vitalicias. Tiene una estructura federada con una docena de distritos.

nombrados por el mismo Ministerio. El Bureau Japonés de Valores tiene la responsabilidad de supervisar muchas actividades, incluyendo las transacciones organizadas de derivados.

En general, y a pesar de una tendencia liberalizante continua, los reguladores japoneses ejercen mucho control directo sobre los mercados y los participantes. A pesar de haber principios bien establecidos de revelación para las ofertas, hay mucha regulación meritoria con respecto a las ofertas nuevas.²⁰ Las comisiones de la Bolsa de Tokio seguían controladas hasta el 93. Y los nuevos productos tienen un proceso de reconocimiento e implantación más lento que en otros mercados financieros principales. Así mismo las bolsas japonesas tienen límites de precios sobre las acciones.

(c) *Reino Unido*. Antes del Acta de 1986 primaba un sistema de regulación manejada por los miembros de la industria. La Bolsa londinense regulaba a sus miembros sin vigilancia gubernamental, y ello condujo a un sistema de comisiones fijas administradas, restricciones al ingreso de firmas extranjeras o del sector financiero, separación de los comisionistas y los formadores de mercado, y disparidades y manipulaciones de información revelada, que llevaron a la pérdida de competitividad de este centro financiero. Las reformas del período 86-88 desmontaron las comisiones fijas y las barreras entre intermediarios, e impusieron una autoridad regulatoria clave, el Securities and Investment Board (SIB).

El SIB tiene como función principal la supervisión de una red de organismos de autorregulación (SRO), asociaciones que cubren todas las áreas principales de la industria, cuyas reglas de negocios deben ser aprobadas por el SIB. Esta entidad es supervisada por el Departamento de Comercio e Industria, y es financiada por

²⁰ El Ministerio de Finanzas Japonés ha seguido una política de orientar las emisiones de bonos solo a un grupo selecto de firmas en industrias escogidas. También se desestimulan en ciertos momentos las emisiones de deuda de ciertos emisores. Para ello existe un Comité de Bonos, con participación pública y de grandes bancos y casas de bolsa, que establece criterios de elegibilidad para emitir bonos, monitorear los términos y cantidades de las emisiones nuevas, y controla el flujo de emisiones para no inundar el mercado.

contribuciones cobradas a los regulados. Quien opere en el Reino Unido esta sujeto a supervisión del SIB o una SRO.

Pero las actividades relacionadas con títulos públicos deben ser realizadas por subsidiarias capitalizadas separadamente y supervisadas aparte por el Banco de Inglaterra. Por su lado, éste regula los bancos en manera parecida a la del FRB de los Estados Unidos.

(d) Alemania. Como en los demás países, la revelación de información es el requisito fundamental de las ofertas públicas, que no se restringe al momento de la emisión sino durante su circulación, lo cual es evaluado por los funcionarios de las bolsas donde se transan los títulos. Pero los estándares contables y de información alemanes son por lo menos singulares, y para algunos son deficientes si se comparan con los estadinenses y los de otros mercados principales, lo que por lo menos señala que “revelación” no significa lo mismo en los diversos países y es un terreno aún poco armonizado internacionalmente.

Las emisiones de bonos son aprobadas por el Bundesbank, lo cual ha conducido al endeudamiento directo de las empresas con los bancos o en el mercado no regulado de Eurobonos, y a la debilidad del mercado de bonos alemán.

Las bolsas (8) son reguladas por los estados locales, con colaboración de los directores de aquellas. La autorregulación es muy fuerte, y es la que autoriza los agentes y las emisiones, así como restringe las transacciones privilegiadas, aunque no haya ley federal para ello.

Lo distintivo de la regulación alemana de instituciones financieras es ser menos restrictiva que la de otros lugares, particularmente que la estadinense y la japonesa. Muchos bancos son “universales” en el sentido de participar en toda suerte de actividades financieras, desde la banca comercial hasta inversiones, underwriting y transacciones de

acciones. Por esta razón los bancos son los mayores inversionistas, y los mercados secundarios son casi completamente interbancarios. Esto conduce a que el principal regulador prudencial sea el Bundesbank.

Desde los años 80 Alemania ha liberalizado mucho la regulación de las actividades de inversionistas y firmas especialistas o financieras extranjeras. Por esta razón el mercado alemán de títulos públicos es uno de los más abiertos y liberales.

C. Los Sistemas Regulatorios en los Mercados Emergentes

1. Desarrollo institucional y desarrollo del mercado de capitales

El desarrollo del marco institucional y de la regulación es indudablemente una condición necesaria para el del mercado de capitales. Se requiere confianza de los inversionistas en los comisionistas y las bolsas, así como en la calidad de la supervisión. La información revelada por los emisores incentiva la participación en el mercado, y por ello se requiere que sea hecha obligatoria según estándares que aseguran su confiabilidad y comparabilidad. Pero el desarrollo de este mercado depende de tantos otros factores, y adopta tan diferentes estructuras, que no se puede establecer una relación única ni de suficiencia respecto a su desarrollo institucional.

El mercado de valores y no intermediado no se presta a intervenciones estatales como el intermediado de capitales, y en aquel inciden más factores menos controlables por el estado. En todas partes, la iniciativa y la confianza privadas juegan también un papel más decisivo en el primer tipo de estructura aunque sea construida o controlada por el mismo gobierno. Por estas razones, la regulación del mercado de capitales no se ha prestado a represión directa como la del sector financiero, y cuando se ha ejercido así ha impedido del todo su desarrollo. En la medida que se haya alcanzado una infraestructura básica, es común que la intervención y regulación particulares del mercado de valores alcancen un desarrollo institucional razonable, aunque no garanticen ni puedan impulsar el del mercado. El

retraso institucional más bien parece presentarse cuando el estado sostiene esquemas privados demasiado concentrados y manipulados.

Por otra parte, para alcanzar grandes tamaños de mercado, y para que éste tenga profundidad, liquidez y eficiencia, sí hay altas exigencias de desarrollo institucional y del marco regulatorio. Las reformas regulatorias comprensivas de los mercados más desarrollados así lo confirman.

Las relaciones agregadas entre desarrollo del mercado y de las instituciones correspondientes han sido exploradas en el reciente trabajo de Demirgüç-Kunt y Levine (1995) empleado y citado en otros estudios para la Misión. Para apreciar los aspectos institucionales se emplearon siete indicadores:

- publicación de información precio- ganancias: 0 ó 1, donde el 1 corresponde a información completa y publicada internacionalmente,
- estándares contables: 0,1, ó 2 si son pobres, adecuados o buenos (aceptados internacionalmente),
- calidad de la legislación que protege al inversionista: 0,1, ó 2, según calidad
- existencia de una comisión especializada en valores y bolsas: 0 o 1,
- existencia de restricciones a repatriación de dividendos por inversionistas extranjeros,
- restricciones a repatriación de capitales por inversionistas extranjeros,
- presencia de inversiones domésticas por extranjeros.

En los últimos tres casos el indicador califica con 0,1 o 2 si restricciones totales o parciales, o si hay libertad de flujos. También hay un indicador promedio de los siete anteriores, y se evalúa el período 1986- 1993 para 20 países en desarrollo. Las tablas de la página siguiente muestran los promedios de los indicadores institucionales durante el período, el crecimiento del indicador medio institucional, y también índices complejos y relativos de desarrollo del mercado y de su crecimiento.

Los indicadores institucionales tienen una gran dispersión: se observan países avanzados desde el punto de vista de libertad de movimientos de capitales pero retrasados en información y estándares contables (Jordania), así como países menos abiertos y con mayor desarrollo institucional y del mercado (India). Pero en general hay buena correlación entre los indicadores institucionales parciales y el global, debida a que los más avanzados son los mayores y más completos, y al contrario los más retrasados lo son en casi todo. También es evidente que no es suficiente el aparato formal de la legislación que protege a los inversionistas y establecimiento de una autoridad especializada, ya que la apertura y la información son correquisitos de un buen desarrollo institucional, y todavía más de un crecimiento del mercado.

Lo que es menos evidente es la relación entre desarrollo institucional y del mercado. Los países con sistemas regulatorios bien desarrollados tienden a tener mercados grandes y líquidos, lo cual reflejaría la necesidad del requisito institucional para el crecimiento. Pero obsérvese también que el desarrollo institucional no lo garantiza, ya que intervienen otros factores, como lo ilustra el caso colombiano que se encuentra cerca al promedio en dicho aspecto, pero es uno de los países más atrasados de la muestra en cuanto al alcance de su mercado de capitales.

El crecimiento de los indicadores también enseña que hay un desatraso de los mercados que apenas se inician, y que coincide además con un desatraso institucional. Pero los mayores niveles de desarrollo tienen requisitos mucho más complejos que el institucional, a pesa que ciertamente exijan éste.

El crecimiento de los indicadores también revela que hay un efectos de desatraso (catch up) de los mercados que apenas se inician respecto a los más avanzados, y que coincide también con desatraso institucional. per los mayores niveles de desarrollo tienen muchos más requisitos que el institucional, pese a que ciertamente lo necesitan. El indicador agregado de desarrollo institucional tiene una correlación de rango de 0.62 (y valor p de 0) con la capitalización de mercado, 0.83 (p = 0) con el volumen transado y 0.62 (p= 0) con la rotación. Se correlaciona negativamente con la concentración de mercado, -0.62 (p = 0.07), y algo menos con la volatilidad: -0.18 (p =

0.48).²¹ Todo esto sugiere que no hay mercado desarrollado sin suficiente, y probablemente exigente desarrollo institucional.

Cuadro 1.
INDICADORES DE DESARROLLO INSTITUCIONAL Y DEL MERCADO 1988-1993

País	se publica p/e?	standar contabil	protecc inversn	comisn valores	repatrc dividnd	repatrc capital	entrada	indicad instituc promed	indicad desarll mercdo
Malsia	1	2	2	0.38	2	2	2	1.63	0.72
México	1	2	2	1	1.75	1.75	1.75	1.61	-0.16
Corea	1	2	2	1	2	1.63	1.25	1.55	0.84
Brasil	0.76	2	2	1	2	1.60	1.50	1.54	-0.38
Chile	0.88	2	2	1	1.75	1	2	1.52	-0.40
Portgal	0.71	1.14	1	1	1.71	2	2	1.37	-0.42
Tailand	1	1	1	1	1.75	1.75	2	1.36	0.36
India	0.5	2	2	1	1.38	1.5	1	1.34	-0.13
Filipns	0.88	1.75	1	1	1.75	1.75	1.13	1.32	-0.43
Jordan	0	0.25	1	1	2	1.88	2	1.16	0.04
Colmb	0.25	1	1	1	1.38	2	1.50	1.16	-0.71
Argent	0.25	1	1	1	1.25	1.63	2	1.16	-0.47
Pakistn	0.13	1	1	1	1.50	1.50	1.50	1.09	-0.51
Turqia	0.57	0.75	0.25	1	1.75	1.75	1.38	1.06	-0.61
Indonsi	0.75	0.16	0.83	1	1.29	1.29	1.71	1.04	-0.52
Venezl	0.25	1	1	1	1	1	1.75	1.00	-0.68
Taiwn	0.75	0.25	0.13	1	1.63	2	1.13	0.98	n.d.
Grecia	0.67	0.43	0.14	0.14	1.13	1	1.88	0.77	-0.61
Zimbw	0.13	1	1	1	0.13	0.25	1.13	0.66	-0.67
Nigeria	0	1	1	1	0.75	0.75	0	0.64	-0.67

Fuente: A. Demirgüç-Kunt & R. Levine (1995)

Cuadro 2.
CRECIMIENTO DEL DESARROLLO INSTITUCIONAL Y DEL MERCADO 1986-1993

País	Indicador institucnl	Crecimnt instituten	Crecimnt mercado	País	Indicador institucnl	Crecimnt institucnl	Crecimnt mercado
Malasia	1.63	0.01	0.50	Colombia	1.16	0.05	0.21
México	1.61	0.04	0.32	Jordania	1.16	0.04	0.17
Corea	1.55	0.03	0.17	Pakistán	1.09	0.09	0.11
Brasil	1.54	0.04	0.14	Turquía	1.06	0.29	1.10
Chile	1.52	0.03	0.11	Venezuel	1.00	0.17	0.97
Portugal	1.37	0.02	1.06	Taiwan	0.98	0.09	n.d.
Tailandia	1.36	0.04	0.30	Indonesia	0.96	-0.06	5.33
India	1.34	0.02	0.12	Grecia	0.77	0.22	0.81
Filipinas	1.32	0.06	0.27	Zimbawe	0.66	0.11	0.22
Argentina	1.16	0.09	0.52	Nigeria	0.64	0.11	0.08

Fuente: A. Demirgüç-Kunt & R. Levine,(1995)

²¹ Estas correlaciones se han obtenido con 19 ó 20 observaciones.

2. Determinantes de la estructura regulatoria

El tipo de estructura regulatoria apropiada para un mercado depende del tipo de participantes y estructura de mercado, el nivel de desarrollo del mercado, y de la existencia de la infraestructura bursátil requerida.²²

Un patrón común en las etapas iniciales ha sido el de que los gobiernos u organismos paraestatales (como una bolsa operada por el gobierno) ejerzan influencia decisiva sobre el mercado, porque sin ella no existiría la infraestructura básica. Sin estándares contables, reglas societarias mínimas o conocimiento suficiente de los instrumentos por los inversionistas, no es posible confiar en reglas de revelación de información. Por esta razón es frecuente que las autoridades regulatorias tengan un mandato expreso de fomentar el desarrollo del mercado además de las funciones supervisoras básicas.

Mientras los países más desarrollados complementan la regulación gubernamental con la autorregulación, ésta no puede ser tan confiable y está menos definida en aquellos países que están al comienzo del camino. Cuando la bolsa es oficial o completamente intervenida el concepto de autorregulación pierde sentido. Por supuesto, una de las variables más diversas entre países es pues el grado de delegación de responsabilidades regulatorias a las bolsas o a las asociaciones de comisionistas o profesionales.

La estructura regulatoria depende además de la estructura de mercado y de las funciones autorizadas o ejercidas por comisionistas, brokers, dealers, corredores y banqueros de inversión. En los mercados emergentes de mayor tamaño las firmas comisionistas especializadas juegan el papel principal, como ocurre en Corea, India, Tailandia, y en los países latinoamericanos que se encuentran en dicha categoría. Pero hay países como Turquía y Filipinas donde la

²² En esta sección se emplea información de la IFC reportada en su reseña anual de mercados emergentes, y se basa en algunos estudios basados para ella, como los de Chuppe y Atkin (1992), Levine y Demirguc-Kunt (1995).

banca comercial desempeña el papel de banca de inversión. Sin embargo, en todos estos países hay Comisiones de Valores que actúan como reguladores principales de las actividades y agentes del mercado de capitales.

La banca universal es permitida en Filipinas, pero ello no ha impedido que las firmas comisionistas de valores jueguen un papel prominente en los mercados de capitales, pero mientras el banco central regula prudencialmente a los bancos, la Comisión de Valores y de bolsa regulan los comisionistas. En el otro caso de banca universal, Turquía, los bancos comerciales sí juegan el papel principal en el mercado de capitales, con alguna participación de intermediarios de valores y comisionistas independientes, y en este caso el Tesoro regula los bancos y una Junta del Mercado de Capitales atiende tanto las actividades de los comisionistas como las actividades de los bancos en esta materia. Los independientes son regulados solo por la Bolsa. Tailandia es el otro caso en el cual las tareas de intermediación del mercado de capitales son compartidas por comisionistas especializados y por compañías financieras: ambos está sujetos al Banco Central, con delegación a la Bolsa para la supervisión de las operaciones, y el presidente de la misma es un funcionario del Ministerio de Finanzas.

3. Política regulatoria en los mercados emergentes

Las lecciones y recomendaciones de política por parte de los organismos multilaterales y los expertos ofrecen una perspectiva complementaria sobre lo que se mueve en este campo. Por supuesto, las controversias que ello genera también son útiles. En esta sección se concentra la atención en las políticas para economías semi- industrializadas de mercado, y sólo habrá referencias puntuales a los casos de construcción de los mercados en los antiguos países socialistas.

(a) Recomendaciones básicas usuales de organización y política regulatoria para los mercados emergentes, y las críticas y alternativas.

La "ortodoxia". Las recomendaciones más usuales están orientadas a desarrollar los mercados de capitales para que mejoren la asignación de recursos en la economía y fomenten la competencia en el sector financiero proveyendo un

reemplazo a la financiación dirigida por los gobiernos y un complemento a la financiación privadas a través del sistema bancario y de intermediarios financieros. Ello implica que la regulación se limite a corregir las fallas de mercado que tendría lugar en ausencia de la regulación. Las cuatro recomendaciones claves de política que siguen de esta orientación son las siguientes:²³

- Es preferible que sean los mercados y no la intervención oficial la que determine los precios, pero para asegurar su eficiencia se requiere esfuerzo regulatorio para que los inversionistas accedan a información financiera confiable, lo que implica que haya reglas contables estandarizadas y se impongan requisitos de revelación de *información*, sobre todo en el tránsito desde los precios controlados a los fijados por el mercado. Se deben supervisar los sistemas de transacciones para evitar las manipulaciones y las transacciones privilegiadas.
- Las restricciones apropiadas a la entrada al sector de servicios financieros son sólo las de capital adecuado y competencia medible.
- Las restricciones a la adquisición foránea de acciones locales no son justificables.
- Si se quiere un acceso a los mercados mundiales de capitales, se debe tomar en cuenta la tendencia a la armonización internacional de las estructuras regulatorias. Y también se recomienda seguir la tendencia a que el gobierno supervise, pero con delegación de responsabilidades a las bolsas y a otros organismos autorregulatorios.

La organización “cuasi interna” como mercado de capitales regido por el gobierno: un modelo del Este Asiático.

La crítica principal a la orientación resumida en la sección anterior es la de que las recomendaciones no deben ser tan universales porque en ciertos contextos, y según lo demostraría principalmente la experiencia de algunos países del este asiático, son más eficientes otros arreglos y formas de intervención. Por supuesto, éstos también son compatibles con normas prudenciales, que siempre son necesarias, pero se discrepa respecto a dejar el máximo espacio al mercado, y se busca en lugar de ello formas eficientes de intervención y organización para los países en desarrollo.²⁴

²³ Se resumen a continuación las de un trabajo representativo de la tendencia estándar acogida por las instituciones multilaterales: el de Chuppe y Atkin para la IFC del grupo del Banco Mundial (1992).

²⁴ El argumento parte de las imperfecciones fundamentales de todo mercado financiero en el cual se transan certidumbres contra promesas: el crédito siempre es racionado por existir asimetrías de información y por la aversión al riesgo de los bancos, y los mercados de acciones no pueden distinguir las buenas de las malas y los precios de mercado siempre castigan a las primeras. Por lo tanto, la

El modelo conceptual alternativo sería el de un gobierno que desempeña un papel análogo al de la gerencia general de una estructura corporativa multidivisional, como las existentes en las más grandes empresas del mundo, caracterizables por tener una estructura jerárquica de asignación de recursos de capital.²⁵ Las organizaciones privadas de este tipo han evolucionado para reducir costos de transacciones y por lo tanto sí existe una racionalidad y la supervivencia implica eficiencia. Por supuesto, el empleo de este modelo para un gobierno o para una estructura regida por éste, tiene especificidades y diferencias respecto al conglomerado privado: el asunto más crítico es la posibilidad de comportamiento rentístico. El oportunismo es tan frecuente o posible como en el caso del intercambio mercantil. Lo que parece reducirse, si se compara con el modelo de mercado regido por leyes y gobierno democráticos, son las dificultades que surgen de las decisiones colectivas. O sea que también existiría un supuesto de restricción de la democracia.

El punto principal es el de que mirar el sistema financiero como una organización cuasi “interna”, en la cual el gobierno juega un papel central activo, lleva a admitir que pueda ser tanto o más eficiente que la asignación de recursos por el mercado. La pregunta clave es entonces la de las condiciones en las cuales ello puede ocurrir. Entre

liberalización no llevaría necesariamente a mejorar la asignación de recursos (Stiglitz, 1989). Estos problemas son más agudos en los países en desarrollo donde los mercados están menos desarrollados, hay más incertidumbre, y el sistema político es inestable. Por supuesto, la existencia de racionamiento del crédito y la propiedad accionaria no implica intervención. Por ello es que en Latinoamérica se habría desarrollado la estructura diversificada de *grupo* para enfrentar estas imperfecciones, así como existen estructuras equivalentes en Japón y Corea. El sistema financiero está compuesto por una colección de mercados abiertos e internos: accionario dentro y fuera de bolsa, de crédito bancario, el informal, el interempresarial, y el interno a las firmas y los hogares. Los mercados internos no son necesariamente primitivos, y han evolucionado en respuesta a las imperfecciones del mercado. La movilización de recursos tiene lugar tanto dentro de estas organizaciones como a través de los mercados. El gobierno se coloca en la cúspide de la jerarquía y cuenta con la colaboración de las diversas “divisiones” privadas, entre las cuales se organiza un *mercado (cuasi) interno de capitales*.

²⁵ La versión seminal de la estructura jerárquica de la firma es la de Oliver Williamson (1985). En ella la oficina general o central: (1) identifica las actividades económicamente separables y crea centros cuasi autónomos encargados de ellas, (2) monitorea la eficiencia del rendimiento, (3) otorga incentivos, (4) asigna los flujos de caja a los usos más rentables, y (5) encarga de la planeación estratégica. Las ventajas potenciales de esta estructura radican en: (a) extender los límites de la racionalidad para permitir la especialización en la toma de decisiones y economizar comunicaciones, (b) reducir el oportunismo al permitir incentivos adicionales y lograr un control más selectivo, (c) reducir la incertidumbre al permitir que las unidades interdependientes enfrenten las contingencias no previstas en forma coordinada y solidaria, (d) resolver coercitivamente las indeterminaciones presentes en las negociaciones con pocos participantes, (e) mejorar información al permitir mejores inspecciones, (f) reducir el comportamiento calculador y sin base en la confianza que caracteriza la toma de decisiones sobre señales paramétricas, y con ello se facilita la convergencia de objetivos entre las diversas unidades. Cuando se aplica en otros contextos, como en el caso de un sector financiero presidido por el gobierno, hay que constatar la validez de todos estos supuestos.

las que teóricamente genera el modelo y las que empíricamente han sustentado las experiencias exitosas en el Este Asiático se pueden mencionar:²⁶

- Una estrategia sostenida de crecimiento orientada hacia afuera, que restringe y provee información necesaria para las inversiones,²⁷
- Los contratos con el sector privado deben ser muy claramente especificados y medibles, y el gobierno debe tener la fortaleza técnica y política para monitorearlos y hacerlos cumplir con sanciones,
- La organización cuasi interna es más efectiva cuanto menor sea el número de actores privados,
- El gobierno en general, y las burocracias relevantes en especial, deben haber alcanzado gran autonomía respecto a los grupos de interés y hasta del propio ejecutivo,
- Se requieren incentivos e ideología adecuados y coherentes para los burócratas que formulan las políticas y los que las implementan en las agencias.

Bien se aprecia entonces que estos requisitos son formidables, particularmente en los países en desarrollo, y por ello es más frecuente el fracaso e ineficiencia de la “represión financiera”, que sería la versión deteriorada del modelo cuasi interno de organización del mercado de capitales. Las recomendaciones prudenciales, de autorregulación y de participación en la armonización internacional regulatoria no pierden acá su sentido, y se añaden a las que implementarían estas condiciones.

(b) Recomendaciones suplementarias de intervención y política regulatoria para mercados emergentes

Una vez realizadas las reformas regulatorias básicas reseñadas en la sección anterior, se presenta una segunda fase o nivel de reforma, cuya agenda es menos general y todavía hay que detectarla a través de las recomendaciones hechas en casos particulares por expertos y agencias multilaterales, pero que sin embargo son sintomáticas de tendencias más generales. Algunas de estas políticas han sido recomendadas o adelantadas sin que se hayan hecho las reformas más básicas, o se ha procedido independientemente de ellas. Pero es plausible creer que no prosperarían así indefinidamente, y por ésto pueden verse como complementarias. También se verá a continuación que se va mucho

²⁶ Según S. Maggard y C. H. Lee (1995, páginas 23-25).

²⁷ Al exponer las firmas domésticas a la competencia en el exterior, el énfasis exportador limita las políticas y acciones del gobierno y provee estándares para evaluar sus políticas.

más allá que los objetivos de protección a los inversionistas (sin desatenderlos) en procura de la eficiencia a través de la promoción del mercado.²⁸

(1) Promoción de la demanda y de la oferta del mercado. En primer lugar, cabe mencionar iniciativas para ajustar los regímenes regulatorios en vista al *desarrollo de la demanda y de la oferta de los mercados de capitales*. En el primero de estos lados del mercado, se destaca la propuesta de fomento a los inversionistas institucionales, particularmente los fondos de pensiones que reemplacen los regímenes de reparto simple por sistemas basados en el ahorro individual, y los fondos de inversión extranjera en los mercados locales. Y del lado de la oferta las medidas para promover y facilitar la bursatilización y desarrollo de los instrumentos de cobertura, así como para realizar las privatizaciones con participación de las bolsas.

(2) El caso de los fondos de pensiones. El caso de los fondos de pensiones es complejo e ilustrativo de las interacciones de la política regulatoria con otras medidas de intervención y con las demás reformas económicas²⁹. El objetivo principal de las reformas pensionales ha sido el de asegurar la protección de los trabajadores y sus familias contra riesgos de vejez, invalidez y muerte prematura. Ante la expectativa de maduración demográfica y por la crisis financiera y de gobernabilidad de los sistemas tradicionales de reparto, que amenazan generar déficits fiscales, aumentos de impuestos de nómina y pérdidas de competitividad, así como drásticos descenso de las tasas de ahorro personal, se han buscado nuevos sistemas que ante todo hagan compatible la protección con el crecimiento económico³⁰. Ello implica, según la nueva tendencia, separar los componentes redistributivos, de ahorro y de aseguramiento de los sistemas pensionales, y como consecuencia de ello se canalizan grandes magnitudes de ahorro

²⁸ Para esta sección se revisaron los recientes informes del Banco Mundial sobre los mercados de capitales de Argentina (1994) y Brasil (1994), los trabajos sobre estrategias de reformas del sector financiero (1994) y para la reforma pensional (1995) en México, y la nueva ley de valores de Chile (1993), así como el estudio sobre el sector financiero colombiano (1992).

²⁹ Un análisis de la experiencia de reformas latinoamericanas se ha hecho en un trabajo de U. Ayala para el BID (1995), del cual se toman los elementos resumidos a continuación.

³⁰ El Banco Mundial ha venido impulsando reformas de este tipo a escala mundial. Se están considerando aún en los países más avanzados que enfrentan crisis interrelacionadas de sus sistemas tradicionales de bienestar y de competitividad. Véase en especial el informe reciente del Banco titulado "Envejecimiento sin crisis" (1994).

individual hacia los mercados de capitales y se desarrolla la industria aseguradora, en la versión basada en la capitalización individual que se ha impulsado a partir de la reforma chilena de comienzos de los 80.³¹

Estas reformas implican el desmonte de los antiguos sistemas de reparto y el destape de una usualmente enorme deuda implícita que deben pagar los gobiernos³². Los fondos de pensiones pueden absorber parte de esa deuda, pero lo mejor es que lo hagan voluntariamente y a través de los mercados de capitales. Los recursos de las privatizaciones pueden ayudar a pagarla, y en tal caso los mismos fondos pueden adquirir las acciones, también preferiblemente a través del mercado. Por lo tanto, las modalidades de financiación de los costos fiscales de las reformas son muy importantes para el desarrollo de los mercados de capitales.³³

Por su parte, la canalización de los ahorros de las contribuciones y de las reservas de los seguros plantea retos de organización, crecimiento y regulación del mercado. Hoy hay consenso en que no se requiere de partida un mercado ya desarrollado para realizar dichas reformas, sino que éstas más bien pueden impulsarlo, siempre que se hagan las adecuaciones necesarias. En comparación con las demás medidas promocionales y de intervención usuales para impulsar los mercados de capitales, como los cambios tributarios y en las legislaciones básicas societaria (para abrir

25. En un caso típico, en el cual el ingreso laboral represente el 40% del ingreso nacional, y si la contribución ahorrada es del 10% del salario, deberán acumularse anualmente fondos por 2% del ingreso. Si el retorno es igual al crecimiento del producto, las reservas deben llegar a 10% del PIB a los 5 años y 20% a los 10 años. Después de esto, la acumulación se afectará por el pago de beneficios, pero ello puede ser compensado por lo que haya sucedido en aumento de cobertura y de la participación del salario en el ingreso total. Las reservas de los fondos de pensiones chilenos ya han alcanzado en 14 años más del 50% del PIB, canalizados a través del mercado de capitales. En Singapur los recursos del Fondo Providente Central subieron del 28% del PIB en 1976 a 76% en 1990. Sur Africa es un país con un sistema bien desarrollado de ahorro contractual que llega a 84% del PIB de 1990. Y por supuesto, los países más desarrollados y con gran participación privada en el manejo de pensiones alcanzaban hacia 1990 proporciones de reservas pensionales y de aseguradoras como las del 75% del PIB en los Estados Unidos, 97% en el Reino Unido, 110% en Suiza y 107% en Holanda.

³² El valor presente de la deuda pública hecha explícita por la reforma pensional chilena asciende al 125% del PIB del año inicial, y en el caso Colombia se espera sea del 84% de dicho PIB. La reforma mexicana, que solo cubre por ahora el sector privado, tiene un déficit capitalizado del 30% del PIB. Chile ha financiado algo más de la mitad del costo fiscal de la reforma con superávits anuales del orden del 3% del PIB. En Colombia, si se financiara la mitad de la deuda con los fondos de pensiones y se dedicara la mitad de las rentas petroleras y de la privatizaciones previstas hasta el momento, se requeriría un superávit fiscal adicional entre 0.5% y 1% del PIB por año, por cerca a tres décadas.

³³ Entre más se recurra a financiar los costos fiscales de las reformas con superávits fiscales y menos con swap de deuda implícita por explícita, más se incrementa el ahorro, y por supuesto su canalización a través del mercado de capitales. Las privatizaciones de empresas públicas aportaron la mayor parte de las acciones adquiridas por los fondos de pensiones chilenos. La absorción de deuda pública por parte de dichos fondos facilita su conversión a plazos más largos, lo cual permite construir un curva prolongada de rendimientos que marque la pauta para todo el mercado.

las sociedades) o financiera (para facilitar los flujos de capitales o reconfigurar la intermediación) las reformas pensionales de este tipo sirven de palanca casi autónoma y de gran alcance desde el mediano plazo.³⁴

Fuera del campo estrictamente regulatorio también son decisivas, además de las medidas para financiar los déficits fiscales, las que arbitren la competencia entre los nuevos fondos de pensiones y los sistemas temporalmente subsistentes de reparto ya que de ello depende el cercimimiento de los primeros.³⁵ También cuentan las reorganizaciones tributarias entre impuestos generales y de nómina, las medidas redistributivas complementarias para proteger a los pobres contra los mismos riesgos, etc.³⁶

En materia regulatoria, hay condiciones, dilemas y requisitos que son decisivos para el desarrollo del sistema pensional y del mercado de capitales. Como los ahorros son obligatorios, la regulación se hace sobre un trasfondo de garantías públicas y de controles especiales tales como los requisitos de rentabilidad mínima y consiguientes responsabilidades financieras de los administradores de los fondos, requisitos de diversificación de inversiones impuestos usualmente como límites a las inversiones según emisores y tipos de instrumentos, controles especiales

³⁴ La clave está en que las obligaciones pensionales no maduren pronto y se genere un importante volumen de ahorro de largo plazo. Todo lo que se requiere al comienzo es que haya suficientes instrumentos de deuda y mercados secundarios para ella, a lo cual contribuye la propia deuda pública generada por la reforma, además de la abundancia de títulos de captación bancaria. El manejo de la deuda pública permitido por el largo plazo de las obligaciones pensionales sirve para recomponer todos los plazos del mercado de renta fija. Las acciones pueden venir después, y a ello contribuyen las privatizaciones. Las titularizaciones han sido otro instrumento inmediatamente disponible cuando ya hay un gran volumen acumulado de obligaciones hipotecarias, y cuando se financian en tal forma los proyectos de infraestructura con participación privada.

³⁵ Solo la reforma chilena ha definido legalmente y en para el largo plazo el cierre del sistema de reparto al no permitirle la entrada de nuevos afiliados. En los casos argentino, colombiano y peruano los sistemas de capitalización y de reparto son formalmente competitivos, pero con una segmentación generacional por incentivos que, los concentrará a la larga en la primera de esas opciones. Pero por un largo período, las regulaciones afectarán el flujo hacia los fondos de pensiones. Para ilustrar el asunto, basta mencionar que mientras en Argentina se puso un plazo de meses para la selección de los afiliados activos entre sistemas, en Colombia no hubo tal plazo y hasta se permiten los flujos en ambas direcciones; y como consecuencia de ello los fondos de pensiones argentinos (que comenzaron casi al tiempo que los colombianos) tienen el doble de afiliados y unas reservas diez veces mayores. La mayor amenaza inmediata al nuevo sistema colombiano es el incumplimiento del mandato legal para centralizar y racionalizar el sistema pensional del sector público, lo cual debería ser la tarea principal del Instituto de Seguros Sociales, que en lugar de ello se ha lanzado a competir con los fondos administrados privadamente, en desigualdad de condiciones y con garantía públicas y mayor costo fiscal. Los fondos de pensiones colombianos son los de menor tamaño y de futuro más incierto entre los nuevos.

³⁶ Las nuevas reformas pensionales cambian los incentivos del mercado laboral al sustituir los impuestos puros de nómina que no guardaban relación con los beneficios, por ahorros personalizados que determinan estrictamente el monto de las pensiones. Ello debe reducir la evasión y la informalidad. Pero también suelen modificarse las distribuciones de las cargas entre empresarios y trabajadores y se reasignan las cotizaciones que financian diversas actividades como las asignaciones familiares, las cesantías, la formación profesional, etc. La manera como se efectúan estos cambios afecta a su vez la cobertura de los sistemas pensionales y la competencia entre los subsistemas de capitalización y de reparto.

para evitar conflictos de interés, y hasta intervención en las comisiones de administración y las primas de seguros y en las maneras de adjudicar u ofrecer estos últimos.

Existe el peligro de que este exceso de regulaciones a su vez reduzca las fronteras riesgo-inversión y así se perjudique el logro de las metas pensionales y se distorsione el mercado de capitales, ante lo cual se plantean salidas que a su vez generan nuevos retos regulatorios: las inversiones de los fondos de pensiones en el exterior³⁷, y la promoción de la competencia por productos y no sólo por rentabilidades o servicios.³⁸ Lo primero plantea dilemas entre mayores y más seguras pensiones y empleo del ahorro para promover el mercado y la inversión local. Lo segundo hace más compleja la regulación y lleva más temprano a hacerla menos intervencionista y basada principalmente en asegurar la calidad y medir el rendimiento de los administradores.

El alcance de estos fondos ha impulsado y regido la manera como se efectúan las regulaciones generales para todos los fondos de inversión: han impuesto temprano la necesidad de valorar a precios de mercado, han forzado la adopción de una más estricta separación entre los patrimonios de administradores y de los fondos, y han desarrollado las figuras de control sobre los primeros mediante revisorías fiscales y esquemas de participación de los inversionistas. Se han replanteado la responsabilidad y el control corporativos, ya que si bien los inversionistas institucionales amortiguan el mercado de control corporativo a través de la compra y venta de acciones, también pueden ejercer mayor influencia en los directorios. Ello conduce a reglamentar y controlar las responsabilidades corporativas de los inversionistas institucionales.

³⁷ Estas se autorizaron solo recientemente en Chile, y ello pudo haber conducido a excesos de inversión en pocas acciones autorizadas, lo cual condujo a la caída sistémica de rentabilidad en el año 1995. Por razones nacionalistas, el congreso mexicano prohibió las inversiones de los fondos en el exterior.

³⁸ En Colombia se permite que quienes hayan acumulado más de lo necesario para financiar pensiones mínimas, puedan asignar los excesos a planes alternativos de capitalización y/o de pensiones y seguros, que se abren a la iniciativa y competencia de los administradores de fondos y las aseguradoras, bajo autorización de la Superintendencia Bancaria, lo cual puede implicar renuncia voluntaria a las garantías de rentabilidad mínima. En todos los países reformados se ha impuesto la especialización exclusiva de los administradores en manejo de fondos de pensiones, sin permitir el acceso a otros con experiencia y capacidad para ello como serían las fiduciarias, capitalizadoras, o las mismas aseguradoras. En ello ha habido exceso regulatorio, reflejo de una combinación de intervencionismo y repartición política del nuevo mercado.

Por último, también se han modificado también los esquemas de competencias regulatorias. Bajo la influencia chilena se han creado Superintendencias de Pensiones en todos los países reformados, excepto Colombia donde se ha incluido la función en una rama especializada de la Superintendencia Bancaria. Aunque ésta no es una característica necesaria de los nuevos sistemas pensionales, sí refleja (1) alguna inadecuación de los organismos existentes para asumir las nuevas funciones o conveniencia de mayor competencia regulatoria, (2) intervencionismo o proteccionismo (in)justificado por la naturaleza de las tareas, o por tratarse de ahorros masivos obligatorios cautivos por largos plazos y sujetos a potenciales conflictos de interés, o para sustraerlos de injerencias políticas.

(3) Oferta de instrumentos para el mercado de capitales. Los mercados subdesarrollados son frecuentemente restringidos por la oferta, y algunos medios (como los fondos de pensiones, la demanda generada por la inversión extranjera, y los incentivos tributarios) para expandir el mercado actúan más rápida y fuertemente sobre la demanda, con riesgo de desequilibrios. Por otra parte, el desarrollo “normal” de la oferta (lo que acontece dada una estructura de financiación de las empresas emisoras) depende de la calidad y reputación del mercado, como también ocurre con el espacio para la bursatilización, y por lo tanto es común que se generen círculos viciosos que limitan su desarrollo. La calidad del mercado también depende en parte de la de la regulación.

Por estas razones se ha venido buscando y promoviendo actividades autónomas e instrumentos del mercado de capitales que las financien. Tal es el caso de las privatizaciones, las titularizaciones de acervos de activos financieros ya existentes, y la financiación de proyectos (públicos o privados) que admita participaciones transables en el mercado de capitales. Por supuesto, la actividad más importante de este tipo es la financiación del gobierno y los proyectos públicos, con la ventaja del bajo riesgo y la desventaja de desplazar al sector privado. En todos los casos, la mayor complejidad reside fuera del mercado de capitales, y lo que se requiere desde este último lado es una buena regulación e intermediarios capaces y capacitados.

Los principales retos para la regulación financiera y bursátil en este campo han sido los de la clasificación y la calificación de los riesgos, la inclusión de los productos de titularizaciones dentro de las inversiones autorizadas a los inversionistas institucionales, la reglamentación contable y de la valoración de los mismos dentro de los portafolios, la homogeneización y consolidación de hipotecas y otros activos bursatilizados ante la falta de estándares y de incentivos para los originadores, la configuración y autorización de intermediarios adecuados para las titularizaciones, y los procedimientos de ofertas públicas y remates y otros procedimientos competitivos para las privatizaciones. Es frecuente que las limitaciones provengan de legislaciones obsoletas carentes de conceptos modernos de fiducia y para reconocer transferencias de los derechos de propiedad, rigideces en las autorizaciones a intermediarios y en la definición de las competencias regulatorias, y tratamientos tributarios discriminatorios o gravosos.

Las agencias supervisoras que también realizan labores promocionales pueden prestar atención especial a la divulgación y la capacitación en las áreas del mercado y regulatoria.

(4) Profundización de la regulación prudencial. Una vez establecida la regulación prudencial, particularmente los requisitos de entrada, capital adecuado, valoraciones y revelación de información, y en concordancia con los estándares en la materia, se ha requerido profundizarla y desarrollarla en dimensiones que por tener variaciones nacionales o según el grado de desarrollo de los mercados financieros y de capitales, aún no hacen parte de las recomendaciones generales de política o de los acuerdos internacionales. Se han seleccionado dos temas relevantes para el caso colombiano: la extensión de la regulación a los conglomerados, y la adecuación de los requisitos de capital para los comisionistas de valores.

Partiendo de un enfoque consolidado, pero teniendo cuidado de implementar también las necesarias normas de aislamiento cuando necesarias, las implicaciones regulatorias de los grupos financieros pueden resumirse en la forma siguiente:

- Las reglas de capital adecuado deben aplicarse también en base consolidada a las matrices o las compañías holding, para evitar sobrestimaciones del capital de las filiales a través de transacciones internas a los grupos. Ello aumenta los requisitos de coordinación entre las agencias supervisoras.
- Se deben armonizar los estándares de valoración aplicables a los activos y pasivos de todos los tipos de entidades, para poder tener una medida común de capital y reducir los incentivos para arbitraje regulatorio. Ello implica valorar las transacciones intragrupo a precios de mercado.
- Los conglomerados también deben reportar sus informes financieros en forma consolidada.
- También hay que definir mejor y hacer cumplir reglas especiales para las transacciones intragrupo, controlando las posibilidades de manipulaciones (“insider dealing, front-running, dumping”), forzando la mejor ejecución posible (para los clientes) de las operaciones bursátiles, y regulando los conflictos de interés.
- Los requisitos de entrada y acceso a los negocios también requieren ajuste en vista a la operación de grupos conglomerados.
- Hay que tomar en cuenta los estándares internacionales y su aplicación consolidada, para no incurrir en pérdida de competitividad ni en riesgos excesivos.

Por su parte, la supervisión de grupos también tiene exigencias particulares:

- Es obvio que se requiere mayor coordinación entre supervisores, pero es posible que también se requieran reorganizaciones y redistribuciones de competencias en vista a una estructura financiera presidida por grupos.
- La supervisión de conglomerados posiblemente requiera más inspección y monitoreo in situ y que se adapte a las características de los grupos, con menos confianza en los meros reportes estándar que se envían a las autoridades.
- El control también quizá deba confiar menos en las multas y requiere otros poderes como los de remover directivos o eliminación del registro de autorizaciones.

Debe comentarse además que la existencia y predominio de grupos también requiere importantes ajustes o reformas en materias particulares a las condiciones de ciertos países, como cuando hay extensas redes de seguridad para el

sector financiero, o si hay debilidades en los mecanismos y reglas establecidas para las quiebras, así como cuando hay deficientes sistemas de pagos.

En fin, la cuestión de los grupos requiere en general una profundización y fortalecimiento de todo el espectro de la regulación prudencial y hasta de la estructura regulatoria. Cuando hay amplias posibilidades de arbitraje regulatorio, las normas simples y la supervisión limitada pueden perder toda efectividad.

*(5) Regulación prudencial de las firmas comisionistas de valores*³⁹. Otro caso de necesidad de profundización de la regulación prudencial es el de su aplicación a las firmas comisionistas de valores cuando éstas amplían sus actividades, sea sea en la dirección de realizar operaciones por cuenta propia o en corto, hacer underwriting, manejar fondos de inversión, otorgar créditos.

Aunque hay consenso general en que se requieren normas de capital adecuado para los intermediarios de este mercado, todavía hay poco acuerdo sobre los detalles y apenas se están elaborando los estándares. Los principios generales son similares a los de la regulación para bancos, y por ello se han adoptado frecuentemente normas que son mera adaptación de las financieras. Pero hay diferencias importantes: mientras los activos de los bancos son poco líquidos y se valúan al costo, las posiciones de los dealers de valores son más volátiles y valuadas a precios del mercado. Rara vez hay seguros públicos sobre los recursos comprometidos con los comisionistas a las bolsas como los que casi siempre hay sobre los depósitos bancarios. También es claro que deberá alcanzarse alguna convergencia en los requisitos de capital de los diversos intermediarios, para evitar el arbitraje regulatorio y para nivelar la competencia.

³⁹ Ver M. Dewatripoint y J. Tirole (1994).

Más allá de realizar operaciones de bolsa por cuenta de terceros, los riesgos que la mayoría de estas extensiones de las actividades de los intermediarios de valores pueden asimilarse a desfases entre activos (posiciones largas) y pasivos (cortas). Su riesgo disminuye, *ceteris paribus*, cuando el portafolio esté balanceado porque la posición neta sea nula, y en tal caso la firma no es vulnerable a los choques agregados de mercado. La regulación prudencial de las entidades del mercado de valores está en evolución y no hay acuerdos como los existentes para los intermediarios financieros, precisamente porque no es claro si las regulaciones deben basarse en las posiciones netas o brutas (la suma de todas las posiciones cortas y largas), además de las dificultades para valorar y determinar cuáles son las actividades sujetas a este tratamiento.

Las posiciones netas probablemente reflejan el riesgo general de mercado, mientras las brutas posiblemente son más específicas a los riesgos de portafolios individuales, incluyendo hasta los riesgos de crédito. Como todavía no hay acuerdo sobre lo que se desea controlar, se encuentra que mientras los Estados Unidos y Japón tienen requisitos basados en las posiciones brutas, el Reino Unido los hace sobre las netas, y por esta vez Basilea y la Unión Europea se han puesto de acuerdo para recomendar las dos simultáneamente.⁴⁰

(c) La regulación y las estructuras de mercado.

La estructura de los mercados de capitales tiene diversos niveles: (a) el relativo a las relaciones entre mercados financieros y bursátiles y las participaciones de los intermediarios en ellos, (b) el relativo a la integración de mercados geográficos, y (c) la “microestructura” de los sistemas de transacción y comunicación. Las estructuras existentes en todos estos niveles, particularmente en los países más desarrollados y complejos, obedecen a

⁴⁰ La UE requiere desde este año 1996 que las firmas tengan un patrimonio por lo menos del 2% de su posición bruta más 8% de la neta. Si L es la suma de las posiciones netas y S la de las cortas, el enfoque estadounidense define el riesgo de portafolio como : $MAX(L,S) + MAX [MIN(L,S) - 0.75MAX(L,S), 0]$. En los países donde solo se considera la posición bruta se emplea (L+S), y Basilea y la UE emplean un promedio de (L+S) y $MAX(L-S, S-L)$ o sea de las posiciones bruta y neta. En el Reino se emplea un enfoque simple de portafolio basado en el modelo CAPM, en el cual el riesgo del portafolio se expresa en términos de la varianza del mercado y del beta de cada título, más un residuo. Se supone que los betas son iguales a 1 y los residuos son iguales, con lo cual se estiman solo dos parámetros: la varianza del mercado y la varianza residual de cada papel.

determinantes institucionales e históricos, además de los técnicos y económicos, los cuales ha dificultado la descripción y aún más el análisis sistemático de sus determinantes y consecuencias.

Hoy se reconoce la influencia de la estructura sobre el comportamiento y rendimiento de los mercados, pero hay poco análisis sistemático de políticas en esta materia, por ausencia de teoría normativa aplicable y de teoría positiva que explore las relaciones entre intervención, regulación y estructuras de mercados de capitales. Las recomendaciones existentes casi siempre se basan en apreciaciones del primer tipo: estructura → rendimiento, y se han confinado principalmente a los temas estructurales de tipo (b) y (c). Los temas macroestructurales se confunden con las orientaciones estratégicas de desarrollo de los mercados financiero y bursátil y su relación con el crecimiento de las economías, más que con los asuntos regulatorios o al alcance de las autoridades correspondientes. A continuación se resumen algunas recomendaciones y discusiones de política sobre los diversos niveles estructurales: sistémico, geográfico y de sistemas de transacciones, que están al alcance de las autoridades regulatorias cuando intervienen en el diseño o adelantan labores de promoción en mercados emergentes.⁴¹

(1). Tipos de sistemas financieros. En los sistemas basados en bancos, o intermediados, estas instituciones prestan a las corporaciones y son accionistas de las mismas, y por ello juegan un papel importante en el control corporativo. En los sistemas de mercado abierto, o no intermediados, las acciones son de propiedad del público, bien sea en forma directa o a través de inversionistas institucionales; y en tal caso el control corporativo se ejerce a través de la compra y venta de acciones. Las controversias de política han tendido a reconocer que los dos tipos no son exclusivos y que se puede lograr lo mejor de los dos mundos mediante un sistema diversificado en el cual compitan diferentes formas de organización y de prácticas de mercado. Ello implicaría que los marcos legales y las prácticas

⁴¹ La creación de mercados de capitales en las antiguas economías socialistas es un laboratorio de construcción desde los niveles más básicos. Ello ha conducido a destilar las “mejores prácticas” y ajustarlas a la diversidad de condiciones existentes en esos países. Ver la reseña de G.Pohl, G. Jedrejczak, y R. Anderson, “Creating capital markets in Central and Eastern Europe” (1995), de la cual se han tomado algunas ideas para esta sección.

regulatorias no se sesguen en favor de uno u otro tipo, y que la promoción pueda explotar las complementariedades que aumenten la eficiencia.⁴²

(2) *Estructura y microestructura de las bolsas y los mercados.* Las bolsas son los mecanismos básicos de organización de los mercados públicos, y operan de acuerdo con las características de los intermediarios y las técnicas y tecnología de transacción autorizados. La regulación incide en primer lugar al definir las transacciones no intermediadas que tienen lugar dentro y fuera de los mercados públicos y de las bolsas, y sus particularidades son las que han conducido a la organización de los mercados bajo el mostrador (OTC) o a través de redes privadas, determinando el balance entre éstos y las bolsas. Cuando las definiciones son restrictivas, reducen el alcance de las bolsas y con ello su rendimiento, así como la transparencia y eficacia de todo el mercado.

Las bolsas y los mecanismos alternativos suelen ser originados e impulsados principalmente por la iniciativa privada o regional. Este carácter descentralizado lleva a menudo a la fragmentación del mercado, y a intervenciones para integrarlo o para generar algún esquema de especialización o de distribución regional. Como en la dimensión anterior, la manera como se efectúe la integración es decisiva para el funcionamiento y eficiencia del mercado. Si bien es claro que no se debe forzar las transacciones por una sola bolsa, tampoco se deben fomentar mercados múltiples⁴³. Pero entre semejantes extremos caben muchas opciones, cuya conveniencia depende del camino ya recorrido y de la iniciativa privada.

⁴² Una distinción más útil puede ser la que existe entre prácticas financieras orientadas a control y las más distantes (arm's length). La administración está más controlada cuando las empresas tienen un núcleo de inversionistas con suficientes intereses (aunque sean representaciones) que cuando la propiedad está muy dispersa y aquella puede controlar los votos representados, y en este último caso no hay gran diferencia con financiación externa de bancos: la insatisfacción con lo que ocurre solo se remedia vendiendo las acciones. Si los préstamos bancarios están concentrados y la propiedad accionaria está dispersa, el control lo ejercen los prestamistas mientras los inversionistas miran. La financiación "distante" requiere garantías aplicables, mercados líquidos de acciones y bonos corporativos, y dispersión de la propiedad, para que haya verdaderos mercados de control corporativo. También tiene requisitos institucionales como ciertas doctrinas legales (e.g. las que regulen lo que ocurre cuando hay quiebras o dificultades, o las que establezcan los mecanismos de representación y decisiones), disponibilidad de intermediarios capacitados, bolsas, servicios financieros complementarios, especialistas, abogados etc.

⁴³ Ejemplos de regulaciones que forzan consolidar las transacciones por una bolsa: las que prohíben registro múltiple en bolsas, las que imponen notificación de las operaciones extrabursátiles, y las que exigen un depósito centralizado. Estas ilustraciones se mencionan para mostrar que una recomendación liberal como ésta puede tener conflicto con otros propósitos, como el control. Por su parte, hay

Las estructuras de mercado comprenden otras dimensiones dentro de las cuales se destacan las funciones y tipo de intermediarios, el sistema de transacciones, y la transparencia alcanzada. El cuadro de la página siguiente resume simplistamente las controversias, opciones y recomendaciones en estas materias, para el caso de los mercados de acciones por bolsas, y suponiendo que se trata de países que tienen amplio margen de selección y mercados aún por desarrollar.⁴⁴

Lo primero que cabe destacar desde la perspectiva de este trabajo, es que si bien son necesarias e influyentes las definiciones de las autoridades regulatorias, lo que está en juego debe ser definido principalmente por la iniciativa privada, que debe asumir las consecuencias de las inversiones correspondientes. Pero nótese en segundo término, que las definiciones son interdependientes (e. g. el tipo de mercado depende de las autorizaciones y tipo de intermediarios y define la transparencia lograble) y requieren coordinación pública, que también conviene por existir externalidades (e.g. en información). Por último, la estructura de mercado también genera incentivos y condiciones de trabajo para los reguladores, y ello implica adecuación una mutua que deba poder evolucionar: el monitoreo se facilita más en los mercados de subasta discreta y regidos por órdenes por ser más transparentes, pero una vez alcanzado el tamaño suficiente se requiere continuidad y formación de mercado que sean impulsados por cotizaciones. En este nivel, una insistencia primitiva por transparencia puede ser costosa o generar más bien evasión y desvío de operaciones fuera de bolsa.

Debe tomarse en cuenta también que las bolsas son organismos complejos, que involucran también (y a veces principalmente) operaciones de renta fija. En éstas la competencia extrabursátil es mucho más fuerte, y la necesidad

muchas formas de integrar el mercado con varias bolsas: estas pueden especializarse y/ o pueden ser aprovechados los sistemas de comunicación para ligar diferentes bolsas que transen las mismas acciones.

⁴⁴ Otras dimensiones importantes: tipos de órdenes (precios o cantidades), autorizaciones para ventas en corto, reglas de formación de precios, formación de precios de apertura y controles a la inestabilidad o las manipulaciones, exigencias especiales de justicia (fairness) respecto al tratamiento de clientes al detalle o de los inversionistas institucionales, compensación y liquidación. El cuadro también es simplista al no contemplar ciertas estructuras híbridas que también son factibles.

de intervención pública para proteger inversionistas es mucho menor. Ello cambia las opciones y recomendaciones respecto a las ilustradas para el mercado de acciones. Se aprecia, entre otras diferencias, que los sistemas de transacción de renta fija requieran más pronto ser cuasi continuos y con cases automáticos, y los estándares de transparencia son bien distintos. Las bolsas suelen tener sistemas distintos de transacción según tipos de instrumentos, y hasta según niveles de transacciones de papeles de un mismo tipo . Los reguladores enfrentan entonces demandas más diferenciadas e interdependientes, porque hay actividades conjuntas, y ello implica entonces mayor capacidad supervisora.

Cuadro 3

OPCIONES EN ESTRUCTURAS DE MERCADOS DE ACCIONES

Opciones	Comentario
Fragmentación Integración	No se deben forzar las transacciones por una sola bolsa, pero las múltiples bolsas deben integrarse para crear un solo mercado
Brokers y dealers con una sola función Brokers-dealers duales	Se requieren brokers-dealers para que haya especulación, pero hay que controlar los conflictos de interés
Mercado de dealers (quote driven) Mercado de brokers (order driven)	Dealers y otros especuladores deben poder participar en las subastas para aumentar la estabilidad
Subastas discretas Transacción continua	Las subastas son mejores mientras el flujo de órdenes alcanza el nivel que justifique transacciones continuas
Sistema opaco Sistema transparente	La transparencia es mejor en los mercados de subasta. Hay problema para lograr el reporte de las transacciones al margen del mercado.

Fuente: Pohl, Jedrzeczack & Anderson (1995) con base en otro trabajo de Marco Pagano (1994)

D. Conclusiones: principales lecciones de la experiencia internacional para la reforma regulatoria del mercado de capitales colombiano

1. El desarrollo institucional es condición necesaria pero no suficiente para el desarrollo de los mercados de capitales. Para alcanzar altos niveles de capitalización y transacciones, y eficiencia en la formación de precios los requisitos institucionales son muy exigentes. Pese a que el avance institucional colombiano pueda ir relativamente

adelante de su grado de desarrollo de mercado, aquel está muy distante del que caracteriza a los más avanzados entre los “emergentes”.

2. El mercado de capitales tiene muchas interdependencias con otros mercados e involucra bastantes externalidades, bienes públicos y economía de escala, por lo cual el papel regulatorio en su desarrollo es decisivo y requiere reformas sistémicas, que a menudo requieren reordenamientos legales fundamentales, particularmente ante las nuevas corrientes globalizantes y tecnológicas. Las reformas exitosas han sido comprensivas, a la vez que específicas al mercado.
3. El papel privado es el básico y puede desarrollarse mediante la autorregulación. De hecho, este mercado no puede desarrollarse bajo rígida y excesiva intervención, y en esto es más sensible que el financiero. El fundamento de las reformas ha sido la liberalización del mercado, desatándolo tanto del intervencionismo como impidiendo los esquemas monopólicos e impulsando la competencia, extendida a través de las fronteras. A la vez que protección a los inversionistas, y de la estabilidad del sistema ante los riesgos que genera la liberalización, la promoción también es necesaria en ciertas etapas y para ciertos asuntos.
4. La regulación meritosa es a todas luces inconveniente, pero es siempre un riesgo de la intervención pública. Es mejor hacerlo explícito, y buscar los mecanismos específicos para reducir o encausar la vulnerabilidad política y a intereses particulares. Una regulación represiva que pudiera de veras impulsar del mercado y proteger a los inversionistas tiene aún más exigentes requisitos institucionales y de orientación del crecimiento, y tiene mayores probabilidades de fracaso.
5. La agenda de mejoras para promover la competencia y mejorar la eficiencia del mercado implica un esfuerzo continuo para:

- facilitar el acceso al mercado a los intermediarios competentes,
 - eliminar no sólo las autorizaciones legales, sino las prácticas que limiten la negociación de las comisiones,
 - liberalizar los flujos de capitales según las condiciones macroeconómicas, y en todo caso no estructurar el mercado sobre controles permanentes,
 - desarrollar los sistemas de compensación y liquidación, así como los depósitos de valores, prestando atención a los riesgos sistémicos que implica su atraso,
 - modernización del manejo de la deuda pública, empleándolo para impulsar la competencia y ampliar los plazos en el mercado de capitales,
 - la integración debe comprender también los mercados OTC, con la flexibilidad necesaria para evitar imponerles normas bursátiles, y apoyándose en la autorregulación,
 - desarrollo del potencial de automatización, en especial para facilitar la integración y la transparencia,
 - impulso decidido a los fondos de pensiones basados en ahorro individual y administrados privadamente,
 - promoción de la bursatilización y de los mercados de productos derivados.
 - definición y promoción de aspectos fundamentales de estructura del mercado, particularmente: su integración, creación de las figuras apropiadas (broker - dealers) y de las microestructuras correspondientes de las bolsas, con miras a la transparencia, y con perspectivas de evolución futura y flexibilidad para que puedan existir sistemas de transacción adecuados a los diversos títulos e intensidades de transacción.
6. Por su parte, la protección de los inversionistas y de la estabilidad del sistema implica similarmente un proceso continuo de:
- fortalecimiento de los mecanismos de protección a los inversionistas, pero bajo la responsabilidad última de éstos,
 - modernización, actualización y adecuación a estándares internacionales de las reglas de capital adecuado, y con las especificidades necesarias para los agentes del mercado de capitales,
 - regulación de los conglomerados financieros y sus relaciones con actividades reales, combinando consolidación y aislamiento de las entidades reguladas, particularmente las filiales de valores,
 - impulso decidido a la autorregulación, especializándola más en supervisión y de por separado y de acuerdo con las funciones de los diversos agentes: bolsas, comisionistas y servicios,

- adecuación de la estructura regulatoria a la del mercado, con especial atención al balance entre competencia y coordinación, control de riesgo sistémico vrs. coherencia, control de contagio por aislamiento vrs transparencia por consolidación,
- desarrollo de la normatividad y la vigilancia contra transacciones privilegiadas, y las responsabilidades corporativas de los inversionistas institucionales,
- adecuación a los estándares internacionales y participación en los esquemas para compartir información y realizar investigaciones conjuntas.

BIBLIOGRAFIA

Albrecht W. , Bronfman C. y Messenheimer F. “*Regulatory regimes: the interdependence of rules and regulatory structure*” en The Industrial Organization and regulation of the Securities Industry. National Bureau of Economic Research and University of Chicago Press. 1996, Ed A. Lo. pags 9-34.

Ayala U. “*Qué se ha aprendido de las reformas pensionales en Argentina, Chile, Colombia y Perú ?*” Trabajo por ser publicado por el BID, 1996.

Banco Mundial. “*Argentina: capital markets study*” Reporte 12963-AR, 1994

Banco Mundial. “*Colombia: financial sector reform.*” Reporte 11724-CO

Chuppe T. y Atkin M. *Regulation os Securities Markets: some recent trends and their implications for emerging markets*” . Working Paper Series # 829, Banco Mundial, 1992.

Demirgüe- Kunt A. y Levine R. “*Stock Market Development and Financial Interemdiaries, Stylized facts.*” Policy Research Working Paper 1462, Banco Mundial, 1995.

Dewatripoint M. y Tirole J. “*The Prudential Regulation of Banks*”. MIT Press, 1994.

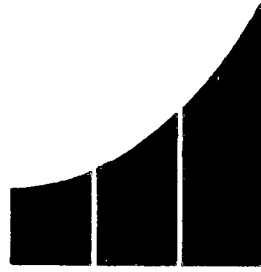
Eggerston T. “*Economic Behavior and Institutions*”. Cambridge University Press. 1990

Financial Market Trends. DECD Números 46, 50 y 54

International Monetary Fund. *International Capital Markets: Developments, prospects and policy issues*”. Agosto 1995

Maggard S. y Lee C.H. (editores). “*Financial Systems and Economic policy in Developing Countries*”. Cornell University Press, 1995.

Merton R. “*Financial and The Management and Regulation of Financial Insitutions*” Journal of Banking and Finance, Enero de 1995



FEDESARROLLO

FUNDACION PARA LA EDUCACION SUPERIOR Y EL DESARROLLO

FEDESARROLLO es una entidad colombiana, sin ánimo de lucro dedicada a promover el adelanto científico y cultural y la educación superior, orientándolos hacia el desarrollo económico y social del país.

Para el cumplimiento de sus objetivos, adelantará directamente o con la colaboración de universidades y centros académicos, proyectos de investigación sobre problemas de interés nacional.

Entre los temas de investigación que han sido considerados de alta prioridad están la planeación económica y social, el diseño de una política industrial para Colombia, las implicaciones del crecimiento demográfico, el proceso de integración latinoamericana, el desarrollo urbano y la formulación de una política petrolera para el país.

FEDESARROLLO se propone además crear una conciencia dentro de la comunidad acerca de la necesidad de apoyar a las Universidades colombianas con el fin de elevar su nivel académico y permitirles desempeñar el papel que les corresponde en la modernización de nuestra sociedad.