

# El Proyecto de Ley sobre Mercado Bursátil: La Hora de los Corredores de Bolsa

*Rafael Vesga Fajardo*

Los comisionistas de bolsa están aprendiendo que para sobrevivir hay que adaptarse. Durante 1987 y 1988 han enfrentado cambios drásticos en el volumen de los negocios, en la legislación que los regula y en la percepción que el público tiene de ellos. Sin tiempo para ponderar la historia, pasaron de una bonanza en 1986 y 1987 a una caída del mercado en 1988. En el curso de este último año perdieron su tradicional monopolio sobre las ventas de títulos del Banco de la República, y han visto flaquear su reputación como intermediarios financieros, a causa de los fraudes que realizaron varias prestigiosas firmas comisionistas de Bogotá.

Pero los mayores cambios están todavía por venir. El gobierno presentó al Congreso un proyecto de ley que provocará transformaciones de fondo en la operación de las bolsas de valores. La nueva legislación implica elevados costos en dinero para los comisionistas, pues los obliga a aumentar sustancialmente sus niveles de capitalización y a financiar un Fondo de Garantías que cubriría los riesgos de sus clientes. Por otro lado, también les traerá mayores ingresos, pues amplía el rango de los valores con los cuales será posible hacer negocios en bolsa. Algunos comisionistas están inquietos, ya que no existe una garantía de que

los segundos serán mayores que los primeros y, naturalmente, no todas las firmas están en las mismas condiciones para aceptar este riesgo.

Aunque la ley tiene algunos puntos discutibles, su sentido general es positivo: la bolsa será un sitio más atractivo para invertir, pues se tendrá mayor seguridad en los negocios y una amplia variedad de alternativas de inversión. Es previsible que ocurra una renovación de las firmas comisionistas, pues la ampliación del mercado las obligará a modernizarse si no quieren perder participación.

## I. ¿PARA QUE INTERVENIR EN EL MERCADO BURSÁTIL?

Las bolsas de valores deben ser un instrumento eficaz para canalizar el ahorro del público hacia la inversión productiva. Ese objetivo no se está cumpliendo en Colombia. Un análisis oficial sobre el comportamiento de las bolsas de valores encontró varios puntos indeseables<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> Uribe, Luis Fernando. Presidente de la Comisión Nacional de Valores". "Perspectivas del Mercado de Capitales". Informe de Labores. CNV (1987-1988).

1. La oferta de acciones en Colombia es excesivamente baja. Las acciones representan una porción insignificante del mercado de valores. En 1987, año en que su comportamiento fue excepcionalmente favorable, sólo representaron el 3.79% del valor total de las operaciones bursátiles. El reducido tamaño de la oferta se debe, principalmente, a que existe entre las empresas una clara preferencia por el endeudamiento frente a la emisión de acciones como fuente de recursos.
2. La propiedad accionaria presenta índices de concentración muy elevados. En 1983, el 88% de los accionistas en la Bolsa de Bogotá poseían el 2.3% de las acciones, y el 2.8% de los accionistas eran dueños del 91% de las acciones.
3. El dinamismo y la profundidad del mercado de acciones son también muy bajos. La concentración de la propiedad accionaria hace que el mercado secundario sea poco transparente y fácilmente manipulable. Debido a la concentración, son pocas las acciones que realmente se transan en el mercado. En 1987, por ejemplo, por cada 100 acciones inscritas y en circulación en la Bolsa de Bogotá, sólo 4 se negociaron. Mientras que existen cerca de 5.000 sociedades anónimas en Colombia, sólo cerca de 170 están inscritas en bolsa, y sólo un número que fluctúa entre 30 y 40 son transadas con alguna regularidad. Por otra parte, en las ofertas públicas de acciones realizadas en 1987, el 86% de las acciones fueron adquiridas por los socios de las empresas; sólo el 14% fueron compradas por terceros.
4. Las actividades de los comisionistas no han tenido la claridad necesaria<sup>2</sup>. Los escándalos recientes se han relacionado con las siguientes irregularidades: especulación utilizando información privilegiada; utilización del dinero de los ahorradores para adquirir activos fuera de bol-

sa; captación de dinero del público por fuera de la vigilancia de la Superintendencia Bancaria, a través de empresas paralelas; y comercio con dólares negros. No es racional juzgar a todos los comisionistas de bolsa por las actuaciones ilegales de unas cuentas. Sin embargo, aun desde antes que se produjeran los escándalos, existía la percepción generalizada de que la mayor fuente de ingresos de los comisionistas no eran los negocios lícitos. Esta desconfianza en la solvencia ética de los comisionistas puede, por sí sola, bloquear el desarrollo del mercado. Si se quiere que la Bolsa capte una mayor proporción del ahorro del público, la actividad de los comisionistas debe ser transparente.

En estas circunstancias aparece el proyecto de ley que modifica las condiciones de la actividad de las bolsas de valores. Para los comisionistas, el proyecto de ley añade un nuevo motivo de incertidumbre a un año que ha sido difícil, por la iliquidez generalizada y por el impacto de los escándalos. Para el gobierno es esencial que esta ley traiga un verdadero desarrollo del mercado bursátil, y en particular del mercado de acciones. La reforma tributaria de 1986, y los estímulos ofrecidos a los inversionistas institucionales, no han rendido hasta ahora los frutos que se esperaban de ellos en este campo.

## II. EL PROYECTO DE LEY

Las reformas planteadas por el Proyecto de Ley en curso en el Congreso son las siguientes:

### A. Operación de las bolsas

1. La admisión de nuevos comisionistas a las bolsas de valores dejará de ser una decisión completamente autónoma de los consejos directivos de estas instituciones. En adelante, se establecerán unos requisitos explícitos para la entrada. Si una solicitud es rechazada, el interesado puede apelar ante la Comisión

<sup>2</sup> Este punto no se menciona en el documento citado.

Nacional de Valores, la cual tendrá en sus manos la decisión definitiva al respecto. La CNV también puede indicar el precio de la suscripción de las acciones que deberán pagar los nuevos miembros, si surgen diferencias en cuanto a este punto.

2. Sólo las sociedades comisionistas podrán ser miembros de las bolsas, y todas ellas deberán tener una participación igual en el capital social. Las utilidades de las bolsas de valores deberán emplearse para aumentar la capitalización.
3. En el Consejo Directivo y la Cámara Disciplinaria de las bolsas de valores deberán tener asiento personas ajenas a las firmas comisionistas (podrán figurar los representantes de las entidades emisoras de valores, los inversionistas institucionales y otros gremios o entidades vinculadas a la actividad bursátil).
4. Las bolsas de valores deberán tener un capital pagado mínimo, establecido por la CNV.

#### B. El mercado de valores

1. Los comisionistas podrán comprar y vender valores no inscritos en bolsa, siempre y cuando éstos estén inscritos en el Registro Nacional de Valores. En particular, podrán operar con los documentos emitidos por todas las entidades financieras, aunque no estén inscritos en bolsa.
2. Se eleva a cinco millones de pesos el monto de las multas que se pueden imponer a los comisionistas, y a todas las personas naturales que violen las disposiciones legales que regulan el mercado bursátil. Se impondrán drásticas sanciones a quienes intermedien en el mercado de valores sin autorización.

#### C. Depósito central de valores

El propósito de este depósito es eliminar la transferencia física de los valores transados. Estos permanecerán a cargo de la sociedad

administradora del depósito central de valores, que se encargará de su custodia, administración y transferencia, mediante un sistema de registros contables. En la sociedad administradora podrán participar las entidades públicas emisoras de valores, las bolsas de valores y otras entidades autorizadas por la CNV.

#### D. Acciones con dividendo preferencial y sin derecho de voto

1. Se espera que con su aparición aumente la oferta de acciones en el mercado, pues permitirán a las empresas capitalizarse sin que los dueños pierdan el control. Su atractivo para los inversionistas reside en que tienen un dividendo mínimo garantizado, independiente de las decisiones de las asambleas de accionistas. El porcentaje mínimo de este dividendo será fijado por el gobierno. Cuando se repartan utilidades, el dividendo recibido por los tenedores de acciones ordinarias será inferior en 20% al pagado sobre las acciones preferenciales.
2. Las sociedades que emitan este tipo de acciones deberán someterse a la vigilancia del Estado, y sólo podrán hacerlo aquellas que han repartido dividendos en los dos años precedentes.
3. El porcentaje del capital social de las empresas representado por estas acciones no podrá superar el 25%. La primera oferta de acciones preferenciales deberá hacerse por oferta pública.
4. Aparte de las disposiciones del Proyecto de Ley, la CNV ha tomado dos determinaciones más que deberán ser acatadas por los miembros de las bolsas de valores.

#### E. Fondo de Garantías

Las sociedades comisionistas miembros de cada bolsa deberán constituir un Fondo de Garantías. Su objetivo será responder a los clientes de los corredores por las obligaciones pactadas en los contratos de comisión o

administración de valores. Dichos fondos tendrán patrimonio y personería jurídica autónomos.

El patrimonio neto de cada fondo, a partir de 1991, debe ser superior al 0.24% del valor total de las operaciones realizadas en el año anterior.

#### F. Capitalización de firmas comisionistas

Se elevan los requisitos de capitalización que deben cumplir las firmas comisionistas. En Bogotá, el capital mínimo exigido aumentará progresivamente, de \$9 millones en junio de 1989 a \$35 millones en septiembre de 1992, para las sociedades colectivas; y de \$30 millones en junio de 1989 a \$100 millones en septiembre de 1992 para las sociedades abiertas.

En Medellín, el aumento de capital para las mismas fechas va de \$8 millones, a \$35 millones para las sociedades colectivas, y de \$25 millones a \$100 millones para las abiertas. En Cali, los requisitos van de \$6 millones a \$35 millones para las sociedades colectivas y de \$20 millones a \$100 millones para las abiertas.

#### G. Inversiones de los comisionistas

1. El objeto social exclusivo de los comisionistas será el desarrollo del contrato de comisión para la compra y venta de valores. Se les autoriza a adquirir valores con recursos propios sólo cuando el objeto de estas inversiones sea proteger su patrimonio. No les está permitido intervenir en actividades especulativas (es decir, aprovechar de circunstancias momentáneas en el mercado) para hacer utilidades, ni invertir en acciones o bonos convertibles en acciones. Estas operaciones con recursos propios deberán ser reportadas a la respectiva bolsa y a la CNV, y no podrán hacerse en mejores condiciones que las realizadas para sus clientes en la misma fecha y sobre títulos similares. Además, los comisionistas sólo podrán comprar títulos por cuenta

propia en el mercado primario, y no podrán acudir a ningún tipo de financiación para realizarlas.

2. Queda prohibido que las sociedades comisionistas deleguen permanentemente en terceros la tarea de obtener negocios sobre valores; lo mismo que la recepción de órdenes y la entrega de títulos.
3. Las sociedades comisionistas deben distinguirse claramente de otras sociedades paralelas, en términos de su denominación, ubicación y operación administrativa. La manera como realizan sus negocios no debe "inducir a error a las partes contratantes". En la razón o denominación social de estas firmas se debe incluir la expresión "Comisionista de Bolsa".
4. Se reafirma la prohibición a los comisionistas de bolsa de emplear recursos suministrados por sus clientes en usos distintos a los de adquirir los valores que se les ordenen. Las operaciones activas o pasivas de crédito realizadas por estas firmas deberán tener una relación clara con el desarrollo de su objeto social exclusivo. Cuando las circunstancias del mercado permitan apropiarse de beneficios más allá de los pactados con sus clientes, los comisionistas tienen la obligación de transferir todo este beneficio adicional a los clientes.

### III. LOS OBJETIVOS DE LA REFORMA A LAS BOLSAS DE VALORES

El proyecto de ley busca tres objetivos para las bolsas: aumentar la seguridad, ampliar el mercado de valores e inducir una mayor democratización de la propiedad accionaria.

Es evidente la influencia de los escándalos de la Bolsa de Bogotá sobre el ánimo de los redactores del proyecto. El Depósito de Valores; el Fondo de Garantías; las exigencias de capitalización; el énfasis en las restricciones a las inversiones por cuenta propia y a los negocios paralelos de las firmas comisionistas; y el endurecimiento de las sanciones, buscan el mismo propósito: con-

vencer a los inversionistas que en adelante sus operaciones en bolsa van a estar sujetas a la máxima seguridad. Entre tanto, la ampliación del mercado deberá cumplirse por cuenta de dos normas: la autorización a los comisionistas para que negocien todos los papeles inscritos en el Registro Nacional de Valores, y el traslado a la Comisión Nacional de Valores de la decisión final sobre la entrada a las bolsas de nuevas firmas comisionistas. Y para promover la democratización de la propiedad accionaria, se dispone de una sola: la creación de las acciones con dividendo preferencial.

La discusión pública se ha concentrado en el tema de la seguridad. Sin embargo, lo previsto en el proyecto de ley sobre ampliación del mercado y democratización de la propiedad puede producir los cambios más profundos en la operación del mercado de valores.

#### A. Seguridad

Algunas firmas comisionistas han protestado por los costos que el proyecto los obliga a asumir para dar seguridad a sus clientes. La obligación de capitalizarse y hacer simultáneamente aportes al Fondo de Garantías y al Depósito de Valores tendrá un fuerte impacto sobre las utilidades de estas firmas en el corto y mediano plazo. Aunque esta protesta era de esperar, conviene escuchar sus razones.

Los comisionistas de bolsa han argumentado que los requisitos de capitalización no se justifican, pues su actividad se limita a comprar y vender por cuenta de otros para cobrar una comisión. Los títulos valores que son objeto de sus transacciones no entran en sus balances como operaciones activas o pasivas; el comisionista, simplemente, recibe ingresos por prestar un servicio. A los intermediarios financieros que captan del público se les exige un mínimo de capital como garantía por los pasivos que adquieren. Los corredores de bolsa, en cambio, no adquieren pasivos con sus clientes. Se limitan a ejecutar órdenes de compra y venta a cambio de una comisión. No tienen autonomía para invertir ese dinero sin co-

nocimiento del cliente, y cuando lo hacen están violando la ley. Para proteger a los inversionistas, afirman, se debería asegurar que los comisionistas cumplan la ley, no pedirles que tengan un mayor capital.

En cuanto al Fondo de Garantías, objetan que, a través de este mecanismo, todos los comisionistas están siendo juzgados por los delitos que cometieron unos pocos. El argumento no despierta muchas simpatías en los días que corren. Pero tienen otro, de tipo práctico y con mayor peso. Según éste, el monto del patrimonio de los Fondos (el 0.24% del valor total de las operaciones de cada bolsa en el año inmediatamente anterior) fue escogido con un criterio arbitrario: no fue justificado por ningún criterio en el proyecto de ley, no consulta la capacidad de pago de las firmas comisionistas, y además abre la puerta para que la contribución de cada firma aumente. La explicación para esta última afirmación es la siguiente: es de esperar que, en vista de los gastos que deberán hacer según las nuevas normas, algunas firmas estimarán que la rentabilidad del negocio deja de ser satisfactoria y suspenderán sus actividades. En ese momento, el aporte individual requerido para mantener el patrimonio del fondo en el 0.24% de las operaciones aumentará. Esto puede provocar la salida de más comisionistas, elevando nuevamente la cuota individual. Los posibles resultados de una reacción en cadena como ésta serían imprevisibles.

Efectivamente esto puede ocurrir. El valor total de las negociaciones en el mercado bursátil colombiano se acercó a \$551 mil millones en 1987, de modo que el patrimonio de un Fondo de Garantías a nivel nacional sería de aproximadamente \$1.300 millones, según lo ordena el Proyecto de Ley, y debería estar disponible en 1990. Esta suma equivale a la mitad de las comisiones obtenidas por los corredores de bolsa en 1987, y a tres veces y media el valor de las utilidades. Puesto que hay 49 firmas comisionistas, el aporte individual llegaría a \$27 millones<sup>3</sup>. En 1987, las comisiones de 29 firmas estuvieron por debajo de esa su-

ma. Sólo para cinco firmas el aporte representaría menos del 25% de sus comisiones en 1987<sup>4</sup>.

Los requisitos de capitalización plantean una situación similar. La mayoría de las firmas había mantenido sus niveles de capital en el mínimo exigido por la ley: \$10 millones para las sociedades anónimas y \$2 millones para las colectivas. En la mayoría de los casos, entonces, los requerimientos de capital nuevo se acercan a \$90 millones para las primeras y \$33 millones para las segundas. Puesto que la capitalización debe aumentar gradualmente hasta 1995, disponen de un margen de tiempo mayor que en caso del Fondo de Garantías<sup>5</sup>. Pero, sumado a los demás costos (la contribución para la creación del Depósito Central de Valores no se ha determinado todavía) pueden sacar del negocio a un número relativamente grande de empresas.

No es indispensable sentir compasión por los corredores de bolsa para apreciar que estas consideraciones pueden ser válidas. Si no se las tiene en cuenta, la ley podría crear más problemas de los que soluciona, y se colocarían obstáculos innecesarios en el esfuerzo que se está haciendo por solucionar antiguos problemas de las bolsas de valores.

Los comisionistas han objetado detalles de los mecanismos con los que el gobierno

pretende dar seguridad a los inversionistas y han señalado que su costo puede resultar excesivo. Pero el propósito de la reforma sigue siendo válido, incluso para ellos. En estos momentos, los primeros beneficiarios de un cambio en la percepción del público sobre las garantías que pueda ofrecer la bolsa son, precisamente, los corredores. El efecto de los escándalos sobre el volumen de las operaciones puede apreciarse a lo largo del año. Los comisionistas, más que nadie, necesitan que se restablezca la normalidad.

Los representantes de estas firmas han considerado la idea de proponer al gobierno un mecanismo alternativo para dar seguridad a los inversionistas. El aporte de cada firma se basaría en un porcentaje de sus operaciones individuales, no del total de las operaciones de cada bolsa. Con este dinero se pagaría a un grupo de compañías aseguradoras la prima de un seguro, que protegería a sus clientes frente a los mismos riesgos que pretende cubrir el Fondo de Garantías. Según cálculos preliminares, esta prima tendría un costo muy inferior al valor del patrimonio del Fondo establecido en el proyecto de ley. Un seguro de este estilo no tendría el defecto de castigar más a las firmas pequeñas que a las grandes, y además, le podría servir al gobierno para impulsar la iniciativa del seguro de depósitos para las entidades financieras.

<sup>3</sup> Estos cálculos simplifican el problema. En realidad no se constituirá un Fondo de Garantías a nivel nacional, sino que habrá uno en cada bolsa. En lo esencial, sin embargo, las conclusiones son válidas.

<sup>4</sup> Los datos sobre comisiones y utilidades tienen como fuente el libro *Los piratas de la bolsa*, de Héctor Mario Rodríguez. Aunque este autor no especifica su metodología de cálculo ni sus fuentes, en este caso las cifras son consideradas válidas por diversas personas que conocen el sector de cerca. Es una de las pocas cosas en las que se pueden poner de acuerdo.

<sup>5</sup> Los comisionistas de Medellín y Cali han planteado, además, que resulta injusto que los requerimientos de capitalización sean similares para todas las bolsas, cuando el potencial del mercado es muy diferente entre las ciudades.

Por su parte, la capitalización de las firmas comisionistas de bolsa tiene ventajas indiscutibles. La principal de ellas no es necesariamente una mayor seguridad para los inversionistas (de ésta se encargaría el Fondo de Garantías, o el seguro), sino las posibilidades que abre para el progreso del mercado de capitales. Como se mencionó antes, los comisionistas han limitado sus recursos humanos, técnicos y de capital al mínimo indispensable. La mayor capitalización les permitirá aumentar el alcance y el grado de sofisticación de sus operaciones, condición necesaria para que se pueda desarrollar en Colombia las actividades relacionadas con la banca de inversión.



## B. Ampliación del mercado y democratización accionaria

Los puntos de la nueva legislación que podrán tener más impacto en el largo plazo son los que se relacionan con la ampliación del mercado y, en menor grado, con la democratización del mercado de acciones.

Para empezar, se le pondrá fin al carácter de club privado que tienen las bolsas de valores. El acceso a éstas seguirá siendo exclusivo, pero sus juntas directivas perderán el poder de mantener cerrado el gremio sin tener que rendir cuentas a nadie por sus decisiones de admisión. Esta medida podría ser un estímulo a la capitalización aún más fuerte que los requerimientos del proyecto de ley, en la medida en que el incremento de la competencia eleve los patrones de servicio y obligue a los corredores a crecer para permanecer en el mercado.

La ampliación del espectro de los papeles que los comisionistas pueden transar tendrá sin duda un fuerte impacto sobre el valor de las operaciones de las bolsas. Esta expansión de los valores negociables se producirá por varias vías. En primer lugar, al determinarse que toda transacción de acciones superior a \$200.000 debe realizarse obligatoriamente en bolsa, entran al mercado aquellos cambios de propiedad de empresas que se realizan en una sola operación, a través de la transferencia de grandes paquetes de acciones. Hasta ahora, existían maneras de eludir el paso de estas transacciones por la bolsa, y realizarlas directamente entre comprador y vendedor, para ahorrar a este último el pago de comisión al intermediario. Es verdad que las ventas de grandes empresas no ocurren todos los días, pero de todas formas aquí se abre una oportunidad para los comisionistas.

En segundo lugar, la autorización a los comisionistas para que negocien con todos los valores de las entidades financieras y demás papeles que figuran en el Registro Nacional de Valores podría abrir el paso a un rápido crecimiento de los negocios y una diversificación de los productos al alcance de los in-

versionistas. Todo depende de la capacidad profesional de los corredores de bolsa.

Los papeles de entidades financieras que actualmente están registrados en bolsa son una porción muy limitada del total. Para mencionar un ejemplo, las bolsas de valores transaron cerca de \$150 mil millones en CDT en 1987. Sin embargo, el valor de los CDT que figuraba en los balances de los bancos, corporaciones financieras y corporaciones de ahorro y vivienda en diciembre de 1987 llegaba casi a \$700 mil millones. El potencial de crecimiento del mercado secundario de estos papeles es enorme. Este es sólo un caso entre los valores utilizados por las entidades financieras en operaciones pasivas, pero las posibilidades son aún más amplias. El surgimiento de las aceptaciones bancarias y de los pagarés en el presente año demuestra que el mercado responde con rapidez cuando aparecen productos que satisfacen una demanda latente.

Finalmente, las acciones no preferenciales ayudarían a cumplir los objetivos de ampliar el mercado y democratizar la propiedad accionaria. Sin embargo, sólo podrían convertirse en un mercado fructífero en el mediano y largo plazo. En el corto plazo esto sólo ocurriría si se aclaran las perspectivas de la actividad económica general y si cede la iliquidez en los mercados financieros.

Con el Proyecto de Ley presentado por el gobierno se crean instrumentos que, en primer término aumentarán la seguridad para los inversionistas. En segundo lugar, la ampliación de los papeles que los comisionistas pueden negociar elevará el valor de las operaciones de las bolsas de valores y la variedad de las alternativas de inversión. Como un subproducto importante, aumentará el grado de información disponible para el público sobre el mercado financiero.

Para los comisionistas el cambio tendrá costos importantes, pero también beneficios. A ellos y al gobierno les corresponde la responsabilidad de adelantar una transición sin mayores traumatismos.

#### IV. ¿HACIA DONDE VAN LAS BOLSAS DE VALORES?

La trascendencia del Proyecto de Ley para las bolsas de valores es incuestionable; lamentablemente la discusión sobre el mismo se ha concentrado en los aspectos que representan una mayor seguridad para las inversionistas y un costo para los corredores. Sin pretender restarle importancia a ese tema, cabe anotar que ha faltado mayor profundidad en la discusión en torno a las perspectivas que se abren para el mercado bursátil a partir del proyecto. En particular, los comisionistas no han podido quitarse de encima el estigma de delincuentes, para pasar a exigir una discusión más avanzada sobre cuál debe ser su papel frente a los demás intermediarios financieros.

Ciertamente, la bolsa no ha sido un líder en la tarea de canalizar recursos hacia sectores productivos. Las acciones representaron sólo el 39% de las transacciones bursátiles en 1987, mientras que las operaciones con papeles del Banco de la República fueron más el 50% del total. El resto fue ocupado por transacciones con diversos instrumentos de captación, tanto oficiales como privados. La asignación de la liquidez ha sido llevada a cabo por los demás intermediarios financieros.

Con el proyecto del gobierno, el papel de la bolsa va a cambiar, pero es poco probable que los comisionistas se conviertan en los líderes en la obtención de recursos para las empresas. Puesto que se ampliará el número de papeles transados en las bolsas, lo más probable es que éstas se conviertan en los mejores testigos de la liquidez del mercado, y en el mecanismo que servirá para elevar el grado de información sobre las distintas alternativas de inversión. Esta es una innovación positiva para el mercado financiero colombiano. Pero, por sí misma, no va a romper la pasividad que se percibe en los corredores de bolsa.

La verdadera iniciativa entre los intermediarios financieros la tendrán aquellos que desarrollen las funciones de la banca de in-

versión. Esas funciones son, entre otras, el "underwriting" de acciones y bonos, la financiación de proyectos, el suministro de capital de riesgo, manejo de portafolios de inversión para los clientes, asesoría, restructuración y conversión de deuda, "swaps", fusiones y adquisiciones, etc. La pregunta que sigue es: ¿Cuáles intermediarios van a desarrollar las funciones de banqueros de inversión en Colombia?

A primera vista, los corredores de bolsa serían los candidatos para el puesto, debido a su percepción inmediata de la liquidez del mercado y a su experiencia en la evaluación de inversiones. Sin embargo, sólo unos pocos han demostrado su capacidad para hacerlo. Al mantener un capital mínimo, han limitado la escala de su operación, y la mayoría no está en condiciones de asumir, por ejemplo, un "underwriting" de acciones o bonos<sup>6</sup>. Los comisionistas han argumentado desde tiempo atrás que la limitación del mercado ha impedido expandir su propio tamaño. Ahora, el mercado se va a ampliar, y los que no estén listos para asumir los compromisos que eso significa tendrán que hacerse a un lado. Los comisionistas deberán librar una batalla para obtener un marco institucional que les permita extender sus actividades en la banca de inversión. Pero, con contadas excepciones, no pueden demostrar que están en condiciones de asumir esa tarea.

Quienes aparecen con las mayores probabilidades de convertirse en la banca de inversión colombiana son las sociedades fiduciarias, y en especial, las secciones fiduciarias de los bancos. De hecho, ya están asumiendo algunas de estas tareas, pues el régimen legal que las regula les permite hacerlo. Sobre decir que un banco con cobertura nacional tiene en estos momentos muchas ventajas frente a un comisionista de bolsa

<sup>6</sup> Cabe mencionar que este mercado comienza a revelar un gran potencial en Colombia. Las colocaciones recientes de los bonos de Simesa, o de los bonos de financiamiento del Distrito Especial de Bogotá, ambas por varios miles de millones de pesos, fueron colocadas entre el público en cuestión de días.



como asesor de inversiones, empezando por la credibilidad. Además, su tamaño le permite ofrecer servicios que están más allá del alcance de un comisionista. La actividad de las secciones fiduciarias de los bancos en la banca de inversión va a aumentar en el futuro, y el fenómeno puede acelerarse en muy corto tiempo si se aprueba la entrada de la inversión extranjera al sector financiero. Los bancos extranjeros entrarían a este negocio dotados de una amplia experiencia, adquirida no sólo en los países industrializados sino también en los de América Latina, como Brasil, Chile y Argentina.

La expansión del mercado de valores, y las nuevas reglas para la entrada de comisionis-

tas a la bolsa, introducidos por el actual proyecto de ley, crean un terreno favorable para el desarrollo de la banca de inversión. La principal incógnita es quién va a ocupar ese espacio. La presión de los escándalos de la bolsa ha mantenido la discusión de los temas de más corto plazo, pero la perspectiva hacia adelante ha sido olvidada. Un debate abierto sobre este tema deberá producirse en el futuro próximo: la banca de inversión se va a desarrollar de todas formas, y a los comisionistas de bolsa sólo les queda decidir si van a participar o no en esta actividad.