

Preziosa, María Marta

Cumplimiento normativo y confianza en los mercados financieros

**Documento de Trabajo en Ciencias Empresariales Nro. 26
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Investigación “Francisco Valsecchi”**

Este documento está disponible en la Biblioteca Digital de la Universidad Católica Argentina, repositorio institucional desarrollado por la Biblioteca Central “San Benito Abad”. Su objetivo es difundir y preservar la producción intelectual de la Institución.

La Biblioteca posee la autorización del autor para su divulgación en línea.

Cómo citar el documento:

Preziosa, M. M. (2017). “*Cumplimiento normativo y confianza en los mercados financieros*” [en línea] Documento de trabajo en Ciencias Empresariales Nro. 26 del Departamento de Investigación “Francisco Valsecchi”. Facultad de Ciencias Económicas. Universidad Católica Argentina. Disponible en:
<http://bibliotecadigital.uca.edu.ar/repositorio/investigacion/cumplimiento-normativo-confianza-mercados.pdf> [Fecha de consulta: ..]



Pontificia Universidad Católica Argentina
"Santa María de los Buenos Aires"

CUMPLIMIENTO NORMATIVO Y CONFIANZA EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Por María Marta Preziosa

Facultad de Ciencias Económicas

*Departamento de Investigación "Francisco
Valsecchi"*

*Documento de Trabajo en Ciencias Empresariales
N° 26*

Diciembre de 2017

Los autores del presente artículo ceden sus derechos, en forma no exclusiva, para que se incorpore la versión digital del mismo al Repositorio Institucional de la Universidad Católica Argentina y a otras bases de datos que la Universidad considere de relevancia académica.



UCA

Pontificia Universidad Católica Argentina
"Santa María de los Buenos Aires"
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Investigación "Francisco Valsecchi"

CUMPLIMIENTO NORMATIVO Y CONFIANZA EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

María Marta Preziosa¹

¹ Agradezco la colaboración de Carlos González Campos maestrando de la Maestría en Administración de UCA-a quien estoy dirigiendo su tesina- en la síntesis de algunos papers citados aquí.

“Trust is not an unmixed blessing”
Colombo, (2010:872)

I. Introducción

En este trabajo nos proponemos relevar bibliografía a fin de comenzar la confección de un modelo conceptual que interrelacione el complejo fenómeno de la confianza y el cumplimiento de las normas éticas y legales por parte de individuos y empresas. La confianza es un fenómeno social conformado por diversos factores tangibles e intangibles que son de alto impacto en las actividades comerciales y económicas. En este abordaje preliminar indagamos su importancia en los mercados financieros.

“El corazón de la confianza es la vulnerabilidad”, afirma Ronald Colombo (2010:872). “La confianza puede ser honrada o quebrada, recompensada o abusada” y esto se debe a que la vulnerabilidad es lo central.

Colombo es profesor en la Escuela de Leyes *Maurice A. Deane* de la *Hofstra University* (new york) e integró el equipo legal del Morgan Stanley & Co. En este trabajo seguiremos al autor mencionado en su amplia conceptualización de la confianza² y completaremos la misma con referencias bibliográficas que explican diversas instancias de la actividad de los mercados financieros en los que la confianza es vital para su buen funcionamiento.

Una anécdota significativa que Colombo menciona para subrayar la criticidad del factor confianza es el caso de Bernie Maddoff. Colombo refiere que la SEC manejó mal la investigación y no descubrió a tiempo el esquema Ponzi creado por Maddoff debido a su buena reputación. Es decir, Maddoff contaba con un alto grado de confianza y en principio la SEC creyó en sus declaraciones, aunque estas no tenían pruebas respaldatorias.

² Colombo releva dos décadas de literatura académica que ha explorado el fenómeno de la confianza y su relación con los negocios y cita autores como Francis Fukuyama 1995, Robert Putnam (2000), Tañar Frankel (2006) Lawrence Mitchell (1999) y Margaret Blair et al (2001) Frank Cross (20005) . Colombo afirma que esta literatura ha sido aplicada a leyes para empresas, contratos, sociedades y salud, pero su aporte consiste en aplicarla a las leyes de la regulación financiera hasta la crisis 2008-2009



UCA

Pontificia Universidad Católica Argentina
"Santa María de los Buenos Aires"
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Investigación "Francisco Valsecchi"

Analizando leyes de los mercados financieros de EEUU el autor analiza como luego de diversos escándalos, mercados y gobiernos reaccionan incrementando las leyes y los controles regulatorios. Para Colombo, esto no siempre aumenta la confianza. Para fundamentarlo, establece distinciones entre los distintos tipos de confianza y los distintos roles y pone de manifiesto algunos dilemas en la relación ley-confianza.

La confianza es un ingrediente crítico de una económica exitosa y de una industria de servicios financieros que funcione bien. Colombo escribe su paper luego de la crisis 2008-2008 y del escándalo Maddoff (2008) y afirma que los escándalos causados por la incompetencia, la irresponsabilidad y el fraude condujeron a una baja de la confianza del inversor por lo que se necesita una restauración. Lo que discute Colombo es si la restauración de la confianza está garantizada por el aumento de controles.

La confianza es especialmente crítica en la industria de servicios financieros porque estos son un ejemplo de servicios altamente intangibles y complejos. La confianza es el fundamento esencial de los mercados de valores. Sin embargo, la confianza puede no estar en los profesionales individuales, pero al menos, "algunos confían en el sistema aun cuando están muy seguros de lo que compran o a quién le compran"

Según Colombo, se presenta un tipo de dilema en la industria de servicios financieros. Un inversor puede resultar dañado no solo si deposita su confianza en la persona o institución equivocada, sino también, y más comúnmente si esa persona o institución se equivoca al depositar su confianza en otra persona o institución. La sociedad responde a este dilema con más regulación para maximizar los beneficios y minimizar los daños potenciales. Según Colombo, tanto la imposición de normas regulatorias como las soluciones que se basan solo en criterios de mercado pueden acarrear daños colaterales y ser contraproducentes para la confianza. El autor no está postulando un extremo desregulado ya que como afirma, "la confianza es improbable que exista en una forma pura o extrema. Por otra parte dice:

"Es poco lo que se puede hacer en verdad para protegernos de los abusos de confianza si deseamos maximizar los beneficios de la confianza en nuestra sociedad. Bernie Maddoff es el precio que pagamos por los beneficios de la confianza" (Colombo, 2010:874)

II. Qué es la confianza

Colombo define la confianza como un fenómeno complejo que existe de varias formas. Principalmente de dos formas, a saber, la confianza racional (cognitive trust) y la confianza moral (generalised trust) Colombo afirma que la más valiosa y beneficiosa es la confianza moral porque es la que genera eficiencia, cooperación y sacrificio en las relaciones que la detentan

Colombo, siguiendo a varios autores va realizando aproximaciones conceptuales a la idea de confianza. Veamos algunas:

- Confianza es “creer que otros dicen la verdad y cumplen sus promesas” (xx Frankel).
- Confianza es “una voluntad de hacerse vulnerable a uno mismo frente a otro, basado en la creencia de que la persona en la que se confía no elegirá explotar la propia vulnerabilidad” (xx Blair).
- “La versión fuerte de la confianza surge donde el *trustor* (el que deposita su confianza, el fideicomitente) está técnicamente habilitado a quebrar la confianza, pero dicho comportamiento oportunista violaría los valores, principios y estándares de comportamiento de han sido internalizados por las partes para ese intercambio”. “La confianza fuerte....surge solo cuando el *trustee* (el administrador, el fideicomisario) no está limitado por restricciones externas para honrar su compromiso” (Larry Ribstein)
- Confianza es “un estado de la mente (actitud) que capacita a quien la posee a hacerse a sí mismo vulnerable a otro, esto es, a descansar en otro a pesar del riesgo positivo de que el otro podría actuar de un modo que pueda dañar al que confía” (Claire Hill et al, 2006)

III. Dos tipos de confianza: racional y moral

Según Colombo, lo central es la vulnerabilidad. Cuanto más una persona pueda romper una promesa y zafar de ella y cuanto más una persona pueda decepcionar a otra sin

sanción legal, económica o reputacional, es más grande el grado de confianza que se requiere para confiar en esa persona.

Según el autor, la confianza racional es cognitiva, racional, técnica (respecto de una habilidad de la persona) y calculadora. La confianza moral es afectiva, emocional, generalizada (respecto de toda la persona) y más profunda. En este texto sintetizamos y traducimos como confianza racional y moral que en castellano son palabras más significativas.

Para definir estos dos tipos de confianza racional y moral, primero Colombo usa el criterio de cuál es la razón o causa del "hacerse vulnerable". De allí resulta que la confianza puede ser afectiva o cognitiva. Si se basa en la emoción es una "confianza afectiva", y es una disposición optimista de que el otro se comportara de modo apropiado. Es una confianza no-calculada y está reservada a la familia, amigos y amantes y se basa en los atributos de la persona.

En contraste está la "confianza cognitiva", basada primariamente en la razón y es más un concepto estratégico o económico. Esta confianza racional no se basa en normas o emociones, sino en un análisis de costo-beneficio por el acto de confiar en alguien. En este tipo de confianza, las vulnerabilidades aceptadas se deben a la gestión del riesgo racional. Es decir, la ganancia esperada de ponerse uno mismo en riesgo frente a otro es positiva.

Colombo cita a Oliver Williamson para quien esta "confianza calculadora" sería una contradicción en sus propios términos. Sin embargo, para Hill y O'Hara, esta confianza racional es esencialmente predictiva ya que refleja una evaluación razonada de que la persona en la cual se deposita la confianza "se comportará de un modo que no será dañino" independientemente de su tipología de carácter

Cuando la confianza afectiva es quebrada, la indignación causada es profunda y se siente traicionada la persona. En la confianza afectiva se juegan algunas presunciones acerca de los motivos e intenciones de la otra persona. En cambio, cuando la confianza racional es quebrada, produce más bien decepción al no lograr los resultados esperados.



UCA

Pontificia Universidad Católica Argentina
"Santa María de los Buenos Aires"
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Investigación "Francisco Valsecchi"

Otra diferencia entre ambas es que la confianza afectiva cuanto más es puesta a prueba mediante una mayor exposición al riesgo y la vulnerabilidad, más crece si tiene buena respuesta. En cambio en la confianza racional, el aumento de la vulnerabilidad aumenta el costo de este modo de confiar. La confianza afectiva a su vez, aumenta o decrece con el tiempo, en cambio la confianza racional aumenta o decrece inmediatamente frente al aumento del riesgo.

Colombo afirma que si bien en teoría se pueden distinguir en la práctica es difícil. Por eso lo considera como dos polos de un espectro de relaciones de confianza, que es de por sí un fenómeno complejo.

En segundo lugar Colombo distingue las formas de confianza según el criterio del sujeto de la confianza. Por ejemplo, es posible distinguir entre la confianza moral o general (i.e. la confianza en el carácter, integridad y honestidad de un sujeto) y por otro lado en la confianza técnica o específica en una habilidad o competencia técnica de esa persona (i.e. sus conocimientos financieros o su capacidad como cirujano) y su capacidad de cumplir con una promesa, o servicio

Esta distinción es paralela a la anterior (afectiva y cognitiva). La confianza afectiva es paralela a la confianza general y la cognitiva a la específica. Como ya dijimos, en este texto hemos traducido como confianza racional a la cognitiva y específica y confianza moral a la afectiva y general.

IV. Crear y sostener la confianza

La confianza puede ser desarrollada, alimentada, mantenida, destruida o reconstruida. La confianza puede surgir de una combinación de fuentes y surge con pequeños pasos o con una "confianza tentativa" antes de convertirse en una más resiliente y durable.

Desde el punto de vista sociológico –Colombo sigue a L.G. Zucker- hay tres caminos para el desarrollo de la confianza: el basado en las características, el basado en los procesos y el basado en las instituciones.

- El camino basado en las características se basa en la similitud. Es decir, se confía en lo que es parecido. Se asume que hay congruencia cultural (herencia,

valores, historia). Este tipo de creación de confianza no se puede crear deliberadamente. El autor afirma que cada vez hay menos de este tipo de confianza. Es similar a la afectiva

- El segundo camino para crear confianza son las experiencias compartidas. Las experiencias interpersonales entre las partes construyen en el tiempo -vía repetición de intercambios positivos- construyen la confianza. También, honrando los pactos o acuerdos se recompensa la confianza. Este tipo de desarrollo se puede realizar estratégicamente pero requiere tiempo y estabilidad. Es similar a la cognitiva.
- El tercer camino para desarrollar confianza está ligado a las estructuras sociales que protegen los intereses de todas las partes de un intercambio. Por ejemplo, las credenciales de un profesional o las leyes. Estas estructuras pueden ser producidas deliberadamente por individuos, empresas e industrias. Es una confianza que puede resultar como una ruta en la cual la afectiva y la cognitiva se pueden desarrollar.

Todos los tipos de confianza crecen con el uso y experiencias positivas continuas e interacción periódica personal. La confianza es más fácil mantenerla que desarrollarla y es tan frágil se puede destruir en pocos minutos y aunque sea por un acto negativo aislado, puede ser difícil de ganar otra vez.

La confianza afectiva suele ser más resiliente que la cognitiva. En cambio, la confianza cognitiva se genera más rápido. En la confianza afectiva, algunos quiebres de la confianza pueden ser excusados como defectos personales que no se ven amenazantes para otras áreas, sin embargo esto mismo podría afectar la confianza específica o técnica. Cuando la violación de la confianza, afirma el autor, es una cuestión de valores resulta más imperdonable, porque salpican toda la persona y envenenan la relación destruyendo la confianza moral

V. La confianza como bien público: economía y sociedad

Como señala Robert Putnam, “la confianza lubrica la vida social (y de negocios)”. Colombo cita al célebre autor del concepto de capital social quien afirma que



UCA

Pontificia Universidad Católica Argentina
"Santa María de los Buenos Aires"
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Investigación "Francisco Valsecchi"

“cuando la gente confía y es confiable...cada transacción social y de negocios es menos costosa. No se necesita gastar tiempo y dinero asegurándose de que los otros honraran el acuerdo o se los penalizara si no lo hacen”.

Es decir que la confianza libera tiempo y recursos para ser más productivos. Si un mínimo de confianza, el gasto de protegerse uno mismo en una transacción mediante el monitoreo de la otra parte podría exceder el valor de la transacción en sí misma y de este modo enfriar el comercio. Blindar un acuerdo puede tener costos muy altos.

Colombo cita al Nobel Kenneth Arrow, quien afirma que

“Cada transacción comercial tiene virtualmente en sí misma un elemento de confianza y aun mas, cualquier transacción que dura un cierto periodo de tiempo. Es posible argumentar que la mayor parte del atraso económico en el mundo se puede explicar por la falta de confianza mutua”

Según Colombo, las relaciones imbuidas de confianza capacitan a las partes para lograr niveles más altos de satisfacción ya que las partes del acuerdo se inclinan a expandir la cantidad de conocimiento que ponen a disponibilidad del otro brindando información más precisa, comprensiva y a tiempo, brindando conocimiento implícito y confidencial, y los hace más abiertos a explorar nuevas oportunidades de colaboración. Por tanto, la confianza además de reducir los costos de transacción, también crea oportunidades para un mayor número de intercambios comerciales cualitativamente mejores

Según Colombo, la confianza se puede considerar tanto como un “bien privado”, como un “bien público”. La confianza provoca externalidades positivas y tiene efectos de derrame Por ejemplo, cuando las empresas o los consumidores pasan menos tiempo protegiéndose del fraude o de otras malas acciones y dedican más tiempo objetivos productivos o de placer.

Sin embargo, no toda la confianza es de igual valor y calidad. Según Colombo la confianza afectiva y moral es superior a la confianza cognitiva y técnica, porque inspira más honestidad y sacrificio y muestra gran resiliencia frente a situaciones desafiantes y desafortunadas. Incluso, algunos autores directamente consideran que la

confianza cognitiva no es confianza. Por ejemplo, Colombo cita a M. Galanter quien afirma que los abogados contribuyen a crear una confianza artificial allí donde no hay reciprocidad, obligación moral y sentido de compañerismo.

VI. Los costos de la desconfianza

Colombo cita también al reconocido especialista en confianza, Francis Fukuyama. Según Fukuyama, a las sociedades que carecen de confianza moral les va peor que a las sociedades que la tienen. Por eso Fukuyama afirma que

“La desconfianza esparcida impone un tipo de impuesto a todas las formas de actividad económica, un impuesto que las sociedades de confianza no tienen que pagar.”

Por tanto las sociedades que tienen falta de confianza moral necesitan adquirirla a través de mecanismos que generen confianza racional, y al hacerlo, la confianza en el sistema legal busca reemplazar la confianza interpersonal en los individuos. Por tanto, allí donde la ley y la confianza cognitiva sirven como sustituto de la confianza afectiva:

“las partes interactúan con un alto grado de cautela, ya que la confianza racional se extiende solo hasta las protecciones realistas de la ley. Como resultado, tales sociedades se convierten simplemente en ‘irrespetuosas’ (“unpleasant”) desde el punto de vista cualitativo, cuando se las compara con aquellas donde la confianza afectiva y general regula la vida cotidiana”

Fukuyama observó que un mundo falto de confianza, donde pensamos que nuestros socios nos van a engañar, blindamos todos los documentos para asegurarnos que no habrá vías de escape legales de las que el otro pueda tomar ventaja. En ese mundo los contratos serían interminables y detallados respecto de cada posible contingencia y definiendo cada obligación concebible. Allí no haríamos nada más que aquello a lo que estamos obligados por miedo a ser explotados y consideraríamos las propuestas innovadoras de nuestros socios como nuevas y posibles trampas diseñadas para sacarnos algo. Aún más, estaríamos seguros de que a pesar de nuestros mejores esfuerzos en las negociaciones, algunos lograrán engañarnos, y de que no seríamos

capaces de lograr un arbitraje justo, porque no habría terceras partes que arbitren de forma confiable. En este mundo, todo tendría que ser referido al sistema legal para su resolución con todas sus reglas y métodos lentos

VII. Las leyes ¿aumentan o disminuyen la confianza?

Algunos académicos afirman que la ley favorece la confianza y otros dicen que la debilita. En general, afirma Colombo, se acepta que “la regla de la ley está asociada de modo significativo con altos niveles de confianza”. Incluso Fukuyama aclara que “no se cuestiona que las instituciones como la ley comercial y de contratos son precondiciones necesarias para la emergencia de una economía industrial moderna. Nadie argumentaría que la confianza o la obligación moral sola pueden reemplazar a la ley”

Lo que Colombo plantea como una cuestión más complicada es la que se refiere al efecto que resulta de leyes y regulaciones adicionales en el caso de que ya haya un marco legal suficiente y se pertenezca a una sociedad caracterizada por la ley y el orden.

Veamos el argumento que construye Colombo. Primero afirma que la ley influye en los diferentes tipos de confianza de modo diferente. En segundo lugar, afirma que la ley tiene como uno de sus principales objetivos, reducir la vulnerabilidad de los individuos. Por lo tanto, se pregunta ¿cómo puede la ley contribuir a la confianza si lo que hace es reducir aquello que más caracteriza a una relación de confianza? esto es, la vulnerabilidad.

La confianza moral, afirma, no puede ser reforzada por la promulgación de una ley protectora, ya que no resulta de un cálculo costo beneficio. En cambio dado que la regulación disminuye el sentido de vulnerabilidad, le quita a la confianza afectiva su principal ingrediente. En este caso la ley limita las posibilidades de los individuos y las instituciones de demostrar su confiabilidad. Incluso, afirma Colombo, la ley puede cambiar una relación informal basada en la confianza y convertirla en algo formal y legal. Un ejemplo de esta situación son los contratos prenupciales

Por otra parte, Colombo afirma que un sistema regulatorio pesado tiende a desplazar la motivación intrínseca y reemplazarla con penalidades extrínsecas. Esto puede debilitar



UCA

Pontificia Universidad Católica Argentina
"Santa María de los Buenos Aires"
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Investigación "Francisco Valsecchi"

tanto la percepción como la realidad de la confianza. Es más, puede emerger un espiral de desconfianza en las relaciones que alguna vez se basaron en la confianza y ahora se basan en una forma legal muy estructurada. En este sentido, la ley y la regulación parecen tener un efecto negativo en la confianza moral, es decir, remediar la confianza de modo legalista usualmente falla, porque paradójicamente reduce la confianza.

Citando a Sitkin y Roth, Colombo afirma que los remedios legalistas (por ejemplo, los mecanismos institucionales que imitan las formas legales y exceden los requerimientos legales) imponen una barrera psicológica o interaccional entre las dos partes que estimula una espiral de formalidad y distancia que conduce a la necesidad de más reglas. Y de este modo, el proceso se perpetúa.

En cambio, la ley y la regulación pueden servir para reforzar la confianza racional. En este tipo de confianza, la ley puede disminuir el costo de la vulnerabilidad (reduciendo la probabilidad o magnitud de sus riesgos asociados) y naturalmente conduce a confiar en otro (en un sentido cognitivo y técnico).

La ley puede aumentar la confianza específica o técnica en la habilidad de alguien, porque esa persona sigue ciertos estándares regulados por el gobierno para producir un bien o servicio. En este caso la ley ayuda a reducir el costo de una transacción insatisfactoria, reduciendo la posibilidad de que ocurra, o bien, proveyendo un remedio si se llegase a ocurrir.

Así como Colombo concluye que la ley tiene efectos dañinos en la confianza afectiva y moral, y positivos en la confianza cognitiva y específica, y que son más las relaciones de confianza dañadas por la regulación que las beneficiadas. Asimismo, presenta las objeciones a su tesis.

La primera objeción es que la ley nunca provee una protección total, por tanto no puede desplazar a la confianza. Los tribunales son imperfectos, caros e inciertos. La segunda objeción es que lo muy regulado también comporta riesgos, por lo tanto siempre existe la posibilidad de demostrar la propia confiabilidad. La tercera es que la regulación da lugar al comienzo de algunas relaciones en las que la confianza puede eventualmente ser desarrollada. La ley puede a un individuo ayudarlo a superar sus

preocupaciones de la confianza cognitiva e ingresar a una relación de negocios con otra confianza primariamente activa.

VIII. Oportunidad para desarrollar la confianza

Según Colombo, construir confianza es difícil y estresante, toma tiempo y compromiso pero vale la pena. No comprometerse con ello es miope. El autor aclara que esto no implica que la confianza sea preferible a la ley. Lo que se cuestiona es si agregar mucha regulación reduce las oportunidades de construir confianza. En la medida que se construye una red de seguridad más gruesa y ubicua bajo las transacciones comerciales es más difícil y lento lograr una forma de confianza profunda y duradera

La existencia de coerción legal implica que nadie tiene espacio para demostrar que respeta sus promesas independientemente de su interés personal, solo puede demostrar que puede ser legalmente coaccionado a hacerlo.

Sin embargo, Colombo afirma que las leyes sirven para influenciar las normas sociales que, a su vez, son parte del mix de factores que contribuyen a la confianza afectiva y moral. Aparentemente, la ley podría actuar bajo la superficie ayudando a desarrollar confianza en la sociedad, desalentando el engaño y proveyendo garantías. Sin embargo, las sanciones legales reales no funcionan de este modo, por lo que resultan incompatibles con las relaciones de confianza

Colombo concluye que la ley aumenta la confianza de tipo racional y cognitiva, que es una confianza de menor calidad o de menos valor para los individuos. La ley no puede replicar los beneficios de la confianza afectiva.

IX. Las regulaciones del mercado de valores y la confianza

Luego de la crisis 2008-2009 aumentaron significativamente las regulaciones del mercado de valores a fin de proteger al inversor. Dichas reformas legales culminaron en la administración Obama con la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* de 2010



UCA

Pontificia Universidad Católica Argentina
"Santa María de los Buenos Aires"
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Investigación "Francisco Valsecchi"

A Colombo le interesa demostrar que los cambios en la regulación favorecen solo la confianza racional, si bien reconoce que la ley permite garantizar un mínimo de integridad. Colombo destaca la importancia de la *Suitability Doctrine*, que busca defender al inversor exigiendo que los bróker hagan recomendaciones de inversión en valores "si hay una base razonable para creer que son adecuados/apropiados para el cliente"

La relación cliente-bróker es una relación personal que se constituye en un terreno fértil para el desarrollo de la confianza moral. En cambio, la confianza racional funciona mejor con los *discount-brókeres* (¿brókeres mayoristas?). Colombo concluye que la regulación favorece la confianza en el mundo más anónimo de los brókeres mayoristas, que hoy parece ser la tendencia de la industria.

Si el bróker es un simple agente de los mandatos del principal, la confianza moral no es necesaria. En cambio, si maneja la cuenta del inversor y lo aconseja se convierte en un *fiduciary=trustee* en sentido amplio. En este último caso, es más necesaria la confianza moral porque el bróker tiene una discrecionalidad difícil de regular por ley.

Colombo concuerda con las reformas de la administración Obama en su intento de homogeneizar las leyes para los distintos roles en el mercado de valores. Asimismo, se ha aumentado la cantidad de regulación para las ventas, conflictos y compensaciones imponiendo estándares de conductas más altos y otras limitaciones para proteger al inversor.

La regulación tradicional ya solicitaba que todos los asesores cumplieren un estándar de obligación fiduciaria, un deber afirmativo de la más alta buena fe y de transparencia (disclosure) de todos los hechos relevantes. Sin embargo, ahora se promueve la obligación fiduciaria para todos los roles, es decir,

"deben actuar solamente en favor del interés del cliente independientemente del Interés financiero (u otro) del bróker, dealer o asesor financiero que aconseja".

Según Colombo los bróker-dealers ya estaban muy regulados y el exceso de regulación de la reforma Obama no da espacio a construir la confianza. La reforma deja de lado a los *full-services brókeres* (es decir, a los que aconsejan y manejan cuentas) en



UCA

Pontificia Universidad Católica Argentina
"Santa María de los Buenos Aires"
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Investigación "Francisco Valsecchi"

beneficio de los *discount brokers*. Ahora, todos tienen que cumplir con un estándar de obligación fiduciaria en sus interacciones con clientes mediante registros, revelaciones por escrito y códigos de ética. Por tanto, se elimina la oportunidad de crecer progresivamente en la confianza.

X. Ventajas y desventajas de la confianza para los mercados financieros

Como ya se dijo, la confianza trae oportunidades beneficiosas y eficiencias, pero también es una oportunidad para que se generen nefastos oportunismos y se explote la vulnerabilidad del que confía. Por eso afirma que es una no es una "unmixed blessing". No es pura bendición. Para Colombo, eso implica que la industria de servicios financieros tendría que estar más desregulada. Sin embargo reconoce que

"cuando la confianza de alta calidad es improbable que exista o que persista, es esencial proveer la confianza técnica o racional. Allí la ley y la regulación pueden jugar un rol saludable. Colombo (2010:876)

De acuerdo con Colombo, la confianza es el ingrediente crítico del éxito de los mercados financieros y de la economía de libre mercado en general. Pero advierte que, tanto la vulnerabilidad como la confianza implican costos. Afirma Colombo

"esto nos ubica en los cuernos de un dilema: nuestro único camino para reducir estos costos es aumentar la regulación, reemplazando la confianza moral con una calidad menor de confianza. Esto conduce a abstenernos de los beneficios de la confianza moral. Sin embargo, este trade-off parece inevitable" Colombo, 2010:876

Según Colombo, en EEUU se sancionaron una serie de leyes federales para el mercado de valores desde 1930 al 2010 que dan cuenta de que "frente a la calamidad económica, la restauración o preservación de la confianza -especialmente la confianza del inversor- es el "*Paramount*" de nuestras instituciones y mercados financieros"

La crisis de la industria de los servicios financieros y la recesión de los años 2008-2009 se precipitó por un quiebre en la confianza. El quiebre se manifestó en la toma de



UCA

Pontificia Universidad Católica Argentina
"Santa María de los Buenos Aires"
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Investigación "Francisco Valsecchi"

riesgos imprudente por parte de algunos y en la negligencia en el cumplimiento del deber por parte de otros. Ese quiebre llevo a los bancos a temer dar préstamos y a los inversores a huir de los mercados de capitales. Además para la misma época hubo un aumento (en frecuencia y severidad) de fraudes (Maddoff, Dreier, Stanford), que fueron posibles por los quiebres de confianza y que contribuyeron aún más a la erosión de la confianza del inversor. Consistentemente con el patrón histórico de las regulaciones del mercado de valores, dicha crisis llevo a re-examinar el régimen regulatorio y a la sanción de varias reformas. Las reformas generalmente incluyen la imposición de más supervisión regulatoria e involucran la promulgación de más reglas sobre el mundo financiero y de los negocios.

Las reformas se basan en la presunción de que la regulación puede restaurar la confianza del inversor. O que si tal restauración no se puede efectuar, la regulación al menos puede servir para crear puentes sobre las brechas provocadas por el deterioro de la confianza, proveyendo un medio a los participantes del mercado para volver a realizar transacciones de modo seguro.

Colombo critica esta presunción con varias objeciones y preguntas. ¿Puede la regulación servir como refuerzo y reparación de las relaciones que dependen de la confianza? Y en la ausencia de confianza, ¿puede la regulación servir como un sustituto efectivo de la confianza? En síntesis, se pregunta ¿Qué tan limitada es la capacidad de la regulación de resucitar una economía ahogada por la falta de confianza?

La confianza es indispensable pero es un frágil commodity. Los quiebres, especialmente los repetidos frecuentes, severos o ampliamente difundidos realizan grandes daños. La ley a veces logra salvaguardarla y otras veces la debilita.

XI. Qué hacen las empresas para ganar la confianza del inversor

Habiendo finalizado el análisis de Ronald Colombo, que trata la confianza entre los inversores y los agentes del mercado de valores, a continuación, siguiendo a otros autores se presentan algunas iniciativas realizadas por empresas para ganar la confianza de los inversores.



Pontificia Universidad Católica Argentina
"Santa María de los Buenos Aires"
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Investigación "Francisco Valsecchi"

Ruiz-Palomino et al (2015) afirma que una tradicional visión del negocio es maximizar el valor de los accionistas. Sin embargo, el desarrollo y el avance en la teoría de los stakeholders requiere que todos los agentes estén alineados en las decisiones de negocio que repercutan en las cuentas en el curso normal de la actividad de la firma, con el objetivo de crear valor de una manera sostenible y en el largo plazo. Por lo tanto, el objetivo de negocio debería ir al compás no solo de un buen comportamiento financiero, sino también de alcanzar metas sociales, especialmente las que pueden atraer la atención de los accionistas clave.

La evolución financiera de las firmas podría beneficiarse de la responsabilidad social y medio ambiental que ellas asuman una asociación positiva entre el medioambiente, lo social y lo financiero. El importante esfuerzo para implementar sistemas de gestión que puedan mejorar la calidad, la ética, y las prácticas sociales y medioambientales han emergido en ciertos sectores en las últimas décadas. Sin embargo, los temas sociales y medioambientales a menudo son excluidos de procesos productivos, quizá por los altos costos financieros y las limitadas fuentes disponibles de financiamiento para las compañías, especialmente para las empresas pequeñas y medianas. Muchos directivos de empresas piensan que el costo de implementar sistemas de gestión medioambiental es mayor que los beneficios que podrían generar.

Ruiz Palomino et al. Busca analizar en un contexto turbulento determinado, si los esfuerzos de las firmas que actúan con responsabilidad social y medioambiental son finalmente amortizados. Los autores consideraron que cada firma en un escenario negativo con una buena gestión medioambiental y social le permite tener una fuerte reputación corporativa o recibir un mejor trato por parte de los inversores. La práctica ética es sabida como un factor clave a largo plazo, que contribuye a relaciones estables con los socios así como para establecer confianza entre compañías y todas sus partes involucradas en su negocio.

Para lograr una buena gestión medioambiental y social, los autores afirman que la gestión social y medioambiental debe fundarse sobre la ética. Asimismo, citan algunas políticas que las empresas implementan para ello como:



UCA

Pontificia Universidad Católica Argentina
"Santa María de los Buenos Aires"
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Investigación "Francisco Valsecchi"

- a) minimizar lo máximo posible el uso de recursos naturales utilizados en la producción de bienes o en la entrega de servicios;
- b) reusar y reciclar bienes y materiales en la medida de lo posible;
- c) establecer y seguir buenos criterios de gobernanza;
- d) asegurar los derechos de los trabajadores;
- e) asegurar la seguridad del producto;
- f) implementar practicas saludables y de seguridad social;
- g) adoptar educación medioambiental y programas de entrenamiento y;
- h) cooperación con los proveedores para conseguir calidad y objetivo de derechos humanos a través de ese canal.

XII. RSE y desempeño en el mercado de capitales

Ruiz Palomino et al. Estudiaron el comportamiento de dos índices del mercado de capitales español, el FTSE4Good IBEX, el cual incluye solo compañías de medioambientalmente y socialmente responsables y el su tradicional comparable, el índice IBEX 35. El comportamiento en términos de rentabilidad-riesgo, reflejados en ambos índices fue analizado en un desafiante periodo como fue entre Abril de 2008 y Agosto de 2011, marcado por una crisis global económica y financiera.

En principio los dos índices deberían tener un patrón de comportamiento similar, sin embargo, cuando sacamos las firmas incluidas simultáneamente en los dos índices observamos que el FTSE4GOOD logra retornos más elevados en línea con inversiones que generalmente tienen más volatilidad o mayor prima de mercado.

De acuerdo a lo postulado más arriba, esto demuestra que los criterios con responsabilidad medioambiental y social están asociados con un robusto comportamiento financiero, incluso durante la crisis financiera. Durante la crisis económica y financiera, el compromiso con empresas que integran aspectos Medioambientales, Sociales y de Gobernanza (ESG) en sus estrategias, más allá de simplemente cumplir con las regulaciones gubernamentales, recuperan la confianza de



UCA

Pontificia Universidad Católica Argentina
"Santa María de los Buenos Aires"
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Investigación "Francisco Valsecchi"

las partes involucradas en la empresa, incluso, de los inversores. Ruiz Palomino et al afirman que han demostrado que las empresas que trabajan bajo una responsabilidad medioambiental y social, logran similares o superiores retornos que los competidores más convencionales. Los autores afirman que sus resultados se hacen extensibles a la literatura previa, y se concluye que las firmas disfrutaban de un efecto colchón en entornos hostiles cuando ellas tienen un estándar medioambiental y social. Por tanto, conformarían inversiones más confiables.

XIII. Los fondos de inversión que confían en empresas socialmente responsables

De acuerdo con Rivoli (2003) la inversión socialmente responsable (Social Responsible Investment, SRI) es un poderoso vehículo para lograr retornos competitivos de una cartera de inversión además de lograr un cambio social positivo, *do well by doing good*. Citamos textualmente

"I argue that, though a simplistic application of perfect markets finance theory would support the skeptics views, there are a number of cases in which mainstream finance theory (and evidence) supports the argument that SRI screening can positively affect corporate behavior and lead to better social outcomes"³ (Rivoli, 2003: 272).

De acuerdo con Rivoli (2003) la práctica en Inversión Socialmente Responsable SRI se diferencia de las inversiones tradicionales en 3 aspectos:

1. Se consideran factores éticos y sociales, además de los económicos, para tomar decisiones de inversión. Por ejemplo, se incorporan a la cartera firmas con buenas prácticas y comportamientos socialmente responsables y se dejan de lado las de la industria tabacalera, los juegos de azar, la producción de armas.
2. Se busca influir en el comportamiento de las corporaciones a través de mecanismos de gobernanza

³ "Argumento que aunque una aplicación simplista de la teoría financiera de mercados perfectos daría soporte a las visiones escépticas, hay muchos casos en los que la teoría financiera (y evidencia) del mainstream da soporte al argumento de que la selección que hacen los fondos socialmente responsable puede afectar el comportamiento corporativo y conducir a mejores resultados sociales"



UCA

Pontificia Universidad Católica Argentina
"Santa María de los Buenos Aires"
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Investigación "Francisco Valsecchi"

3. algunos fondos de SRI se comprometen directamente en hacer inversiones con un impacto social directo, como en micro empresas o familias con un bajo poder adquisitivo.

El objetivo está claro, sin embargo no tiene todavía mecanismos para medir de forma sistemática si los resultados sociales han sido alcanzados. ¿Qué mecanismos hacen que estos mejores resultados ocurran? ¿Qué resultados sociales son mejores que otros? ¿Medioambiente más limpio? ¿Mejores condiciones laborales o menor consumo de tabaco?

Rivoli considera que la SRI tiene dos pilares: el gobierno corporativo y el escrutinio social. Ambos tienen influencia en el comportamiento de los directivos de las empresas y además algunos entes reguladores (como la SEC *Securities and Exchange Commission*) está mirando con más simpatía lo social. Por otra parte, no es que los accionistas apoyen multitudinariamente esta dimensión social, pero la dirección de la empresa no lo ignora completamente. En general, el apoyo del accionista a las políticas sociales ha sido demasiado poco como para ganar la mayoría de los votos, pero demasiado importante para ser ignorado por la dirección.

La intención de los inversores socialmente responsables es que sus acciones "hagan la diferencia" asumiendo que el comportamiento corporativo estará condicionado por pasar un filtro social. Entendiendo que las firmas están preocupadas por el precio de su acción, ellas también se mostrarán preocupadas por ser seleccionadas o no seleccionadas en las carteras de SRI. Es razonable que los directores quieran ser seleccionadas como buenas firmas y, por lo tanto, tendrán incentivos para ser una buena compañía.

De acuerdo con Rivoli, la SRI afectará a las compañías a través del efecto en el tamaño del espectro de inversión de los inversores. El gobierno corporativo no cambiará el comportamiento de una firma mala, pero el escrutinio social de los inversores puede dar un incentivo a una firma mala para cambiar y entrar en la base de datos de los inversores para ser susceptible de inversión.

XIV. La publicación del balance social de las empresas y su impacto en la confianza de los inversores

De acuerdo con Nakai et al (2013) la Responsabilidad Social Corporativa (CSR) se refiere al comportamiento voluntario de una firma que integra los problemas ambientales y sociales dentro de sus operaciones de negocio sin sacrificar sus beneficios. Japón es uno de los países con más número de compañías que emiten balances sociales o informes de responsabilidad social corporativa (RSE) en el mundo. A las firmas les gustaría saber, sin embargo, si lo que ellas invierten en RSE genera un beneficio.

Las compañías que pertenecen al índice de *Inversiones Socialmente Responsables de Morningstar* (MS-SRI) (es el primer índice japonés de inversión socialmente responsable) son percibidas como unas de las que más altos niveles de RSE tienen. Cuando las empresas bajan su nivel de actividad en RSE son penalizadas abandonando el índice. Esta recompensa o penalización se muestra en el comportamiento del precio de la acción de la compañía.

Nakai et al. citan diversos estudios de distintos mercados que examinan cómo el precio de las acciones reacciona en el mercado con el anuncio de inclusión en el índice de SRI. Por ejemplo, Curran y Moran (2007) identificaron que en 5 anuncios de inclusión o eliminación del índice, solamente uno de ellos tuvo un efecto estadístico significativo. Por lo tanto, concluyeron que el mercado de valores del Reino Unido no aprecia las actividades de RSE. Consolandi (2009), estudió firmas europeas y el efecto en el precio de las acciones de la inclusión o salida del Índice *Dow Jones Sustainability Stoxx (DJSI)*. Consolandi concluyó que el mercado penaliza salidas inesperadas del Índice SRI, mucho más que la apreciación por la inclusión en el índice. Robinson (2011) estudió en empresas americanas el impacto en el corto plazo y en mediano plazo de la inclusión o eliminación del DJSI -usando datos entre 2003 y 2007-. Robinson concluye que, al revés que en Europa, la respuesta a una inclusión en dicho índice es más grande que la de una salida del mismo.



UCA

Pontificia Universidad Católica Argentina
"Santa María de los Buenos Aires"
Facultad de Ciencias Económicas
Departamento de Investigación "Francisco Valsecchi"

Nakai et al, consideran que el Índice japonés MS-SRI es más apropiado que los índices usados en los otros estudios porque la inclusión en el índice no solo está basada en los estándares de RSE sino también en su fortaleza económica. En el caso del MS-SRI las compañías están seleccionadas de un universo de 3600 incluyendo también pequeñas corporaciones. En los estudios mencionados arriba se analizaban mercados maduros como el europeo o el norteamericano, en cambio en Japón la implementación de RSE es relativamente nueva entre los inversores. También por esto último, las firmas reaccionan de manera importante ante una inclusión en el índice.

Según Nakai et al. En el Índice MS-SRI se publica una lista con 150 compañías de una base total de 3600 firmas. Hay dos criterios fundamentales para ser incluido en el índice: un estándar de liquidez y el estándar social. El estándar social consiste en 5 principios: gobernanza y responsabilidad, mercado, empleo, contribución social y medio ambiente. La forma de hacer la selección para la inclusión en este índice hace que pequeñas compañías puedan formar parte del mismo.

Según Nakai et al. El resultado empírico del efecto en las acciones que han sido eliminadas del índice, revela que el precio de la acción no fue afectado por un anuncio de eliminación del índice con excepción del año 2004. Es decir, un anuncio de eliminación del índice MS-SRI no afectaba al precio de las acciones.

Según los autores un punto a discutir es la asimetría en las reacciones en las diferentes áreas geográficas y los cambios en el comportamiento del inversor hacia RSE a través del tiempo. Los inversores en el mercado de Japón han reaccionado al anuncio de una buena valoración en RSE por parte de una firma, mientras que no parecen considerar una eliminación del índice como un factor negativo. Los inversores en Europa reaccionaron a una eliminación del índice más que lo que ellos mismos lo hicieron al incorporarlo. Los inversores japoneses reaccionaron positivamente a la incorporación en el índice MS-SRI y ante un anuncio de eliminación del índice no les afectó significativamente al precio de la acción de la compañía.

Los autores concluyen que los inversores en Japón tienen todavía que considerar la RSE como un factor de inversión indispensable, tal y como los inversores europeos ya lo hacen. Los inversores americanos evalúan la RSE de manera similar a los inversores

japoneses. Pero la tendencia es que en los últimos años los beneficios de RSE han sido mejor valorados y los inversores han empezado a evaluar positivamente la inclusión al índice SRI.

XV. El foco en lo medio-ambiental y la confianza de la inversión

De acuerdo con Lee et al (2016), la consultora Accenture, juntamente con la United Nations Global Compact, reportaron en 2010 una encuesta a Chief Executive Officer’ (CEOs’) donde se afirmaba que el 93% de los encuestados creen que el cambio climático y la sostenibilidad será crítica para el éxito futuro de sus negocios. Elkington había definido las tres dimensiones de la sustentabilidad como el “*triple bottom line*”, que corresponden al medio ambiente, la económica y la social. Sin embargo, los estudios recientes se están focalizando más en la responsabilidad con el medio ambiente (por ejemplo, reducción de emisiones de CO₂, o calentamiento global) presionados por los medios y por las stakeholders de la empresa.

Según Lee et al. El objetivo de su estudio es examinar la relación entre la responsabilidad medioambiental y la evolución de la empresa usando el modelo ESG (Medioambientales, Sociales y de Gobernanza) de Corea. Este país es una de las 10 economías pertenecientes a la OECD (*Organization for Economic Co-operation and Development*) y uno de los principales líderes en manufacturas en los países industriales. En 2008, el gobierno Coreano introdujo una estrategia de crecimiento verde reduciendo emisiones de carbón, creando así nuevas oportunidades de negocio para las empresas.

De acuerdo a los autores, hay investigaciones que sugieren que las organizaciones pueden lograr mejores evoluciones medio ambientales y económicas si estas van de la mano. Como resultado, las firmas pueden mejorar con un ahorro de costos y una mejor productividad, al mismo tiempo que reducen el impacto medioambiental, consiguiendo un resultado “win-win”. Sin embargo, se presume que este resultado sería complicado alcanzarlo en el corto plazo ya que los propietarios y accionistas se focalizan en la rentabilidad, mientras que los “stakeholders” se muestran más preocupados por los impactos medioambientales o por la sostenibilidad social.

Según Lee et al. Existen muchos estudios que han evaluado la relación entre el comportamiento del medioambiente y el financiero y se han encontrado con conclusiones mixtas (positivas, negativas o sin ninguna correlación). Lee et al, se proponen testear las siguientes hipótesis en nuestro estudio:

- H1. La responsabilidad medioambiental (Environmental Responsibility) afecta positivamente a la evolución financiera de una empresa (ROE).
- H2. La responsabilidad medioambiental (ER) afecta positivamente a la evolución operativa de una empresa (ROA).

El estudio de Lee et al. Se basa en datos medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG) medidos por el Servicio de Gobernanza Corporativa de Corea, los cuales se especializan en proveer información objetiva, relevante, auditable y sistemática a inversores institucionales y profesionales en Corea. En este documento, ponemos foco en la Responsabilidad Medioambiental (ER) usando seis factores de evaluación medioambiental que provienen del ESG de Corea. Los datos usados están limitados a compañías del KOSPI (índice bursátil de Corea

Los autores concluyen que se confirma su hipótesis (H1) que el ER afecta positivamente al comportamiento financiero de la empresa. También encontraron que el gasto en Investigación y Desarrollo no afectaba el comportamiento financiero o medioambiental de empresas con responsabilidad medioambiental. Esto es muy interesante puesto que estudios previos decían que el gasto en Investigación y Desarrollo jugaba un papel muy importante.

XVI. Bibliografía

- Colombo, R. (2010) Trust and the Reform of Securities Regulation, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol.35, pp. 829-877
- Lee, K.H., Cin, B.C, Lee, E.Y. (2016) Environmental Responsibility and Firm Performance: The Application of an Environmental, Social and Governance Model, *Business Strategy and the Environment*, 25, 40–53.
- Nakaia, M., Yamaguchib, K., Takeuchia, K. (2013) Sustainability membership and stock price: an empirical study using the Morningstar-SRI Index, *Applied Financial Economics*, 23, 71–77
- Rivoli, P. (2003) Making a Difference or Making a Statement? Finance Research and Socially Responsible Investment, *Business Ethics Quarterly*. Volume 13, Issue 3, pp. 271-287
- Ruiz-Palomino, P. ,del Pozo-Rubio, R. ,Martínez-Cañas, R. (2015) Risk and return characteristics of environmentally and socially responsible firms in Spain during a financial downturn: 2008–2011, *South African Journal of Business Management*, 46(2) 65