

**RIESGO CONDUCTUAL EN EL MERCADO DE VALORES EN
COLOMBIA ENTRE 2010 y 2015**

**TRABAJO PRESENTADO COMO REQUISITO PARCIAL PARA OPTAR AL
TÍTULO DE MAGÍSTER EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**

Sandra Lorena Santa Ramírez

Asesor: John Jairo García Rendón Ph. D.

**UNIVERSIDAD EAFIT ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA
MEDELLÍN
2016**

Riesgo conductual en el mercado de valores en Colombia entre 2010-2015

Sandra Lorena Santa Ramírez

ssantar@eafit.edu.co

Resumen

Durante los últimos años, la teoría financiera y económica se ha interesado en estudiar los factores que influyen la toma de decisiones, y en por qué, a pesar de que los individuos analizan todas las opciones posibles para tomar decisiones óptimas, en muchas ocasiones esto no sucede, debido a los mecanismos de incentivos a los que los individuos se ven expuestos. Cuando este tipo de situaciones ocurre, se habla de la probabilidad de materialización del riesgo conductual, el cual se define como la posibilidad de que los individuos tomen decisiones inadecuadas en el entorno de los mercados de valores y alteren la libre concurrencia de los mismos. Con este trabajo, se pretende identificar, clasificar y analizar el riesgo conductual en el mercado de valores de Colombia, por medio de la revisión de las actas de terminación anticipada, expedidas a las personas naturales vinculadas durante el período 2010-2015, y publicadas por el Autorregulador del Mercado de Valores.

Palabras clave: riesgo conductual, toma de decisiones, conductas, prácticas inapropiadas, mercado de valores.

Clasificación JEL: D03, D81, G31, O16.

Contenido

Introducción.....	5
1. El riesgo: qué es, cómo se caracteriza y en qué consiste su administración	7
2. El riesgo conductual derivado del acto de toma de decisiones: estado del arte y revisión de literatura.....	10
3. Riesgo conductual, una nueva realidad que debe ser valorada y administrada: caso colombiano, a luz de la literatura internacional.....	17
4. Metodología y resultados	21
5. Conclusiones	28
Referencias bibliográficas	31
Anexos	35

ILUSTRACIONES

Ilustración 1. El triángulo de riesgos	19
Ilustración 2. Ocurrencia de ATA por año	23

TABLAS

Tabla 1. Tipología de riesgo y definición.....	7
Tabla 2. Clasificación de las conductas.....	24

ANEXOS

Anexo 1. Ocurrencia y participación de las conductas que atentan contra el Reglamento del AMV	35
Anexo 2. Artículos omitidos/violados del Reglamento de AMV	36

INTRODUCCIÓN

Cada día es más relevante para la teoría económica el comprender cómo los individuos actúan en el proceso de toma de decisiones. La teoría neoclásica de la economía habla sobre la racionalidad del individuo y su interés por maximizar su utilidad, pero estos supuestos parecieran no ser suficientes para explicar dicho proceso. Por esta razón, los estudios más recientes de la economía se han enfocado en entender cómo factores externos asociados al campo de la psicología, la antropología, la sociología y la ética pueden influir en los agentes y determinar sus decisiones. Esta serie de estudios han dado pie a una nueva rama de la economía conocida como Neuroeconomía, con la cual se demuestra que esos factores pueden influir en el entorno del individuo y, por ende, en la organización en la que se desempeña o en el mercado en el que participa.

La economía tiene como uno de sus supuestos la racionalidad de los agentes; sin embargo, hechos recientes como la crisis financiera de 2008 en Estados Unidos han demostrado que, cuando los agentes que participan del mercado financiero toman decisiones que tienen efectos de riesgo, se ven influenciados por una serie de factores externos que pueden provocar decisiones erradas. En consecuencia, puede afectarse la libre competencia del mercado, la formación de precios, e incluso, puede derivar en efectos adversos para las firmas en las que estos trabajan, generando sanciones económicas que tienen efectos de carácter reputacional. Para determinar cómo estos comportamientos impactan los mercados, se han realizado estudios que no solo analizan la influencia de esos factores, sino que también tienen en cuenta los riesgos a los que se exponen los agentes ante la toma de ese tipo de decisiones. Particularmente, se enfocan en lo que se conoce como riesgo conductual, el cual se define como la materialización de una posible pérdida ante el resultado de una decisión que es, o errada, o que no ha sido tomada por los individuos, y que tiene implicaciones éticas; es decir, en por qué los individuos, a pesar de conocer que sus decisiones son perjudiciales, se mantienen en ellas.

Dado que en Colombia no existe una identificación de ese riesgo, con base en las conductas y prácticas inadecuadas que han ocurrido en el mercado de valores, este trabajo tiene como objetivo evidenciar la materialización de dichas conductas y prácticas en el mercado financiero en Colombia, de acuerdo con lo establecido por el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) durante el período 2010-2015. Este trabajo de investigación es útil, porque informa sobre este fenómeno en Colombia y sobre cómo puede materializarse; además, puede ser una fuente de consulta para áreas de control interno y de riesgo, de entidades financieras que pretendan identificar y generar sistemas de administración de este tipo de riesgo.

Con la presente investigación se busca identificar, clasificar y analizar las conductas y prácticas inapropiadas más representativas del mercado de valores en Colombia, a partir de la revisión de las actas de terminación anticipada (ATA) de AMV, a las que se han adscrito personas naturales vinculadas (PNV) durante el período 2010-2015, para enmarcarlas en las definiciones de riesgo conductual aplicadas en el contexto internacional y generar estadísticas sobre el fenómeno de estudio.

Este documento se desarrolla en tres partes: la primera, es un acercamiento a las definiciones planteadas por algunos autores, en lo concerniente al riesgo y sus categorías, a los elementos de administración de riesgo y a la importancia de su aplicación en las empresas. La segunda, se enfoca en la presentación de una nueva categoría de riesgo que ha sido estudiada por una de las escuelas de pensamiento económico más jóvenes, conocida como Economía del Comportamiento, o Neuroeconomía, la cual argumenta que las decisiones que toman los individuos están influenciadas por una serie de factores que pueden determinar el comportamiento de los mercados y la asignación de recursos en estos. La tercera, se refiere al caso colombiano en el que se desarrolló la metodología, y da cuenta de los resultados del análisis de la información provista en las actas de terminación anticipada del Autorregulador del Mercado de Valores, para el período de estudio.

1. EL RIESGO: QUÉ ES, CÓMO SE CARACTERIZA Y EN QUÉ CONSISTE SU ADMINISTRACIÓN

El riesgo es uno de los conceptos de mayor relevancia en el campo de las finanzas, y de forma particular influye en la toma de decisiones de los individuos y las empresas. Adicionalmente, tiene una relación intrínseca con la palabra *retorno*. Según De Lara (2005), el riesgo es importante no solo en esa toma de decisiones, sino también en los procesos de inversión. Es por ello que una definición de riesgo asociada a dichos procesos tendrá que ver con la probabilidad de ocurrencia de un evento adverso que genere o no pérdidas económicas. En otras palabras: “El concepto de riesgo se relaciona con las pérdidas potenciales que se pueden sufrir en un portafolio de inversión” (p. 13). El retorno se explica como la rentabilidad generada sobre los activos, la cual se materializa a partir de la asunción del riesgo; esto es: a mayor riesgo, mayor rentabilidad; sin embargo, existen muchos tipos de riesgo que afectan esas decisiones y(o) los retornos del portafolio, e incluso, los resultados económicos en las instituciones financieras. En la tabla 1 se presenta un resumen de los principales tipos de riesgo a los que la mayoría de las empresas están expuestas.

Tabla 1. Tipología de riesgo y definición

Tipo de riesgo	Definición
Riesgo de mercado	Posibilidad de que las entidades incurran en pérdidas asociadas a la disminución del valor de sus portafolios y a las caídas del valor de las carteras colectivas o fondos que administran, como resultado de cambios en el precio de los instrumentos financieros en los cuales se mantienen posiciones dentro o fuera del balance.
Riesgo de crédito	Posibilidad de que una entidad incurra en pérdidas y se disminuya el valor de sus activos, como consecuencia de que sus deudores, o fallen en el cumplimiento oportuno, o cumplan imperfectamente los términos acordados en los contratos de crédito.
Riesgo de liquidez	Contingencia de no poder cumplir: plenamente, de manera oportuna y eficiente, los flujos de caja esperados e

	inesperados, vigentes y futuros, sin afectar el curso de las operaciones diarias o la condición financiera de la entidad.
Riesgo operacional	Posibilidad de incurrir en pérdidas, por deficiencias, fallas o inadecuaciones, ya sea en el recurso humano, los procesos, la tecnología o la infraestructura, o por la ocurrencia de acontecimientos externos. Esta definición incluye el riesgo legal y el reputacional asociados a tales factores.
Riesgo legal	Posibilidad de pérdida en que incurre una entidad al ser sancionada u obligada a indemnizar daños, como resultado del incumplimiento de normas o regulaciones y obligaciones contractuales. El riesgo legal surge también como consecuencia de fallas en los contratos y transacciones, derivadas de actuaciones malintencionadas, de negligencia o de actos involuntarios que afectan la formalización o ejecución de contratos o transacciones.
Riesgo reputacional	Posibilidad de pérdida en que incurre una entidad, por desprestigio, por mala imagen o por publicidad negativa, cierta o no, respecto de la institución y sus prácticas de negocios, que cause pérdida de clientes, disminución de ingresos o procesos judiciales.

Fuente: construcción propia, basada en Superintendencia Financiera de Colombia (2002; 2006; 2007; 2009).

Los riesgos antes mencionados se pueden materializar por una serie de factores que pueden ser tanto internos como externos a las organizaciones. Tal como lo describe Fernández (2008), el riesgo puede darse por causas internas o externas a la organización. En el caso de las primeras, obedecen al curso normal del negocio; además: “Una porción de éstas puede anticiparse y ser cubierta dentro de los planes del negocio; las otras, sin embargo, no pueden anticiparse” (p. 51); pero, predecir el impacto de ambas y su frecuencia puede no ser fácil para las áreas que administran este tipo de riesgo dentro de las organizaciones.

Por esto, se hace indispensable establecer un sistema de administración para estos riesgos, en donde la junta directiva, los ejecutivos y los mismos empleados juegan un papel fundamental. Según Soler et ál. (1999), aunque el lineamiento sobre la gestión de estos riesgos debe

provenir inicialmente de la alta gerencia, su papel no debe ceñirse únicamente al proceso de implementación; también debe hacerse responsable de las decisiones que se tomen y de las etapas posteriores de dicha gestión, con el fin que se controle y se monitoreen las políticas definidas. Sobre el particular, hace hincapié en la necesidad de establecer áreas independientes que apoyen a la alta dirección y a las demás áreas involucradas, con el fin de:

- Asegurar una relación eficiente entre rentabilidad y riesgo.
- Garantizar que el nivel de riesgo asumido está acorde con el objetivo de solvencia y con los límites definidos por los órganos rectores de la empresa (p. 2).

Aquí adquiere relevancia el que las empresas estén en capacidad de implementar sistemas de administración de riesgo enfocados a mitigar los eventos. En este sentido, la Superintendencia Financiera de Colombia (2006) ha trazado una serie de lineamientos que ha dado a conocer por medio de circulares. A manera de ilustración, se citan los definidos en la Circular de Administración de Riesgo Operacional 046, la cual define un sistema de administración de riesgo como:

Conjunto de elementos tales como políticas, procedimientos, documentación, estructura organizacional, registro de eventos de riesgo, órganos de control, plataforma tecnológica, divulgación de información y capacitación, mediante los cuales las entidades vigiladas identifican, miden, controlan y monitorean el riesgo (pág. 3).

En términos de conductas y prácticas inadecuadas, el AMV ha desarrollado reglamentos y manuales que dan pautas sobre la debida administración del riesgo conductual. Dichos documentos han sido construidos en conjunto con la industria, es decir, desde la experiencia, e intentan recoger los principales casos de materialización de los riesgos y la forma como, desde la administración, se han tomado los correctivos necesarios, se han implementado políticas y se ha gestionado el riesgo.

2. EL RIESGO CONDUCTUAL DERIVADO DEL ACTO DE TOMA DE DECISIONES: ESTADO DEL ARTE Y REVISIÓN DE LITERATURA

En el mundo financiero es común encontrar situaciones en las cuales los individuos que participan del mercado encuentran más motivos para tomar decisiones no adecuadas que adecuadas, con el fin de conseguir la utilidad que creen es posible, sin importar las consecuencias que ello pueda traer en el comportamiento del mercado. En palabras de Loewenstein y Sutherland (2014), a las personas les disgusta más la posibilidad de perder algo, que tener una ganancia equivalente; y es por esto que les resulta más difícil renunciar, que considerar la posibilidad de recibir algo en proporción (Samson, 2014).¹

Desde finales de los setenta, autores como Kahneman y Tversky (1979) empezaron a evidenciar que las decisiones tomadas por los individuos en un ámbito de incertidumbre, a pesar de haber evaluado las pérdidas o ganancias de las mismas, usualmente no son las favorables. Esta teoría, conocida como teoría de la prospectiva, detalla cómo las personas cuando deben tomar decisiones actúan por inducción a la situación, lo que los autores describen como *framing*. El anterior concepto permite comprender por qué los individuos, a pesar de evaluar las consecuencias, pueden tomar malas decisiones y estar motivados más por el deseo de ganar que por la probabilidad de ocurrencia de ese resultado.

En años recientes, este problema también ha sido abordado desde el campo de la ética en las finanzas, en trabajos como el de Fernández (2011), quien muestra cómo:

Los problemas de moral *hazard* en las relaciones principal-agente, el *free riding*, la creciente especulación financiera (como los fondos buitres, los esquemas Ponzi de Madoff o los créditos *subprime*), son ejemplos de la separación actual que existe entre la ética y las finanzas. Sin embargo, dicha separación no es exclusiva del sector financiero, sino que

¹ “This happens because we dislike losses more than we like an equivalent gain: Giving something up is more painful than the pleasure we derive from receiving it” (pág. 2). Traducción propia.

involucra a todo el ámbito económico. Las finanzas, como rama de la economía, heredaron de esta última su visión con respecto a la ética (s. p.).

Por eventos como los antes mencionados por el autor, la riqueza de la producción literaria en este campo ha sido mayor en los últimos diez años, puesto que se han desarrollado las interpretaciones de riesgo conductual y su administración, en la medida en que las organizaciones han quedado más expuestas a este riesgo como consecuencia de los intereses que tienen los individuos. Parte de ese riesgo está relacionado con la confianza que depositan las organizaciones en sus empleados, para que tomen decisiones que sean pertinentes para encontrar el mejor beneficio para ambos. De acuerdo con Nina Mazar y Dan Ariely, citados por Samson (2014), la deshonestidad en la toma de decisiones es producto de los propios intereses de los individuos, y no es más que el resultado de la influencia de mecanismos de compensación tanto internos como externos que afectan esas decisiones.²

A nivel internacional, algunas consultoras y organizaciones de diferentes sectores han adelantado investigaciones para determinar el impacto de este riesgo en el entorno empresarial. En el informe de KPMG (Ritchie, 2013), se resalta que el riesgo conductual es uno de los menos estudiados, pero que cobra mayor relevancia en las empresas, e incluso es responsable en gran proporción de la materialización de otros riesgos, como el legal y el reputacional.

² Para Mazar & Ariely, 2006, en Samson, 2014:

In human relationships, deception is often considered a violation of trust, while in standard economics, dishonesty can be seen as a natural by-product of actors with self-interested motives. However, the BE perspective does not consider humans to be more honest; rather, it takes a more social-psychological perspective by showing that dishonesty is not just about tradeoffs between external incentives (such as material gain) and costs (such as punishments). Dishonesty is the product of situations as well as both internal and external reward mechanisms, which often involves self-deception—the reframing of dishonest acts (e.g. not declaring all of your income to the tax authorities) in a way that makes them appear less dishonest (pág. 7). Traducción propia.

De acuerdo con este informe, entre las características más relevantes de dicho riesgo se incluyen:

- En la mayoría de los casos no es una sola práctica visible. El tiempo demuestra que es más fácil la materialización del riesgo cuando son varias prácticas pequeñas las que convergen³.
- Para que una conducta desaparezca, es necesario encontrar los incentivos que la provocan⁴.

Entre 2009 y 2014, países como Australia y el Reino Unido han enfocado sus esfuerzos en fortalecer los regímenes de conducta de los bancos y en darles herramientas a sus entidades supervisoras, para regular con mayor fuerza dicha actividad.

En el estudio de KPMG (Ritchie, 2013) también se resumen una serie de ejemplos recientes de eventos materializados a causa del riesgo conductual, entre los que vale la pena resaltar:

- Banco Santander (s. f.): el costo de atender demandas por el incumplimiento del deber de asesoría en la venta de productos estructurados, por parte de los gerentes comerciales, ascendió a £1,5 millones⁵. Esta conducta se materializó porque los asesores comerciales estaban influenciados por la necesidad de cumplir sus metas comerciales y comisionar.
- HSBC (s. f.): multas por £ 10,5 millones por errores en la asesoría y venta de productos de inversión.
- Sistema Financiero de Estados Unidos: en el período 2008-2010, pagó \$445 millones de dólares, por prácticas engañosas, desleales y abusivas en el mercado de valores⁶.

³ “[...] Aggregation of many events, most small ticket items, same not” (Ritchie, 2013, pág. 5). Traducción propia.

⁴ “Waterbed Effect: clearing up one issue may move the problem if incentive not fixed” (Ritchie, 2013, pág. 5). Traducción propia.

⁵ \$2.279.850 millones de dólares y \$15.958.950 millones de dólares respectivamente. Re expresado en dólares teniendo en cuenta la tasa de cambio GBP/USD= 1,5199 del 31 de marzo de 2013 publicada en http://www.exchangerates.org.uk/GBP-USD-31_03_2013-exchange-rate-history.html

⁶ Santander: “Misleading literature on structured products and coverage by FSCS. HSBC: Investment advice and sale of investment products by NHFA. US\$445M unfair, deceptive, abusive act and practices” (KMG, 2013, pág. 7). Traducción propia.

Blacker & McConnell (2015) han estudiado ampliamente este concepto y sus implicaciones. En asesoría con otro grupo de analistas, los autores definieron el riesgo conductual como actos ilegales o no éticos, que violan la responsabilidad fiduciaria o la confianza del público y que son cometidos por un individuo o por una organización, por lo general durante el curso de una actividad profesional legítima. Los individuos suelen pertenecer a un alto estrato de la sociedad o son respetados en su organización, y su único propósito es obtener beneficio, ya sea personal o para la organización.⁷

El área de conocimiento llamada economía del comportamiento se ha encargado de estudiar la conducta de los individuos, y cómo una serie de factores sociales, psicológicos y del entorno afectan la toma de decisiones económicas, trayendo posibles consecuencias que se materializan en los mercados, y que pueden afectar la asignación de recursos. Según Brandts (2009), los aportes de la economía del comportamiento se derivan de la inclusión de aspectos de psicología, sociología y antropología en un intento por explicar cómo las decisiones de los individuos pueden afectar la libre competencia en el mercado y la formación de precios.

Cătoi y Teodorescu (2004) trajeron a la discusión tres modelos de toma de decisiones: el modelo freudiano, el modelo verbleniano y el hobbesiano. Según Sebastian (2014), el primero, hace referencia a la teoría psicoanalítica de Freud, en donde se explica el comportamiento de los consumidores en términos de sus condiciones culturales y biológicas, y se centra en el estudio de sus actitudes y la motivación. El segundo, define el comportamiento como resultado de que los individuos obtengan reconocimiento y prestigio dentro de la sociedad, por lo que es un modelo más de carácter social. El tercero, también llamado modelo de factores de organización, formula la idea de que, dentro del proceso de toma de decisiones, los individuos se centrarán en factores racionales relacionados con el interés de la organización.⁸

⁷ “Illegal or unethical acts that violate fiduciary responsibility or public trust, committed by an individual or organization, usually during the course of legitimate occupational activity, by persons of high or respectable social status for personal or organizational gain” (pág. 14). Traducción propia.

⁸ Según Sebastian (2014):

The first one starts from the psychoanalytic theory of Freud, explaining the consumer’s behavior in terms of cultural and biological elements that are associated with consumers. This model focuses on

Por discusiones como la anterior, la neuroeconomía surge como una teoría alternativa, para explicar de una forma más precisa el comportamiento y la teoría de la decisión; y para ello, se apoya en otras ciencias como la neurociencia, la matemática, la estadística y las ciencias cognitivas.

Autores como Bossaert y Murawski (2015), desde el punto de vista de la neuroeconomía, argumentan que la función de la utilidad no explica necesariamente las preferencias subjetivas de los individuos; esto es, sus necesidades o gusto. Para ello, apoyados en la neurociencia y la neurobiología, realizaron un estudio en el que demostraron cómo las personas pueden incluso estar predispuestas genéticamente a aceptar más o menos riesgo. Su principal conclusión hace referencia a la importancia que tienen estas nuevas ciencias para ayudar a comprender las variaciones del comportamiento de los individuos, que no son capturadas por los modelos económicos tradicionales; por ejemplo, el uso de fármacos y su influencia en el comportamiento.

Otros autores, entre ellos Blacker & McConnell (2015), argumentan que las personas deberían actuar conforme la lógica y lo que las reglas dictan, pero que en la mayoría de los casos esto no ocurre, y que, de esta forma, no solo se ponen ellas mismas en una situación de riesgo, sino que también involucran a sus colegas y a las empresas para las cuales trabajan.⁹ Como muestra de lo anterior, durante los últimos años la neuroeconomía y las finanzas han tratado de explicar una categoría de riesgo nueva, que se deriva del factor de riesgo del recurso humano y que inicialmente se encuentra contemplado en el riesgo operacional. Esta

the study of consumers' attitudes and motivation. The Veblenian model defined the consumer's behavior through the desire of obtaining prestige within the society, being more a social model. The last model but not the least, the Hobbesian model, otherwise called the organization factors model formulated the idea that within the process, man will focus on rational factors related to the interest of the organization (pág. 759). Traducción propia.

⁹ Para Blacker y McConnell (2015):

People should do the right thing and follow the rules that are laid down for them, but sometimes they don't. On the other hand, people should not put themselves, their colleagues, their firm, its costumers or the general public in any danger because of their reckless actions – but sometimes they do. Each day, there are countless mistakes, acts of thoughtlessness or even illegal actions made by people in organizations around the world, the vast majority of which have negligible consequences other than to increase the cost of doing business (pág. 7). Traducción propia.

nueva categoría es el resultado de la materialización de una pérdida económica o no económica, cuando la causal es producto de la toma de decisiones de las personas.

Como resultado de lo anterior, muchas empresas, particularmente las de carácter financiero, se han empeñado en administrar y mitigar los riesgos asociados a las conductas de los individuos. Según el *Conduct Risk Report 2014/2015 (Informe de Riesgo Conductual 2014/15)* publicado por la agencia Thomson Reuters, cuyos autores son Cowan, English & Hammond (2015), la administración y mitigación de este riesgo se ha convertido en uno de los temas de prioridad para los entes reguladores en los países en desarrollo, y de forma explícita le entregan a cada empresa la responsabilidad sobre la definición de riesgo conductual en el contexto de su negocio,¹⁰ y la forma de determinar su identificación, medición, control y monitoreo.

En la encuesta realizada para elaborar de dicho informe, vale la pena destacar algunos datos:

- El 88% de las empresas encuestadas saben que el riesgo conductual es una prioridad, pero no tienen claro como clasificarlo, y como consecuencia de ello han establecido equipos especializados en el estudio de esta categoría de riesgo.¹¹
- El 6% de las empresas financieras encuestadas se vieron expuestas a eventos de riesgo conductual durante el año inmediatamente anterior a la encuesta.¹²

Algunas empresas que están por fuera del sistema financiero también se han involucrado en la búsqueda de lograr comprender y determinar la forma más adecuada de gestionar dicho riesgo. IBM está desarrollando herramientas tecnológicas que permitan la detección

¹⁰ Para Cowan, English & Hammond (2015):

Managing and mitigating conduct risk continues to be one of the highest regulatory priorities, with regulators attention and resources firmly centered on the behavior of firms and they conduct their business. It is the responsibility of financial services firms themselves to define what conduct risk means in the context of their own business, and to determine how to manage, mitigate and report appropriately on it (pág. 4). Traducción propia.

¹¹ “Conduct risk continues to be a priority for regulators; however, the survey found that 81 percent of firms remain unclear about what it is and how to deal with it” (Cowan, English & Hammond, 2015, pág. 7). Traducción propia.

¹² “Global systemically important financial institution (G-SIFIs) appeared to have done more, with only 6 percent reporting that no conduct risk-related changes had happened in the last 12 months” (Cowan, English & Hammond, 2015, pág. 3). Traducción propia.

anticipada de este tipo de conductas, y de esta manera evitar la materialización del riesgo y los posibles costos que de ello se deriven. En su documento corporativo, IBM (2014) insiste en que para entender el riesgo conductual es necesario: introducir cambios a nivel cultural y de comportamiento, encontrar nuevas formas de medirlo y detectarlo, y, de esta manera, uno de los principales objetivos de las empresas debe enfocarse en evitar la ocurrencia de los eventos y, en consecuencia, la exposición de los clientes, salvaguardando la integridad de los mercados y promoviendo la libre competencia.¹³

Otra de las compañías interesadas en la administración y monitoreo de este tipo de riesgo es Experian, una empresa con base en Inglaterra, y cuyo principal servicio es el análisis de *big data*. Como consecuencia del fortalecimiento en Inglaterra de las entidades de supervisión, particularmente de la creación de la Financial Conduct Authority (FCA), se interesaron en avanzar en el análisis de datos que permitan identificar si un empleado de una entidad financiera o un cliente está incurriendo en una conducta inapropiada, desencadenando así la materialización de riesgo conductual. Tal como lo menciona Experian en su informe de 2014, tras simples procedimientos de análisis de datos tales como información asociada a las actividades de esparcimiento y estilo de vida de los individuos, pueden darse alertas tempranas sobre este tipo de conductas (Experian, 2014, pág. 6).¹⁴

En términos de establecer las etapas de la administración de este riesgo, adquieren relevancia: el gobierno corporativo de las empresas, su junta directiva, el presidente y los ejecutivos, quienes deberán velar por el establecimiento de reglas que, en los códigos de ética, buen gobierno y conducta, determinen el actuar de los empleados. Vale la pena resaltar la conclusión del estudio de Oliver Wyman (2012), que afirma que las empresas que no se

¹³ Según el documento corporativo de IBM (2014):

[...] But the goal of getting enterprise conduct back on track is straightforward: stop doing things which expose customers, hobble markets and impede competition, and restart doing things that protect customers, safeguard market integrity and promote competition. And provide evidence that you are doing those things in a joined up fashion at all times” (pág. 1). Traducción propia.

¹⁴ “[...] and simple procedures, such as querying vehicle registration, mobile phone contract and lifestyle information...this is helping providers identify and address potential Conduct Risk problems before they arise”. Traducción propia.

adapten estarán expuestas a las multas, al riesgo reputacional y a los costos en los que se incurre para atender dichos eventos; por el contrario, las empresas que se adapten tendrán mayor aceptación en el mercado y serán más eficientes, porque podrán anticiparse a esta serie de eventos; una empresa que se conduce conductualmente de forma adecuada, es un buen negocio.¹⁵

En el contexto nacional, entidades de supervisión como la Superintendencia Financiera de Colombia y el AMV se han preocupado por entender este tipo de riesgo y han fortalecido los controles, para evitar la materialización de conductas inapropiadas en el mercado de valores. Es por ello que el AMV ha emitido una serie de publicaciones, conocidas como “manuales de buenas prácticas”,¹⁶ dirigidas al mercado de valores, en donde se publican: lineamientos con respecto a la prevención del exceso de mandato en la ejecución de órdenes de los clientes (AMV, 2010a); recomendaciones para el uso adecuado de soportes documentales, y en materia de certificación de los profesionales del mercado de valores (AMV, 2010b); y una puntual en junio de 2011, para prevenir la ocurrencia de prácticas, en donde se dan orientaciones para prevenir: incumplimientos del deber de asesoría, el uso indebido de dineros de los clientes y el suministro de información inexacta, entre otros (AMV, 2011).

3. RIESGO CONDUCTUAL, UNA NUEVA REALIDAD QUE DEBE SER VALORADA Y ADMINISTRADA: CASO COLOMBIANO, A LUZ DE LA LITERATURA INTERNACIONAL

Como quedó evidenciado en el capítulo anterior, los últimos 30 años han sido una revolución, al menos en términos de comprender la relación entre la toma de decisiones de los individuos y los factores de riesgo que conllevan. Cuando los individuos actúan en ese proceso, no son

¹⁵ “Those firms that don’t adapt will continue to suffer fines, reputational damage, litigation costs and squander resources at management attention on remediation efforts [...] Good conduct is good business”. Oliver Wyman (2012, pág. 12).

¹⁶ Hay ediciones en las siguientes fechas: marzo 2010, noviembre 2010, junio de 2011.

conscientes de las “presiones invisibles” del ambiente, ni de cómo estas los afectan. El riesgo al que queda expuesto un individuo cuando toma malas decisiones es llamado: riesgo conductual.¹⁷

Podría decirse también que la crisis financiera de 2007-2009 fue la oportunidad para mirar en perspectiva las consecuencias que puede tener una decisión inadecuada que fue tomada por cierto número de personas, y que perjudicaron al mercado global. En otras palabras, cómo un grupo de individuos, por culpa de un exceso de confianza en sus habilidades y en su capacidad gerencial, terminaron por destruir millones de dólares del mercado financiero global.

Al principio del marco conceptual de esta investigación se referenció que el riesgo conductual fue extraído de la definición de riesgo operacional, que se define como la posibilidad de incurrir en pérdidas como consecuencia de fallas o funcionamiento inadecuado, por factores como personas, procesos y sistemas. Entonces, lo que se pretende con el desarrollo del concepto de riesgo conductual es la posibilidad de definir la pérdida, en razón de *las decisiones tomadas y dejadas de tomar por los individuos, en el entorno de las organizaciones financieras*. Esa pérdida puede medirse en términos económicos y no económicos, tales y como la pérdida de la reputación de la empresa o la capacidad gerencial de la misma.

De acuerdo con los autores Blacker & McConnell (2015), cuando nos referimos a las personas, no es solo a los individuos que están dentro de una organización, tales y como los empleados, los administradores, directores o las áreas de control internas o externas contratadas por las compañía; también existe un amplio rango de agentes externos con los cuales interactúan las firmas, tales y como: clientes, proveedores, competidores, reguladores, accionistas, agencias gubernamentales y público en general.

¹⁷ “The risk that a decision-maker can make a bad decision is a called *People Risk*, because this risk is related to the individual making decision rather than any external factors over which he/she has no influence” Blacker & McConnell (2015, pág. iv).

Para que pueda materializarse el riesgo conductual, es necesaria la ocurrencia de lo que en la literatura se conoce como triángulo de riesgos. Este término fue utilizado por primera vez por Donald Cressey (1973) en los inicios de los años 70, para explicar los tres elementos esenciales para la ocurrencia del fraude; motivación, oportunidad y racionalización (ilustración 1).

Ilustración 1. El triángulo de riesgos



Fuente: Cressey (1973) citado por Blacker y McConnell (2015).

- *Motivación*: o las presiones a las que están expuestos los individuos para tomar una decisión. Pueden ser específicas o ambiguas.
- *Oportunidad*: la posibilidad, el tiempo o el espacio que le permiten al individuo tomar la decisión. Puede ser intencional o no intencional.
- *Racionalización*: las justificaciones que tiene el individuo para tomar la decisión. Puede ser individual o colectiva.

Con el triángulo anterior, los autores Blacker y McConnell (2015) revisaron los casos más importantes de varias industrias, en los cuales en los últimos años se materializó el riesgo conductual, y con este mismo triángulo se pretende hacer un acercamiento al caso colombiano.

La entidad que en Colombia se ha encargado de vigilar las conductas y prácticas inadecuadas en el mercado de valores, es el AMV. Este es un organismo de autorregulación creado en 2006, que cuenta con autorización de la Superintendencia Financiera, y que tiene como misión generar mecanismos mediante los cuales los agentes del mercado establecen unas reglas de juego pertinentes para evitar los incumplimientos de la norma; en este caso, de la del mercado de valores. Sus principales funciones son: la de supervisión, la normativa y la disciplinaria.¹⁸ Con base en esta última función, la entidad tiene la potestad de adelantar investigaciones de carácter administrativo en contra de las personas naturales vinculadas (PNV)¹⁹ y las entidades que tengan una suscripción ante el AMV, cuando se presenten eventos que atenten contra el mercado de valores.

La función básica del AMV consiste entonces en velar por que en el país las negociaciones de valores y divisas se lleven a cabo bajo los más altos estándares de confianza, y para ello se expiden documentos de buenas prácticas, en los que se establecen requerimientos y recomendaciones para darles cumplimiento. De forma adicional, todas las PNV y las entidades sujetas a autorregulación deben cumplir el reglamento del AMV, en el que están consagrados los deberes y derechos de todos los agentes del mercado (AMV, 2014). Ambos documentos son el marco de referencia para el desarrollo de la presente investigación. En caso de que la entidad determine que se está incumpliendo lo previsto en dichos documentos, puede iniciar un proceso disciplinario;²⁰ sin embargo, existe la posibilidad de dar por terminado el proceso durante la etapa de investigación. Esto ocurre cuando el investigado acepta los cargos objeto de la misma, y se procede con el *acto de terminación anticipada* (ATA), que está consagrado en el Artículo 68 del reglamento de AMV.

¹⁸ Reglamento de AMV. Título II: Funciones de Autorregulación. Capítulo 1: Función Normativa. Capítulo 2: Función de supervisión. Capítulo 3: Disciplinario.

¹⁹ Persona Natural Vinculada: administradores y demás funcionarios vinculados a los miembros o a un asociado autorregulado voluntariamente, independientemente del tipo de relación contractual, en cuanto participen, directa o indirectamente en la realización de actividades propias de la intermediación de valores y a la gestión de riesgos y de control interno asociada a ésta, aun cuando tales personas no se encuentren inscritas previamente en el Registro Nacional del Profesionales del Mercado de Valores o no hayan sido inscritas en el organismo autorregulador (Reglamento AMV. Libro 1: Funcionamiento de AMV, Título 1: Aspectos generales. Pág. 6).

²⁰ Libro 3. Proceso Disciplinario Título 1: Sujetos Pasivo. Título 2: Etapas del proceso disciplinario (pág. 62. g).

En caso de que los investigados no procedan con el principio de oportunidad, proseguirá la investigación, y se llegará a la *etapa decisoria*, en la cual el AMV tendrá a su cargo la entrega del resultado de la investigación, y su sanción.

Las sanciones que se tienen contempladas para ambas etapas, terminación anticipada o decisoria, en el caso de las PNV, se definen a continuación de acuerdo con los Artículos 81-82 del Reglamento del AMV:²¹

1. A las personas naturales:

- 1.1. Amonestación: llamado de atención por escrito con copia al folio de antecedentes de la PNV en el AMV.
- 1.2. Multa: la cuantía máxima de las multas que podrán imponerse a las personas naturales será de doscientos (200) salarios mínimos legales mensuales vigentes en Colombia al momento de la imposición de la sanción.
- 1.3. Suspensión: la sanción de suspensión no podrá ser inferior a un (1) día hábil ni superior a tres (3) años. La persona que se encuentre suspendida no podrá realizar, directa o indirectamente, intermediación en el mercado de valores, ni actividades relacionadas, ni actuar como persona vinculada de un miembro. No obstante, estará sometida a todas las obligaciones legales y reglamentarias que no estén en contradicción con la suspensión y a la competencia de AMV.
- 1.4. Expulsión: la expulsión conlleva la pérdida de la calidad de miembro o asociado autorregulado voluntariamente por AMV. En este caso, será cancelada su inscripción como miembro o asociado autorregulado voluntariamente y no podrá realizar actividades de intermediación.

4. METODOLOGÍA Y RESULTADOS

La metodología implementada en este trabajo consiste en la revisión de información secundaria, a partir de la lectura de las actas de terminación anticipada (ATA) emitidas por

²¹ Reglamento del AMV. Libro 3. Proceso disciplinario. Título 6: Sanciones. Artículos 81-85, (2014, pág. 75-77).

el AMV, en términos de las investigaciones adelantadas a las PNV durante el período 2010-2015, con el fin de clasificar dichas conductas por criterios descriptivos tales y como: frecuencia de ocurrencia, género y tipo de cargo en el que se desempeñaba la PNV, entre otras. También se pretende identificar los incumplimientos más recurrentes en el mercado de valores en el marco del reglamento del Autorregulador y, de forma adicional, intentar la aplicación de los conceptos del triángulo de riesgo conductual explicado con anterioridad.

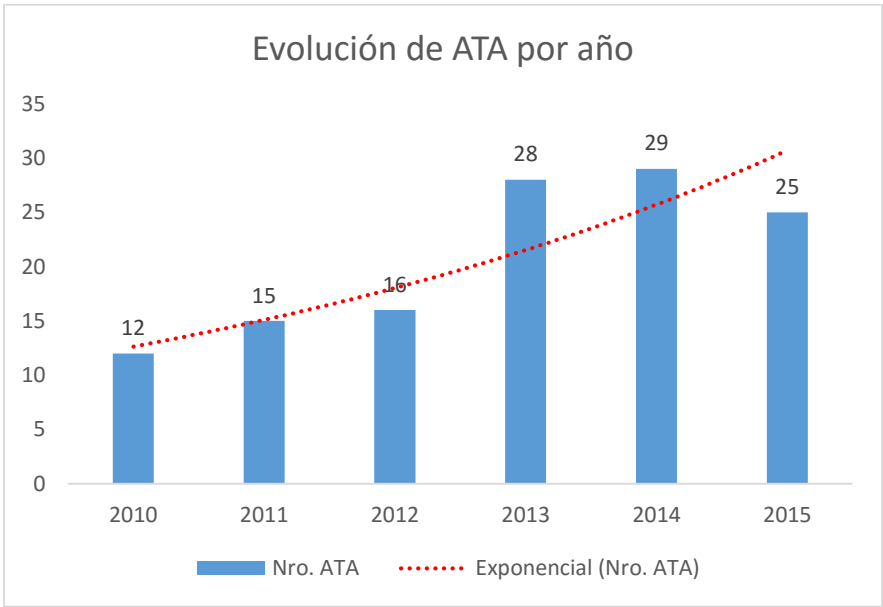
Con el fin de desarrollar lo antes mencionado, se construyó una matriz en la que se tabuló la información contenida en 148 ATA elaboradas durante el período de estudio, con el fin de establecer, por medio del uso de estadística descriptiva y de tablas dinámicas, la frecuencia de los eventos. También se construyó una tabla de conductas con definiciones propias del autor, con base en lo establecido por los documentos del AMV (tabla 2), y una división de las normas omitidas o violadas, de acuerdo con el régimen reglamentario.

De las 148 ATA revisadas, 125 correspondían a la resolución de conductas inadecuadas que atentaban directamente contra el cumplimiento del reglamento de AMV y, por ende, con algunas normas del mercado de valores o del Código de Comercio. Las 23 ATA restantes hacen referencia a conductas que atentan netamente contra normas del mercado de valores, y éstas fueron excluidas del análisis final.

De las 125 ATA mencionadas anteriormente, el 54% corresponde a resoluciones de segunda instancia, seguidas por un 32% de las resoluciones en etapa de investigación, y el 14% restante, a las resoluciones de primera instancia y en etapas decisorias. Lo anterior demuestra que, en el 86% de los casos, las PNV terminan por aceptar los cargos imputados antes de que el AMV tome la decisión por ellos. En términos de ocurrencia por género, el 62% de las investigaciones correspondieron a conductas ejecutadas por hombres, mientras que el 38% restante por mujeres, mostrando así que, en el caso colombiano, los hombres son más propensos a involucrarse en eventos de riesgo conductual.

En la ilustración 2 se resume a continuación la ocurrencia de ATA por cada año de investigación. Vale la pena destacar que este tipo de conductas ha sido más frecuente cada año y que en Colombia pareciera que el fenómeno viene en aumento.

Ilustración 2. Ocurrencia de ATA por año



Fuente: construcción propia, basada en las ATA del período 2010-2015 (AMV, s. f).

Desafortunadamente, esta tendencia no se revierte cuando se evalúa la ejecución de este tipo de conductas de acuerdo con el cargo que desempeñaban las PNV al momento de ocurrencia de los eventos: en el 89% de los casos, el cargo de la persona era el de gerente comercial o de miembro de la junta de la institución financiera, con un porcentaje de participación de 78% y 10%, respectivamente. Esto denota la ausencia de compromiso por parte de los empleados y administradores con respecto al cumplimiento de los códigos de buen gobierno y conducta de las entidades, que reflejan la debilidad de los gobiernos corporativos y revelan la existencia de incentivos que son suficientes para incumplir dichos códigos. Ejemplo de esto último son algunos de los modelos de remuneración de las empresas en las que los ingresos de los gerentes comerciales están atados al número de transacciones/operaciones

llevadas a cabo en el mercado de valores, sin tener en cuenta los rendimientos reales o la gestión efectiva de los portafolios.

Para la clasificación de las conductas inapropiadas, se diseñó una construcción propia, basada en los conceptos emitidos por el AMV en sus manuales de conductas y prácticas. Vale la pena resaltar que lo mencionado anteriormente por la literatura, en términos de que las conductas son reiterativas y concurrentes en el tiempo, se corrobora también para el mercado de valores colombiano (Ritchie, 2013, pág. 5). En las PNV investigadas se evidenció que no sólo llevaban ya mucho tiempo ejecutando actividades con las que se estaba materializando el riesgo conductual, sino que, además, usualmente éstas no se reflejan en una sola conducta, sino en la ocurrencia de una tras otra; por ejemplo, el exceso de mandato con un uso inadecuado de los recursos. A continuación, en la tabla 2, se detalla la clasificación de las conductas encontradas en el mercado de valores colombiano asociadas a incumplimientos del reglamento del AMV.

Tabla 2. Clasificación de las conductas.

Conducta	Descripción de la conducta
Exceder el mandato	Celebración de operaciones sin orden previa del cliente. Celebración de operaciones en nombre del cliente, por un ordenante no autorizado.
Omitir el deber de gestión de conflictos de interés	Situación en la que incurre quien tiene la posibilidad de tomar decisiones, o incidir en la adopción de las mismas, actuando mediante una relación de agencia, siempre que sus intereses y los de tales terceros, o los intereses de tales terceros entre sí, resulten contrarios e incompatibles.
Utilizar indebidamente los recursos de los clientes	Celebración de operaciones sin consentimiento de los clientes, y de forma adicional utilizar los recursos resultantes de dichas operaciones en beneficio propio o de terceros.
Omitir el deber general de administración	Las personas naturales vinculadas deberán administrar cualquier situación que pueda afectar la objetividad e imparcialidad propia de sus funciones en relación con la actividad de intermediación en el mercado de valores, para lo cual tendrán como referente las políticas y procedimientos sobre conflictos de interés.

Conducta	Descripción de la conducta
Omitir el deber general de la actuación de los sujetos de autorregulación	Los sujetos de autorregulación deben proceder como expertos prudentes y diligentes, actuar con transparencia, honestidad, lealtad, claridad, precisión, probidad comercial, seriedad, cumplimiento, imparcialidad, idoneidad y profesionalismo, cumpliendo las obligaciones normativas y contractuales inherentes a la actividad que desarrollan.
Incumplir el deber de asesoría profesional	Obligación del deber de asesor a los clientes que se categoricen como clientes inversionistas, cumpliendo con las políticas y procesos establecidas al interior de cada organización.
Omitir el reporte de información obligatorio a la SFC	Omisión de la solicitud de autorización para ejecutar compras y ventas de acciones inscritas en la Bolsa de Valores de Colombia, como también sobre operaciones repo sobre acciones.
Violar el deber de reserva	Los sujetos de autorregulación estarán obligados a guardar reserva de las órdenes e instrucciones recibidas de sus clientes, de las operaciones sobre valores ejecutadas en desarrollo de la relación contractual y sus resultados, así como de cualquier información que, de acuerdo con las normas que rigen el mercado de valores, tenga carácter confidencial. Así mismo, tendrán un estricto deber de confidencialidad acerca de sus clientes y contrapartes en el mercado mostrador y en sistemas de negociación.
Evitar la revelación de información a clientes	Todo miembro deberá adoptar políticas y procedimientos para que la información dirigida a sus clientes o posibles clientes en operaciones de intermediación sea objetiva, oportuna, completa, imparcial y clara.
Manipulación de mercado	Los sujetos de autorregulación se abstendrán de incurrir en las situaciones descritas en el literal b. del Artículo 50 de la Ley 964 de 2005.
Evasión de la inscripción en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores	Los miembros no permitirán que sus personas naturales vinculadas desempeñen las funciones que, de conformidad con la normatividad vigente, hagan necesaria la inscripción en el RNPMV, sin estar previamente certificados e inscritos en dicho registro, en la respectiva modalidad y especialidad. Celebración de operaciones sin contar con la certificación adecuada para el producto ofrecido a los clientes.
Incumplir las funciones propias del cargo de contralor normativo	Incumplimiento de funciones propias del cargo de contralor normativo.
Abusos de derechos en el mercado de valores	Los sujetos de autorregulación deberán abstenerse de llevar a cabo operaciones de intermediación que, a pesar de tener apariencia de legalidad, tengan el propósito o efecto de agraviar un interés legalmente protegido por las normas del mercado de valores. Igualmente, deberán abstenerse de llevar a cabo actuaciones que

Conducta	Descripción de la conducta
	denoten un exceso en el ejercicio de un derecho, sin que le asista un interés legítimo y serio en su proceder.

Fuente: construcción propia, basada en Autorregulador del Mercado de Valores (s. f.).

Con base en la anterior clasificación se procedió a revisar la ocurrencia, y se encontró lo siguiente: la conducta más recurrente es el exceso de mandato, con una participación del 42% de los eventos, combinada, por supuesto, con otro tipo de conductas tales y como la utilización indebida de recursos, evitar revelar información de clientes e incumplir el deber de asesoría (ver anexo 1). Otra de las conductas asociadas y con mayor ocurrencia es la concerniente al comportamiento de los administradores y miembros de junta en el mercado: el 23% de las conductas asociadas corresponden a la omisión del deber general de administración, al deber general de la actuación de los sujetos de autorregulación y al deber de gestión de conflictos de interés. El 14% de los casos corresponde a uso indebido de los recursos netamente. Esto tiene parte de exceso de mandato por parte de los gerentes comerciales; pero, para el AMV fue más representativa la primera conducta, en razón de los montos sustraídos a los clientes. Las conductas residuales, tales y como abusos de derechos en el mercado de valores, evasión de la inscripción en el registro nacional de profesionales del mercado de valores, manipulación del mercado, violar el deber de reserva y vulnerar el deber de diligencia representan en conjunto el 20%.

De igual forma, se identificó cuáles fueron los artículos que más sufrieron omisión/violación, de acuerdo con las conductas anteriormente descritas: el primer lugar lo ocupa el Artículo 36.1, que hace referencia a los deberes generales en la actuación de los sujetos de autorregulación, con el 48% de las conductas asociadas; el segundo lugar, al Artículo 41, correspondiente al deber de separación de los activos, con el 11% de la participación; le sigue el Artículo 36.6, que define la cultura de cumplimiento y control interno, con una participación del 7%. El 34% restante se encuentra disperso en al menos 27 artículos.²²

²² Anexo 2. Artículos omitidos/violados del reglamento de AMV.

El AMV, dentro de su esquema disciplinario, tomó las siguientes determinaciones para la sanción de las conductas anteriormente descritas: en 53 oportunidades, aplicó la decisión de suspensión y multa; en 30, suspensiones; y en 19, expulsiones del mercado. Esto representa el 82% de las decisiones tomadas por el Autorregulador. El 18% restante se divide en multas y expulsiones conjuntas y amonestaciones.

De forma posterior a esta identificación y clasificación, se intentó hacer una aproximación al triángulo del fraude, al menos con las conductas más representativas en este caso, como son el exceso de mandato, el uso indebido de los recursos y la omisión del deber general de administración, para caracterizar cada uno de sus componentes de forma general:

- *Motivación:* usualmente, las presiones a las que se encuentran expuestas las PNV son específicas y corresponden a intereses económicos asociados al cumplimiento de metas comerciales, al posicionamiento de la firma en el mercado (estrategias tipo líder-seguidor) y a remuneraciones variables y promociones de cargo dentro de las firmas.
- *Oportunidad:* en la mayoría de los casos, la oportunidad para la ocurrencia de este tipo de eventos obedece a dos características: el uso de recursos de clientes que desconocen el funcionamiento del mercado de valores o que depositan la confianza en la toma de decisiones en un ciento por ciento en sus gerentes comerciales. En algunas oportunidades, estos clientes suelen ser personas de edad avanzada, con altos patrimonios y que, en general, no están familiarizadas con la información que se provee en el momento de la ejecución de las operaciones. La segunda oportunidad está relacionada con la ejecución de planes de expansión de las firmas en el mercado de valores y con las presiones por desarrollar los mercados, las cuales son sustentadas por las decisiones de los administradores y miembros de junta que vuelven laxas las políticas de riesgo.
- *Racionalización:* las justificaciones usualmente son de carácter individual y obedecen al cumplimiento de metas al que están obligados la mayoría de gerentes comerciales. También se valen del argumento del desconocimiento de la norma.

5. CONCLUSIONES

Durante el siglo veinte, en la economía hubo un extenso dominio por parte de las teorías de la decisión racional, y de la revelación de preferencias para explicar las decisiones de los individuos; sin embargo, durante las últimas décadas, con el apoyo de otras ciencias como la psicología y la antropología, floreció una nueva línea de pensamiento económico conocida como neuroeconomía, que permite analizar cómo las decisiones de los individuos están influenciadas por mecanismos de incentivos que, en muchas oportunidades, hacen que los resultados de dichas decisiones no sean los más adecuados. Dado lo anterior, surge la posibilidad de que se materialicen riesgos asociados a las decisiones inconvenientes de los individuos, por medio de la ejecución de conductas y prácticas inadecuadas, que dan paso a lo que hoy en día se conoce como riesgo conductual.

Con el desarrollo de este trabajo, se logró evidenciar la existencia y materialización de dicho riesgo en Colombia, particularmente en el mercado de valores. Esto ocurre porque los individuos se encuentran inmersos en una serie de mecanismos de compensación que los inducen a tomar ciertas decisiones que atentan contra el correcto funcionamiento del mercado y contra las normas que lo rigen.

Las conductas fueron identificadas y clasificadas de acuerdo con su frecuencia de ocurrencia, y definidas conforme lo estipulado por los documentos que ha puesto a disposición general el AMV. Dichas conductas estaban asociadas en su totalidad a incumplimientos de normas, de los cuales, para efectos del desarrollo de los objetivos de esta investigación, sólo se evaluaron los que implicaban directamente una omisión o violación al reglamento del Autorregulador. De acuerdo con lo anterior, se evidenció que aproximadamente el 80% de las conductas se evidenciaban en cuatro acciones: exceder el mandato de los clientes, hacer uso indebido de sus recursos, omitir el deber de asesoría y obstruir la revelación de información a los clientes.

En el caso de Colombia, el Autorregulador del Mercado de Valores es la entidad que ha velado por el cumplimiento de los estándares de conducta y de prácticas, por medio de la publicación de su reglamento y manuales, en los que ha ido estableciendo los requerimientos mínimos para la profesionalización de las actividades del mercado de valores; sin embargo, se considera que no son suficientes estos esfuerzos, en términos de determinar la idoneidad de quienes ejercen la actividad profesional. Es por ello que se propone que en los ejercicios de certificación se incluyan apartes sobre situaciones reales en las que puedan evidenciarse los rasgos éticos y de conducta de los profesionales, de modo que le permitan a la industria financiera estar a la vanguardia en la gestión y administración del riesgo. De igual forma, se propone la revisión de la graduación de sanciones que hoy en día prevalece, dado que pareciera que la sanción habría diferido en algunos casos en los que se materializa una misma conducta.

También vale la pena resaltar los esfuerzos que se han hecho desde la Academia, para formar a los estudiantes de ciencias tales y como las finanzas, la administración y la economía, entre otras, acerca de la importancia de la ética en los negocios, y cómo esta es un pilar fundamental dentro de la ejecución de las actividades en los mercados financieros, ya que la confianza de los inversionistas es tal vez el activo más valioso. De esta manera, se estarán formando profesionales integrales, que tendrán interiorizada la importancia de gestionar y administrar las consecuencias de sus decisiones teniendo en cuenta que éstas pueden materializar un riesgo conductual.

Por último, se evidencia que no son suficientes los esfuerzos por parte de los gobiernos corporativos de las empresas orientados a construir manuales de conducta, códigos de ética y de buen gobierno, que desestimulen la ocurrencia de este tipo de eventos, ya que los incentivos y la forma de remuneración de sus colaboradores pueden ser los menos adecuados. A manera de recomendación, debe establecerse un compromiso entre la alta administración y las áreas de riesgo, con el fin de incluir, dentro los objetivos estratégicos y sus sistemas de

administración de riesgo, la gestión activa de este riesgo, por medio de la inclusión de políticas y elementos adecuados para ello.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia – AMV (s. f.). Sanciones por tipo de tipo de persona. Disponible en <http://www.amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=3|161|163>

Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia – AMV (2011). Prácticas para prevenir la ocurrencia de conductas. Recomendaciones del Comité de Control Interno y Compliance. *Manual de buenas prácticas*, 3. Disponible en <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/practicassNo3.pdf>

Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia – AMV (marzo de 2010a). Recomendaciones para la prevención del exceso del mandato en la ejecución de órdenes. *Manual de buenas prácticas*, 1. Disponible en <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/practicassNo1.pdf>

Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia – AMV (noviembre de 2010b). Recomendaciones para el uso adecuado de soportes documentales. *Manual de buenas prácticas*, 2. Disponible en <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/practicassNo2.pdf>

Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (2014). *Reglamento de AMV*. Disponible en <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20141021175035.pdf>

Blacker, K., & McConnell, P. (2015). *People Risk Management. A practical approach to managing the human factors that that could harm your business*. Londres: Kogan Page.

- Brandts, J. (2009) La economía Experimental y la Economía del Comportamiento. En: García-Bermejo, J. C. (ed.). Sobre la economía y sus métodos (pp. 125-140). *Enciclopedia Iberoamericana de Filosofía*, 30. Madrid: Trotta.
- Bossaert, P., & Murawski, C. (2015). From behavioral economics to neuroeconomics to decision neuroscience: the ascent of biology in research of human decision making. *Current Opinion in Behavioral Sciences*, 5, 37-42. Disponible en <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2352154615000881>
- Cătoi, I., & Teodorescu, N. (2004) *Comportamentul consumatorului*. Bucarest: Uranus.
- Cowan, M., English, S., & Hammond, S. (2015). *Conduct Risk Report 2014/15*. Thompson Reuters.
- Cressey, D. (1973). *Other's people Money*. Montclair, NJ: Patterson Smith.
- De Lara, A. (2005). *Medición y control de riesgos financieros* (tercera edición). México D. F.: Limusa.
- Experian (2014). *Experian's guide to Conduct Risk*. Disponible en <http://www.experian.co.uk/assets/consumer-information/white-papers/experian-guide-to-conduct-risk.pdf>
- Fernández, B. F. (2011). ¿Ética vs. Finanzas? Premio Robin Cosgrove Edición Iberoamericana 2010/2011. *Finance & Common Good/Bien Commun, textos premiados*, 16-28. Recuperado de <http://www.robincosgroveprize.org/images/pdf/fbc-rcp-2011-b.fernandez-spanish.pdf>
- Fernández, H. (2008). *Riesgos financieros y económicos*. Medellín: Universidad de Medellín.

- IBM (2014). *Managing enterprise conduct risk*. Londres: IBM Global Business Service.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*. *Econometrica*, 47(2), 263–291. Recuperado de <http://www.jstor.org/pss/1914185>
- Oliver, W. (2012). *The straight and narrow: managing conduct risk in wholesale banks*. Londres: Marsh & McLennan Companies. Disponible en <http://www.oliverwyman.com/content/dam/oliverwyman/global/en/files/insights/financial-services/2014/WebsiteUpdates/ConductRiskPoVFINAL.pdf>
- Ritchie, M. (2013). *Conduct Risk: what is it and can you measure it?* Australia: KPMG. Disponible en [http://www.cifr.edu.au/assets/document/Mike_Ritchie\(1\).pdf](http://www.cifr.edu.au/assets/document/Mike_Ritchie(1).pdf)
- Samson, A. (ed.) (2014). *The Behavioral Economics Guide 2014 (with a foreword by George Loewenstein and Rory Sutherland)*. Recuperado de <https://www.behavioraleconomics.com/the-behavioral-economics-guide/>
- Sebastian, V. (2014). New directions in understanding the decision-making process: neuroeconomics and neuromarketing. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 127, 758-762. Disponible en <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1877042814024410>
- Soler Ramos, J. A., Staking, K. B., Ayuso Calle, A., Beato, P., Botín O'Shea, E., Escrig Meliá, M., y Palero Carrasco, B. (1999). *Gestión de riesgos financieros. Un enfoque práctico para países latinoamericanos*. Washington D.C., Banco Interamericano de Desarrollo. Disponible en <https://publications.iadb.org/handle/11319/438?locale-attribute=es>

Superintendencia Financiera de Colombia (2002). *Circular Externa 011 de 2002. Gestión del riesgo de crédito*. Bogotá. Disponible en <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=485>

Superintendencia Financiera de Colombia (2006). *Circular Externa 046 de 2006. Reglas relativas a la administración del riesgo operativo*. Disponible en https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/NormativaFinanciera/Archivos/ance048_06.rtf

Superintendencia Financiera de Colombia (2007). *Circular Externa 051 de 2007. Reglas relativas al sistema de administración de riesgo de mercado*. Disponible en https://www.superfinanciera.gov.co/descargas?com=institucional&name=pubFile1000189&downloadname=cap21riesgos_mercado.doc

Superintendencia Financiera de Colombia (2009). *Circular Externa 042 de 2009. Reglas relativas al sistema de administración del riesgo de liquidez*. Disponible en <https://www.superfinanciera.gov.co/descargas?com=institucional&name=pubFile1000180&downloadname=cap06sarl.doc>

ANEXOS

Anexo 1. Ocurrencia y participación de las conductas que atentan contra el Reglamento del AMV

CONDUCTA	Nro. de ocurrencia	Porcentaje (%) de participación
Exceder mandato.	53	42,0
Omitir el deber general de administración/Omitir el deber general de la actuación de los sujetos de autorregulación/Omitir el deber de gestión de conflictos de interés.	29	23,0
Utilizar indebidamente los recursos de los clientes.	18	14,0
Abusos de derechos en el mercado de valores.	7	6,0
Evasión de la inscripción en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores.	3	2,0
Manipular el mercado.	3	2,0
Violar el deber de reserva.	3	2,0
Evitar la revelación de información a clientes.	2	2,0
Incumplir el deber de asesoría profesional.	2	2,0
Desacato de suspensión inicial.	1	1,0
Manipular el mercado. / Utilización indebida de recursos.	1	1,0
Omitir el deber de asesoría profesional.	1	1,0
Omitir el deber de gestión de conflictos de interés. / Evitar revelar información a clientes.	1	1,0
Vulnerar el deber de diligencia.	1	1,0
Total general	125	100,0

Fuente: construcción propia, basada en el Autorregulador del Mercado de Valores (s. f).

Anexo 2.Artículos omitidos/violados del Reglamento de AMV

Artículos	Nro. de casos atentados	Porcentaje (%) de participación
36,1	121	48,0
41	28	11,0
36,6	17	7,0
52	12	5,0
40	8	3,0
49,2	8	3,0
49,3	8	3,0
52	6	2,0
49,1	5	2,0
51,18	5	2,0
38,1	4	2,0
38,8	3	1,0
128	3	1,0
36,3	2	1,0
37,2	2	1,0
38,7	2	1,0
44,1	2	1,0
46	2	1,0
52	2	1,0
127	2	1,0
36,7	1	0,0
37,3	1	0,0
38,3	1	0,0
48	1	0,0
49,4	1	0,0
53	1	0,0
53	1	0,0
54	1	0,0
83	1	0,0
85	1	0,0
Total general	252	100,0

Fuente: construcción propia, basada en el Autorregulador del Mercado de Valores (s. f).