

DOCUMENTOS DE TRABAJO

MISION DE ESTUDIOS DEL MERCADO DE CAPITALES

MINISTERIO DE HACIENDA Y CREDITO PUBLICO
FEDESARROLLO

LA MICROESTRUCTURA DEL MERCADO BURSATIL COLOMBIANO

Mauricio Cárdenas S.
Juan Manuel Rojas P.

Santafé de Bogotá D.C., Marzo de 1996

La Microestructura del Mercado Bursátil Colombiano

*Mauricio Cárdenas S.
Juan Manuel Rojas*

I. Introducción

La literatura reciente sobre mercados de capitales le ha asignado especial importancia al análisis de los mecanismos y procedimientos de intercambio. Este interés es explicado por el impacto que tiene la estructura de mercado sobre la formación de precios. En consecuencia, la microestructura del mercado tiene una incidencia central sobre los costos de transacción, la liquidez, la eficiencia del mercado y la volatilidad de precios.

El presente trabajo tiene como propósito analizar la microestructura del mercado bursátil colombiano. Especial atención se le otorga a los mecanismos de transacción existentes en el país, así como al papel que juegan las firmas comisionistas. Para evaluar el esquema actual de transacciones, así como otros aspectos operativos del mercado bursátil, se diseñó una encuesta en la que los principales actores que participan en el mercado manifestaron sus impresiones acerca de los problemas existentes.

El estudio está dividido en cinco partes, la primera de las cuales es esta introducción. En la segunda parte se hace un breve recuento de la literatura internacional sobre la materia. En ella se resumen las implicaciones de la microestructura sobre el funcionamiento de los mercados. En la tercera parte se describen brevemente las características principales de los mecanismos de transacción existentes en el país. La cuarta parte presenta los resultados de la encuesta los cuales sirven para caracterizar el mercado bursátil colombiano. Del análisis se puede concluir que el actual sistema de funcionamiento de las bolsas no es el más eficiente ya que existen serios problemas operativos. La oportunidad y disponibilidad de la información en el mercado también

sobresale como una de sus principales limitaciones. Por último se presentan las conclusiones del trabajo.

II. Conceptos Básicos sobre la Microestructura del Mercado

Como se mencionó en la introducción, la microestructura de las operaciones bursátiles tiene una incidencia directa sobre la liquidez, los costos de transacción, la eficiencia y la volatilidad del mercado.

- ***Liquidez:*** La habilidad para comprar y vender rápidamente sin afectar sustancialmente los precios es uno de los puntos claves para un buen desempeño del mercado. La facilidad para transar rápidamente un valor depende de dos factores principales: el número de agentes en el mercado y el tiempo de las sesiones de intercambio (que pueden ser periódicas o continuas). Los mecanismos de intercambio tienen un efecto importante sobre la velocidad en la cual se ejecutan las transacciones. La microestructura por lo tanto, determina las horas de transacción, la frecuencia de las ruedas y los mecanismos de encuentro entre los comisionistas.
- ***Costos de Transacción:*** Los efectos de la microestructura sobre los costos de transacción incluyen tanto los costos fijos asociados con las transacciones, los impuestos y las comisiones, así como los márgenes resultantes de la compra y venta de títulos. En relación a estos últimos, el margen es mayor en los mercados en que existe la figura del *market-maker* (pese a que su presencia garantiza mayor liquidez). En síntesis, para generar un efecto sobre los costos de transacción, los mecanismos de intercambio deben fomentar la competencia entre comisionistas.
- ***Eficiencia del mercado:*** Los mecanismos de intercambio, desempeñan un papel preponderante en la manera como se incorporan los cambios en la información sobre los precios. Los servicios de información y la naturaleza misma del sistema de transacciones afectan su eficiencia. La disponibilidad de información sobre volumen, profundidad del mercado y movimientos en los precios le brindan al inversionista señales que le permiten establecer que transacciones deben ejecutarse (Glen, 1994). La transparencia y objetividad de los sistemas de intercambio

automáticos, así como la confiabilidad y disponibilidad de la información son esenciales para reducir la incertidumbre y aumentar el interés en el mercado y su liquidez.

- **Volatilidad:** La microestructura tiene efectos importantes sobre la frecuencia y la magnitud de los movimientos en los precios de los activos. Normalmente, los movimientos de los precios en el corto plazo no reflejan de manera correcta los cambios en el valor de equilibrio del activo financiero. Por lo tanto, los mecanismos de transacción deben incluir los denominados *circuit breakers* que permiten parar por cierto tiempo el intercambio cuando las variaciones en los precios exceden cierto límite. De ésta forma se crea un período de “enfriamiento” en el que se le da tiempo a los inversionistas y en general al mercado para que procesen, absorban y diseminen la información.

Mecanismos de intercambio existentes

La función principal de un sistema de intercambio debe ser la de transformar las demandas latentes de inversionistas en transacciones (Stoll, 1991). La transformación de las demandas en transacciones se da a través de diferentes mecanismos de ajuste de precios (o *price discovery*). Los mecanismos de intercambio difieren en el tipo de ordenes y agentes que permiten, las horas y los tiempos en los cuales el intercambio puede llevarse a cabo, así como la cantidad y calidad de la información disponible para los inversionistas.

En teoría, demandantes y oferentes de activos financieros se encuentran en forma simultánea hasta encontrar un precio que equilibra el mercado. Sin embargo, en la práctica los precios de equilibrio no se alcanzan por que aunque exista competencia, los mercados no son perfectos y presentan fricciones (Glen, 1994). Las ruedas periódicas y continuas son los mecanismos diseñados para lograr que el proceso de ajuste de precios se aproxime a los precios walrasianos.

- **Mecanismos continuos:** En este sistema las ordenes de los inversionistas se ejecutan de manera inmediata. Se registra una secuencia de transacciones bilaterales posiblemente a precios diferentes.
- **Mecanismos periódicos:** Las ordenes de los inversionistas se acumulan para una ejecución simultánea en un tiempo predeterminado. Este sistema, a diferencia del continuo, se caracteriza por un conjunto multilateral de transacciones a un único precio.

Definidos los mecanismos por medio de los cuales se pueden adelantar las transacciones con el fin de que los precios se ajusten en lo mayor posible a los walrasianos, es necesario distinguir las distintas formas que estos sistemas pueden tomar:

- **Dealer markets:** También se conocen en la literatura como los *quote-driven mechanisms* en los que uno o más individuos son responsables de realizar ofertas a las cuales están dispuestos a vender o comprar un título valor (es decir, el inversionista puede transar directamente con el *market maker*). Estas ofertas determinan los precios bajo los cuales se adelantan las transacciones. Ejemplos de bolsas de valores en las cuales existe este sistema de transacción son el International Stock Exchange de Londres y el NASDAQ en Chicago, en la cual el sistema es electrónico.
- **Order-Book System:** También se conoce como el *order-driven trading mechanism*. Los comisionistas colocan sus ordenes en un sistema que puede ser manual ó electrónico, conocido como el libro de ordenes. Una vez insertadas las ofertas y las demandas en el libro se emparejan de tal forma que se concrete la transacción. El mecanismo puede operar bajo ruedas continuas o periódicas.

– “ruedas o sesiones continuas”: Los inversionistas incorporan sus ordenes en los libros para una ejecución inmediata por parte de los comisionistas en el piso de transacciones (*exchange floor*), o para una ejecución inmediata contra lo que se conoce como “*limit orders*” (que son ordenes existentes incorporadas por otros inversionistas o comisionistas y que no han sido ejecutadas). El sistema es continuo pues las ordenes se ejecutan en la medida en que se inscriben o llegan al piso de transacciones, pero opera como una rueda ó subasta por que el precio se determina multilateralmente (Madhavan, 1992)¹.

¹ Son muchas las bolsas de valores que presentan el sistema de ruedas continuas, algunos ejemplos son: la Paris Bourse, el Swiss Option and Financial Futures Exchange (SOFFEX), el Frankfurt Stock Exchange, el Toronto

- “ruedas o sesiones periódicas”: Bajo este sistema las ordenes de los inversionistas se guardan y acumulan para ser ejecutadas a un único precio de mercado. Aunque no es muy común hoy en día, éste tipo de sistema se utiliza normalmente para situaciones especiales, como para determinar el precio diario de apertura de mercado, o para determinar el precio de una transacción que se sale de los parámetros estándares de precios. El New York Stock Exchange (NYSE), y el Tokyo Stock Exchange, abren sus mercados con los precios que este tipo de sistema determina.

Muchos mercados hoy en día son un híbrido de los sistemas anteriormente mencionados. El NYSE por ejemplo, abre con un sistema del tipo *order book* periódico y posteriormente se traslada a un sistema del tipo *dealer*. Sin embargo las diferencias entre los dos sistemas son grandes. En el sistema *dealer*, el comisionista es responsable de mantener el mercado y por lo tanto recibe una remuneración por cumplir con esa función. Su remuneración se refleja en el margen que este agente cobra. En el sistema *order-book* no hay quien tenga la responsabilidad de mantener el mercado, por lo tanto los precios reflejan únicamente la información que el inversionista individual encuentra disponible. En el sistema *dealer*, los márgenes de los comisionistas deben reflejar la información y los niveles de inventarios que este posea sobre determinados activos².

Amihud y Mendelson analizan los efectos que sobre los precios tienen los dos sistemas empleados en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE), el *dealership system* que es un sistema de transacciones continuo, y el *clearing house system* que es periódico. Encuentran que en algunos casos la volatilidad de los retornos es mayor en el sistema de *clearing house* que en el de *dealership*. Este resultado se confirma al medir el rango de la distribución de los retornos. De

Stock Exchange's Computer Assisted Trading System (CATS), el Tokyo Stock Exchange's Computer Assisted Routing and Execution System (CORES) y el Johannesburg Stock Exchange Automated Trading System (ATS).

² Hay ejemplos de mercados en los cuales se combinan los dos sistemas simultáneamente, como en el Johannesburg Stock Exchange donde existe un sistema automático de transacciones continuas, pero se permite que los agentes actúen voluntariamente como “market makers” con el fin de complementar la capacidad para realizar transacciones.

acuerdo con los resultados, el sistema de transacciones afecta la distribución de probabilidades de los retornos de las acciones, pues las transacciones en el sistema de *clearing house* están asociadas a unas mayores desviaciones frente a la distribución normal que bajo el sistema de “*dealership*”. De igual manera, en el primer sistema los retornos presentan una mayor dependencia en los retornos pasados y un mayor componente residual, lo que indica una mayor desviación frente al paseo aleatorio que debe existir bajo la hipótesis de mercados eficientes (Fama, 1974).

III. Mecanismos de Transacción Existentes en Colombia

Renta Fija

Los primeros años de la presente década estuvieron acompañados de importantes cambios en los sistemas de transacciones en las tres bolsas del país. Hasta hace poco las transacciones de valores de renta fija y de renta variable se realizaron mediante el sistema conocido como “viva voz” (o pregón). Sin embargo, recientemente se han desarrollado diferentes mecanismos para transar los valores de renta fija. En 1991 se introdujo el Sistema Electrónico de Transacciones (SET) en la Bolsa de Bogotá, al tiempo que la Bolsa de Medellín adoptó un sistema similar. La Bolsa de Occidente introdujo el sistema de Rueda de Transacciones Electrónicas (Rutrel) en 1994.

No obstante lo anterior, los mecanismos incorporados en las bolsas de Bogotá y Medellín y a diferencia del incorporado en la de Occidente, son hoy anticuados y no satisfacen las necesidades del mercado. Es por eso que en ambas bolsas se adelantan en la actualidad procesos para renovarlos. En la Bolsa de Medellín se adoptó desde 1994 el MEC (Mercado Electrónico Continuo) para reemplazar el SET. Sin embargo, el MEC esta siendo rediseñado en la actualidad

dado que sigue presentando deficiencias, como por ejemplo no permite valorizar los papeles en la pantalla, la información disponible sobre los emisores no es tan completa como la de la Rutrel de la Bolsa de Occidente y no trabaja bajo ambiente Windows.

En la Bolsa de Bogotá, a partir de marzo de 1996 entrará en funcionamiento un sistema muy similar al adoptado en la Bolsa de Occidente desde 1994. El Winset, como se llamará el nuevo sistema de la capital, presenta como ventajas adicionales al sistema utilizado en la Bolsa de Occidente el poseer una mayor información sobre los títulos y más herramientas de análisis como la graficación y manejo de carteras. Sin duda alguna las bolsas de valores están en el trayecto correcto al haber adoptado o al querer adoptar sistemas electrónicos continuos con una alta disponibilidad de información sobre los títulos.

Para los comisionistas de las bolsas que utilizaron el SET, existe consenso en que la introducción de dicho sistema en 1991 trajo consigo una mayor liquidez y eficiencia al mercado de renta fija, pero que al mismo tiempo es hoy en día un sistema anticuado. En su momento las ventajas que trajo el SET incidieron para que a partir de 1991 se diera un incremento sustancial en las operaciones de renta fija, que en el caso de la Bolsa de Bogotá fue equivalente en términos reales al 117.2%. No obstante, dicho sistema tenía fuertes deficiencias como la falta de continuidad, la rigidez de los horarios, y las deficiencias operativas tales como las demoras en el cierre y en la liquidación de las operaciones, la lentitud del sistema y sus constantes caídas. Esto le restaba transparencia y eficiencia al SET y preocupaba mucho a los corredores.

La introducción de sistemas continuos de transacciones de renta fija en las Bolsas de Occidente y de Medellín a partir de 1994 y en la de Bogotá a partir de marzo de 1996, permiten la inscripción y el remate constante de los títulos y a su vez le imprimen una mayor liquidez y una

mayor eficiencia al mercado, pues éste será el encargado de establecer la dirección de las operaciones y de valorar aquellos títulos que son más apetecidos y más solicitados en el tiempo correcto. El mayor número de transacciones y la valoración más acorde con el movimiento del mercado permitirán sin duda alguna una mayor movilidad de recursos. De esta forma, al incorporar la Bolsa de Bogotá un mercado continuo de renta fija, quedan las tres bolsas nacionales bajo el mismo esquema. La diferencia estará en que en la Bolsa de Bogotá habrá espacio para ruedas continuas y periódicas (concurrentes), pues entre las 8:00 a.m. y las 10:30 a.m. y entre las 2:30 p.m. y las 4:20 p.m. se llevaran a cabo ruedas continuas, mientras que entre las 10:30 a.m. y las 2:30 p.m. serán periódicas³.

A diferencia de la Bolsa de Medellín, los sistemas de la Bolsa de Occidente y de Bogotá permiten valorizar el papel en la pantalla. Lo anterior hace más transparente la rueda ya que el comisionista no solo ahorra tiempo sino que además conoce la verdadera rentabilidad del papel y no corre el riesgo de equivocarse en el cálculo manual. La gran diversidad de títulos que existen en el país y las diferentes modalidades de tasas que poseen no permiten que el inversionista común tenga claridad sobre la tasa que le pagan⁴. No hay una intención clara por parte de los emisores de títulos para que el inversionista conozca de manera sencilla la rentabilidad que obtiene. La mejor forma de complementar esa transparencia se puede lograr si las autoridades intervienen creando una norma en la cual se busque homogeneizar las condiciones de emisión de los títulos.

Renta variable

³ El remate continuo de renta fija se lleva a cabo en la Bolsa de Occidente entre las 8:30 a.m. y las 3:00 p.m.; en la Bolsa de Medellín funciona de 8:00 a.m. a 4:00 p.m.

⁴ Un ejemplo de lo anterior lo constituyen las diferentes modalidades de CDT's que existen actualmente en el mercado.

A diferencia de los mecanismos de transacciones de renta fija, los de renta variable no han sufrido drásticas modificaciones. No obstante, las entrevistas con representantes de las bolsas demuestran que esta tendencia esta por cambiar, y la Bolsa de Occidente ya tomó el primer paso al adoptar desde enero de 1996 la Rueda Electrónica de Acciones - RUEDA - abandonando el tradicional sistema de negociaciones a "viva voz". En las bolsas de Bogotá y Medellín las transacciones de renta variable siguen realizándose por medio del "viva voz"; sin embargo se están adelantando los procesos para adoptar sistemas electrónicos continuos de transacciones de renta variable.

En Bogotá, se espera que para junio de 1996 entre en funcionamiento el nuevo sistema, pues al igual que en la Bolsa de Occidente, tanto hardware como software permiten bajo el mismo sistema realizar las operaciones tanto de renta fija como de renta variable. En la Bolsa de Medellín, el sistema es diferente y no puede manejar conjuntamente ambos tipos de transacción, por lo tanto se trabaja en el diseño e implementación del SETA (Sistema Electrónico de Transacción de Acciones), un nuevo software para transar electrónicamente la renta variable. La RUEDA de la Bolsa de Occidente funciona de manera continua entre 10:00 a.m. y 12:00 p.m. por lo cual se espera que los sistemas que se adopten en las otras plazas trabajen en el mismo horario.

Es indispensable que se sigan adelantando los procesos para incorporar sistemas electrónicos continuos en las bolsas de Medellín y de Bogotá dado que los problemas operativos del "viva voz" son muchos. Dichos problemas son los característicos de un mercado poco dinámico. La falta de competencia al inicio de la rueda es un factor que no permite una formación eficiente de precios. Dado lo anterior y mientras se adoptan los otros sistemas, debería existir una obligación (penalizante) para que las firmas comisionistas se presenten desde el principio de la

rueda, garantizando una mayor transparencia y un nivel más apropiado de información para la realización de las transacciones. Otro gran problema que se presenta, es que no existe un registro del pregón sobre las ofertas y las demandas que están vivas. Esto hace que las demandas latentes se pierdan si el pregonero no las repite constantemente. Lo anterior ocurre por lo general cuando los cantos no son escuchados por todos los comisionistas dado que estos se encuentran en los cubículos atendiendo las peticiones de sus inversionistas, perdiéndose algo de competencia.

En el “viva voz” la existencia de un único pregonero también es causa de problemas dado que es frecuente que tenga dificultades para capturar todas las peticiones del mercado⁵. En tal caso, al tener los comisionistas que esperar un turno para ser escuchados el mercado pierde liquidez. Sin embargo, debe anotarse que son muy pocas las ocasiones en que los comisionistas han tenido que “hacer cola” para poder ser escuchados, pues en condiciones normales el mercado se mueve muy poco.

A la falta de transparencia contribuye la falta de interés por parte de algunos comisionistas, quienes desconocen otras alternativas más eficientes de transar y se sienten satisfechos con el sistema actual. La gran mayoría de comisionistas no tienen mayor interés en utilizar la figura del *market maker*. Las operaciones por cuenta propia son mínimas y, más aún, son pocos los comisionistas que ayudan a financiar operaciones. Hay razones que justifican en parte esa actitud pues es riesgoso tomar “posición propia” en ciertas acciones manejadas por grupos económicos representados por una firma comisionista en bolsa. En otras palabras, la concentración es contraria al objetivo de mayor participación en el mercado por parte de las firmas comisionistas con su propio capital.

⁵ Durante los meses en que se han presentado una gran cantidad de transacciones, como por ejemplo en diciembre de 1993, y enero y febrero de 1994, era tal la cantidad de transacciones que se tenían que cantar que los comisionistas tenían que hacer cola para que el pregonero las capturara y las emitiera por el altavoz.

Sin embargo y como se profundizará en el siguiente capítulo, la gran mayoría de firmas comisionistas reconocen las deficiencias del sistema de “viva voz” y apoyan la introducción de un sistema electrónico para las transacciones de renta variable. Reconocen que bajo la realidad de un mercado concentrado un sistema electrónico haría las transacciones más transparentes pues sería más fácil darse cuenta de lo que se está ofreciendo en el mercado, permitiendo una puja más real por los títulos. De esta forma se aumenta la transparencia en el mercado pues se ofrecen condiciones equitativas en las negociaciones al condensar en una sola pantalla toda la información necesaria para la toma de decisiones frente a un negocio, además permite a todos los agentes del mercado hacer el seguimiento del mismo en tiempo real. Los sistemas electrónicos descentralizan las operaciones, ofreciendo mayor comodidad al comisionista dado que le permiten realizar desde sus propias oficinas las operaciones para sus clientes.

IV. Caracterización de las Firmas Comisionistas: Resultados de la encuesta

Como se menciona en otro trabajo (Cárdenas y Rojas, 1995), desde 1990 el mercado bursátil ha enfrentado una serie de reformas institucionales tendientes a mejorar el suministro de información; facilitar el ingreso de nuevos inversionistas institucionales nacionales y extranjeros (entre los cuales pueden mencionarse los fondos mutuos de inversión, de pensiones, de cesantías y de valores), e introducir nuevos instrumentos de inversión (como las acciones preferenciales, los bonos y los papeles comerciales). Buena parte de las reformas que afectaron al mercado bursátil de manera directa se consignaron en la Ley 45 de 1990 también conocida como “Ley de Reforma Financiera”. En ella se autorizó a los bancos, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial y compañías de seguros para prestar servicios financieros no bancarios,

incluyendo la intermediación de valores⁶. De esta forma, se amplió el tipo de entidades autorizadas para participar en el capital de sociedades comisionistas de bolsa. Con ello se buscó una mayor integración del mercado de capitales con el sistema financiero, al tiempo que se fortaleció la competencia en el sector. La reforma financiera también incluyó ciertas sanciones pecuniarias y de responsabilidad civil contra el uso de información privilegiada. Con ello se buscó una mayor transparencia y eficiencia en el mercado. Así mismo, la Ley amplió el objeto social de las firmas comisionistas de bolsa al autorizar las siguientes actividades:

- Intermediar en la colocación de títulos garantizando la totalidad o parte de la misma o adquiriendo dichos valores por cuenta propia.
- Realizar operaciones por cuenta propia con el fin de dar mayor estabilidad a los precios del mercado, reducir los márgenes entre el precio de demanda y oferta de los mismos y, en general, dar liquidez al mercado.
- Otorgar préstamos con sus propios recursos para financiar la adquisición de valores.
- Celebrar compraventas con pacto de recompra sobre valores.
- Administrar valores de sus comitentes con el propósito de realizar el cobro del capital y sus rendimientos y reinvertirlos de acuerdo con las instrucciones del cliente.
- Administrar portafolios de valores de terceros.
- Constituir y administrar fondos de valores, los cuales no tendrán personería jurídica.
- Prestar asesoría en actividades relacionadas con el mercado de capitales.

En la práctica buena parte de las firmas comisionistas no realizan muchas de las funciones autorizadas. Para indagar sobre los posibles factores que explicarían dicho comportamiento, la Misión para el Mercado de Capitales realizó una encuesta a todas las firmas comisionistas del país. La encuesta permite caracterizar a las firmas comisionista en cuanto a:

- Tamaño

⁶ Comisión Nacional de Valores, Informe de Labores 1990-1991. Discurso de Luis Fernando Uribe en el Sexto Encuentro de Comisionistas de las Bolsa de Valores de Bogotá, Medellín y Occidente, Cartagena, agosto 1991.

- Estructura de sus ingresos
- Actividades en las cuales participa
- Servicios que ofrece
- Personal de la firma
- Estructura de gastos
- Problemas operativos
- Competencia con otras firmas
- Calidad, disponibilidad y oportunidad de la información

Durante el primer semestre de 1995 existían en el país 67 firmas comisionistas, de las cuales 31 de ellas tenían su domicilio en Santafé de Bogotá, 24 en Medellín y 12 en Cali. La encuesta fue enviada a todas ellas y respondida por 45 firmas (67%). De las firmas que respondieron la encuesta, 22 tienen domicilio en Bogotá, 15 en Medellín y 8 en la ciudad de Cali. De igual forma, 5 firmas son miembros de las tres bolsas, 2 son miembros de las de Bogotá y Medellín conjuntamente y 3 de las Bolsas de Bogotá y Occidente. Asimismo, 6 firmas manifestaron tener oficinas sucursales en otras ciudades, es el caso de tres firmas que dijeron tener sucursales en Barranquilla, dos dijeron tener en Manizales, una en Bucaramanga, otra en Pereira y una en Ibagué.

En cuanto al **número de empleados**, 56.8% de las firmas encuestadas poseen entre 20 y 40 trabajadores, 13.6% posee entre 40 y 60 y 15.9% posee más de 60 trabajadores. El restante posee menos de 20 empleados. Al analizar la estructura de **ingresos brutos por comisiones** de las firmas durante los últimos dos años, se encontró que la mayor parte provienen de inversionistas institucionales (Cuadro 1). A su turno, el 89% de estos últimos tienen su origen en inversionistas institucionales del sector financiero, especialmente de los establecimientos de crédito. Las firmas de Medellín presentan una estructura de ingresos muy diferente a la del

promedio nacional. En efecto, sus ingresos por comisiones provienen en su gran mayoría de personas naturales. Las firmas con domicilio en Cali tienen una estructura intermedia.

Por último los inversionistas extranjeros participan en mayor proporción en los ingresos de las firmas con domicilio en Bogotá que en las otras dos ciudades. No deja de extrañar que los ingresos por comisiones de las firmas con domicilio en Medellín no provengan en ningún porcentaje de inversionistas extranjeros.

Al discriminar los ingresos por comisiones por tipo de transacción, como se observa en el Cuadro 2, se encuentra que más de tres cuartas partes de estos provinieron de transacciones de renta fija (resulta interesante ver como durante el primer semestre de 1995 la participación de la renta variable en los ingresos totales fue de solo 12%). Al estudiar la estructura por domicilio de la firma, se encuentra que para las firmas de Medellín la participación de los ingresos por comisiones de transacciones en renta variable es muy superior a la que presentan las firmas con domicilio en las otras dos ciudades. Si se divide aún más la estructura de los ingresos por comisiones por tipo de transacción, se encuentra que los CDT's son los papeles con mayor peso al representar 60% de los ingresos por transacciones en renta fija (ver Cuadro 3).

La alta participación de las comisiones provenientes de personas naturales, de las transacciones de renta variable en Medellín sugiere que en esta región del país las personas poseen una cultura de ahorro diferente a las que poseen los inversionistas que participan en las Bolsas de Bogotá y Occidente.

De otra parte, la información de la encuesta permite concluir que los márgenes resultantes de operaciones de renta variable son mayores a los de las operaciones de renta fija. De acuerdo con el Cuadro 4, en el caso de las firmas de Bogotá las transacciones de renta variable

representaron el 7.2% del total de las transacciones realizadas en esa bolsa en 1994, mientras que los ingresos por comisiones de este tipo de operaciones representaron el 14.4% del total de los ingresos de las firmas de dicha ciudad. Algo similar ocurre con las firmas de Cali y de Medellín.

La encuesta incluyó una pregunta respecto a las cinco **actividades principales** por orden de importancia que desarrolla la firma actualmente y las cinco que espera desempeñar en un futuro, aparte de la compraventa de títulos. Los resultados, que se presentan en los Cuadro 5 y 6, indican la falta de interés por parte de las firmas en el otorgamiento de préstamos con recursos propios para la adquisición de valores. Se nota también una concentración de las actividades en las firmas inscritas en Bogotá, pues son pocas las firmas que en Medellín y Cali desempeñan actividades diferentes al contrato de comisión y la administración de valores⁷.

Con relación a las actividades que les gustaría desarrollar en el futuro, debe resaltarse que dentro de las opciones figuró como cuarta en orden de importancia las “ótras actividades”, las cuales incluyen las operaciones a futuros, la titularización y la investigación dirigida a inversionistas.

Las preguntas relacionadas con el **personal** de la firma indicaron que más de una tercera parte del personal de estas se dedica a tareas de carácter comercial y el resto a labores administrativas. Los resultados de la encuesta son desalentadores en lo referente a la capacitación de los empleados comerciales: un porcentaje muy pequeño posee un grado de maestría y/o doctorado y solo cerca de una cuarta parte ha realizado el curso de la bolsa. Lo anterior es un resultado poco halagador, especialmente si se tiene en cuenta que estos son los encargados de

⁷ En un informe reciente sobre el desempeño del sistema de comisionistas de bolsa realizado por la Superintendencia de Valores, se estudiaron las operaciones autorizadas a 67 firmas comisionistas de las tres ciudades del país. De la información presentada en ese informe se podía concluir que aparte del contrato de comisión, las actividades que desempeñan la mayoría de las firmas están relacionadas con la administración de valores, con la toma de posición propia y con la asesoría en mercado de capitales.

informar sobre los riesgos y el comportamiento del mercado a los inversionistas. La encuesta también indica que la antigüedad promedio de los trabajadores en las firmas es de tres años y ocho meses, lo cual es un indicador bueno si se tiene en cuenta lo competitivo que es el medio en el que este tipo de profesional se desempeña.

De acuerdo con las respuestas, las firmas encuestadas **compiten** entre sí primordialmente con las comisiones y en segundo lugar con los productos que ofrecen (Cuadro 7). Más aún, ante la liberación de las tarifas bursátiles las firmas respondieron mediante el desarrollo de nuevos productos y el cambio en los esquemas de remuneración (Cuadro 8). Estos últimos consistieron más que todo en transformaciones en los esquemas de comisiones. Por ejemplo, se crearon comisiones escalonadas y se establecieron tablas de comisiones fijas según título y monto. Los comisionistas no consideran que la competencia se da en el campo de la publicidad y mercadeo, motivo por el cual ante la liberación de las tarifas pocas firmas aumentaron el gasto en estos rubros. Otro aspecto de gran importancia y en el cual los comisionistas consideran también se da la competencia, está en las relaciones públicas.

En el Cuadro 9 puede verse como es la **estructura de gastos** promedio de las firmas comisionistas. Se encontró como era de esperarse, que los gastos administrativos son los más importantes, especialmente en las firmas inscritas en la Bolsa de Medellín. Por su parte, los gastos de mercadeo son mayores en las firmas inscritas en la Bolsa de Bogotá que en las firmas inscritas en otras plazas.

Las firmas inscritas en la Bolsa de Medellín son las que han gastado una mayor cantidad de recursos en creación de nuevas sucursales y en sistematización, pero al mismo tiempo son las que menos han invertido en la capacitación de su personal, mientras que las firmas inscritas en la

Bolsa de Occidente han hecho lo contrario. Sin embargo, las firmas que más recursos han invertido en la capacitación de personal son las inscritas en la Bolsa de Bogotá.

En cuanto a los **problemas operativos** que se le han presentado a las firmas comisionistas, sin duda alguna el principal está relacionado con el acceso a la información de compañías. De las 45 firmas encuestadas, 29 lo mencionaron como uno de los tres problemas operativos más serios (Cuadro 10). Por orden de importancia le siguen los problemas relacionados con la emisión de títulos para inversionistas y lo que se denominó como “otros problemas”. Entre estos, la gran mayoría están asociados con problemas tecnológicos entre los sistemas de las bolsas y los de las firmas.

Sin embargo, en este caso también es necesario analizar las respuestas por regiones, (Cuadros 10a, b y c) con el fin de poder dar pautas de los principales inconvenientes que se le presentan a los comisionistas de cada bolsa. Para las firmas con domicilio en la Bolsa de Medellín el principal problema es el cobro de los dividendos. Para las firmas con domicilio en Cali el principal problema radica en la emisión de títulos para los inversionistas, mientras que para las de Bogotá está en el acceso a la información de compañías.

Es importante resaltar que para las firmas con domicilio en Cali, los “otros problemas” (dificultades de carácter tecnológico entre la bolsa y la firma, específicamente problemas con el sistema de transacciones de renta fija), no hacen parte de los primeros tres más importantes como si ocurre en Medellín y Bogotá. Lo anterior tiene cierto sentido si se tiene en cuenta que la bolsa de Occidente es la más avanzada tecnológicamente.

De acuerdo con el Cuadro 11, puede decirse que existe un consenso generalizado entre las firmas comisionistas sobre la necesidad de establecer un mecanismo electrónico de transacciones

de renta variable para hacer del mercado de acciones uno más transparente, eficiente, ágil y seguro. Existe la idea entre las firmas, que la incorporación de un sistema de este tipo no sólo serviría para aumentar el número de operaciones y la dinámica del mercado, sino que además contribuiría a la disminución de costos y riesgos, a tener un mercado más equitativo y mejor informado en el cual se elimine la manipulación de precios⁸.

Sin duda alguna y bajo las circunstancias actuales, un sistema electrónico de transacciones para un mercado nacional unificado sería una alternativa más transparente, pues no se darían de manera tan fácil aquellas transacciones en las cuales solo se benefician las firmas comisionistas grandes, sino que todos tendrían un acceso más directo y real a los títulos inscritos. Así mismo, el sistema electrónico aumentaría el número de transacciones pues con seguridad los títulos podrían encontrar una mayor demanda en tres plazas y ya no solo en una.

Así como existe casi un consenso en la necesidad de un mecanismo diferente al “viva voz”, también lo existe sobre la necesidad de tener un único depósito de valores (ver cuadro 11). Las firmas encuestadas opinan que el tener un único depósito hace el mercado más seguro, le brinda mayor eficiencia al disminuir costos y riesgos, al tiempo que lo hace más práctico y ágil pues permite una mayor facilidad operativa. Sin embargo la anterior respuesta contrasta con los motivos por los cuales no se utilizan en la actualidad ninguno de los depósitos de valores. Frente a las opciones que se dieron en el cuestionario (Cuadro 12), en las tres ciudades las firmas argumentaron los “otros motivos” como la razón principal por la cual ellas no utilizan esta facilidad. Entre ellos, los comisionistas argumentaron que no lo utilizan por que muy pocos usan

⁸ La encuesta fue realizada en el mes de septiembre, por lo tanto las firmas comisionistas inscritas en la Bolsa de Occidente aún no se había beneficiado de la incorporación de la RUEDA, ya que esta empezó a funcionar en enero 2 de 1996.

los depósitos, porque no es obligatorio, porque falta promoción y porque no tiene oficinas en algunas ciudades, como es el caso de Cali.

Pero el problema con los depósitos de valores va mucho más allá. En el caso específico del DECEVAL, la existencia y el uso del depósito implica todo un cambio de cultura y de procedimientos a los cuales los inversionistas en Colombia no están acostumbrados. Los mismos accionistas, y en especial aquellos pertenecientes al sector financiero, han estado acostumbrados a custodiar valores y han formado toda una infraestructura alrededor de esos sistemas que les ha sido difícil desmontar. Asimismo existe un problema de coordinación motivo por el cual aún no se ha producido el “efecto manada” del sector financiero (nadie quiere ser el primero en utilizarlo por miedo a quedarse solo). El uso del sistema puede estimularse a través de una estrategia efectiva de mercadeo, que sea de carácter pedagógico donde se muestre porque el uso del depósito es una práctica segura que disminuye los riesgos de siniestralidad⁹.

La última pregunta relacionada con la parte operativa buscaba establecer cual es el sistema de funcionamiento que más les gustaría a las firmas comisionistas que existiera. Los resultados de esta pregunta son de gran importancia porque muestran que el mecanismo actual de operación no es el más correcto y eficiente. La respuesta a nivel nacional se inclinó en un 62.2% por un esquema en el que hay un mercado unificado con registro único pero con tres bolsas independientes (Cuadro 13). La idea de crear una única bolsa nacional fue la segunda más preferida pues tuvo una aceptación de 24.4%. Un número muy pequeño de firmas comisionistas desea permanecer con el esquema actual.

⁹ En otros países, como por ejemplo en México, Brasil y Chile, el no uso del depósito se califica como una actividad de alto riesgo.

Sin embargo aunque las posibilidades de crear un mercado interconectado no son tan claras, especialmente si se tiene en cuenta que las Bolsas han realizado altas inversiones para adoptar dichos sistemas de transacción, sí es posible que se pueda efectuar ante todo si existe la disposición por parte de los representantes de las tres bolsas y una efectiva coordinación entre ellos. Las posibilidades de interconexión entre la Bolsa de Occidente y la de Bogotá son amplias dado que poseen protocolos de comunicación comunes y utilizan el mismo software. Con la Bolsa de Medellín la situación es más complicada, sin embargo y de acuerdo con sus representantes una vez entre en funcionamiento el SETA y el nuevo MEC bajo ambiente Windows, las posibilidades de interconexión serían totales. Faltaría por lo tanto coordinar a las tres bolsas para que se lleven a cabo las pautas y los procedimientos necesarios para lograr la interconexión. Los sistemas no son el único problema, la coordinación además es necesaria para solucionar diferencias existentes en los costos de los puestos de bolsa en cada una de las plazas y las cuantías acumuladas en sus fondos de garantías. Es necesario por lo tanto que las Bolsas se fijen los plazos y las fechas en que esperan interconectarse, con el fin de poder alcanzar la unificación del mercado nacional lo más pronto posible.

Quedan pues, las puertas abiertas para cambiar el esquema actual de funcionamiento y adoptar uno en el que la prioridad sean las economías de escala, en el que impere la eficiencia práctica y operativa, en el que se cree un mercado más dinámico donde la cantidad de operaciones se multiplique ante un ambiente de mayor oferta y demanda.

Información

Por último, vale la pena describir las características de nuestro mercado en relación con la información. En primer lugar se discute la opinión de las firmas comisionistas frente a la

información que brindan las entidades que están más estrechamente relacionadas con el mercado bursátil. En segundo término se analizan los mecanismos utilizados por las firmas comisionistas para transmitir información de mercado a sus clientes.

Para evaluar los problemas mencionados se preguntó a las firmas acerca de la calidad, disponibilidad y oportunidad de la información suministrada por los emisores, las bolsas, las Superintendencias de Valores, Bancaria y de Sociedades, el DANE y el Banco de la República. Los resultados detallados de la forma como las firmas califican la información que brindan estas entidades, se presentan en los Cuadros 14a, b y c, en los cuales se presenta un promedio nacional de los resultados. Como visión general de los cuadros, se puede decir que en promedio las firmas consideran que la calidad de la información es buena. Por el contrario, la disponibilidad y oportunidad de la información es considerada regular o deficiente.

- **Los Emisores:** Un porcentaje alto de los comisionistas considera que la calidad de la información es buena, mientras que un cerca de la mitad estima que la disponibilidad es regular y la oportunidad deficiente.
- **La Bolsa de Bogotá:** En general un alto porcentaje de las firmas considera que la calidad de la información es buena. Sin embargo, más de la mitad de las firmas estima que la disponibilidad es regular y un 45.5% que la oportunidad de la información es deficiente.
- **La Bolsa de Medellín:** De las tres bolsas, es la que las firmas consideran presenta la información de mejor calidad, disponibilidad y oportunidad.
- **La Bolsa de Occidente:** De las tres bolsas es la de más bajos indicadores con relación a la información. Cerca de tres cuartas partes de las firmas cree que la calidad es o regular o deficiente. De igual manera, cerca de la mitad consideran que la disponibilidad y oportunidad es deficiente.
- **La Superintendencia de Valores:** De las superintendencias es la que mejores indicadores presenta. En cuanto a la calidad, disponibilidad y oportunidad de la información, las opiniones se hayan divididas entre excelente, buena, regular y deficiente. Sin embargo no deja de

preocupar que más de la mitad de las firmas encuentre la disponibilidad y oportunidad de la información como regular o deficiente. Es bien sabido por todos, que para que exista un mercado bursátil en el que se valoren de manera eficiente los activos, es necesario contar con información oportuna y de fácil acceso; motivo por el cual mientras no se mejoren esos indicadores, es difícil lograr mayor eficiencia en la valoración de activos y en el mercado en general.

- **La Superintendencia Bancaria:** Cerca de la mitad de las firmas opina que la información es de buena calidad pero no en cuanto disponibilidad y oportunidad. Es especialmente crítico el caso de la oportunidad de la información, pues la mitad opina que es deficiente.
- **La Superintendencia de Sociedades:** De las tres superintendencias analizadas es la que peor manejo de la información posee. Los indicadores son bastante críticos pues las firmas comisionistas consideran que la información dada por esta entidad es en su gran mayoría de calidad, disponibilidad y oportunidad deficiente.
- **El DANE:** Aunque algunos comisionistas dejaron de responder esta pregunta, quizá por que no consultan esta fuente, la gran mayoría opinan que la calidad, disponibilidad y oportunidad de la información es regular o deficiente.
- **El Banco de la República:** Junto con la Bolsa de Medellín, es la entidad que no presenta indicadores tan desfavorables en lo relacionado con la disponibilidad y oportunidad de la información.

Los resultados obtenidos de las respuestas de los comisionistas en cuanto a la información que brindan las tres superintendencias analizadas son preocupantes, pues los problemas de disponibilidad y de oportunidad en la información, que son los que más enfrentan las firmas comisionistas, tienen efectos notables sobre la liquidez, volatilidad y eficiencia del mercado.

En Cuadro 15 pueden observarse los mecanismos más utilizados por las firmas comisionistas para transmitir la información de mercado a sus clientes. La llamadas telefónicas ocupan el primer lugar, mientras que los faxes (especialmente diarios) y el correo directo ocupan el segundo y el tercero respectivamente.

En cuanto al uso de información privilegiada, las firmas consideran en su mayoría que es necesario que exista más autorregulación por parte de las bolsas. Este criterio es casi que unánime, pues 30 firmas la colocaron como la recomendación prioritaria para hacer cumplir las normas sobre uso de información privilegiada, y 41 firmas la colocaron entre las tres prioridades más importantes (Cuadro 16).

V. Conclusiones

Este capítulo ha mostrado las principales características de la microestructura del mercado bursátil colombiano. En términos generales, los resultados del análisis permiten concluir que el sistema de funcionamiento de las bolsas es ineficiente debido a la existencia de múltiples problemas operativos. Entre los más importantes se pueden mencionar la falta de transparencia y de eficiencia del mecanismo de transacciones de renta variable, la ausencia de continuidad en el mecanismo electrónico de transacciones de renta fija en el caso de la Bolsa de Bogotá, y la falta de interés de algunos comisionistas por desarrollar la figura del “market maker”. No obstante debe resaltarse el interés de las Bolsas por corregir dichos problemas a través de la adopción de nuevos sistemas de transacción tanto de renta fija como de renta variable. Igualmente, deben resaltarse los problemas de coordinación entre los agentes para el uso de los depósitos de valores y los inconvenientes relacionados con la disponibilidad y la oportunidad de la información.

Existe un consenso generalizado entre las firmas comisionistas sobre la necesidad de establecer un mecanismo electrónico de transacciones de renta variable para hacer el mercado de acciones más transparente, eficiente, ágil, seguro y equitativo. Por eso es de especial importancia que se sigan adelantando esfuerzos en la Bolsa de Bogotá y en la Medellín por adoptar sistemas

de transacción electrónicos continuos para la renta variable como ya ocurrió en la Bolsa de Occidente. Además, es imperativo agilizar el proceso de unificación del mercado nacional mediante el registro único de valores. Sin embargo, se recomienda mantener el esquema actual con tres bolsas independientes. La unificación del mercado debe ser promovida por la Superintendencia de Valores con el propósito de lograr un mayor acceso de todos los inversionistas a los títulos inscritos y un aumento en el número de transacciones al estimular tanto la oferta como la demanda por títulos. Dicha entidad debe garantizar el cumplimiento de los plazos y fechas que las bolsas fijen para lograr la interconexión y promover una eficiente coordinación entre los tres agentes.

Los resultados muestran que las firmas comisionistas han avanzado en el aprovechamiento de las ventajas dadas por los cambios en la regulación. La mayor competencia creada por la liberación de las tarifas bursátiles ha dado frutos parciales. Todavía hace falta un gran esfuerzo para convertir a los comisionistas en verdaderos *market makers*. Sus limitaciones en materia de capital impiden desarrollar esta función a cabalidad. Además, es necesario incrementar el capital mínimo de las firmas que deseen realizar operaciones de posición propia, crédito a clientes y otras actividades que involucran un manejo mayor de recursos. La capacitación y entrenamiento de los comisionistas debe avanzar sustancialmente ya que las respuestas a la encuesta sugieren deficiencias en este frente.

Para estimular el uso de los depósitos de valores es necesario adoptar una estrategia comercial y pedagógica que muestre las ventajas de este sistema, especialmente en relación a la disminución de los costos y riesgos de siniestralidad. Es necesario adoptar mediadas (más allá de los pactos de caballeros) que induzcan a los grandes bancos y comisionistas del país a utilizar más

activamente estos depósitos. Para ello, la Superintendencia de Valores esta llamada a jugar un papel protagónico. Puede, por ejemplo, considerar como práctica de alto riesgo la no utilización del sistema.

Por último, es de vital importancia mejorar los indicadores de disponibilidad y oportunidad de la información para imprimirle más transparencia y eficiencia al mercado. Si no se avanza en este campo, los esfuerzos por mejorar la valoración efectiva de activos, la liquidez y la volatilidad en el mercado serán inútiles.

VI. Bibliografía

Amihud, Y, y Mendelson, H. "Trading Mechanisms and Stock Returns: An Empirical Investigation", *The Journal of Finance*, Vol. 42, No. 3, July 1987.

Bolsa de Bogotá S.A. *Reglamento de Operaciones*.

Cárdenas Mauricio y Rojas Juan M. (1995), "El Mercado Accionario en la Economía Colombiana", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.

Comisión Nacional de Valores, Informe de Labores 1990-1991. Discurso de Luis Fernando Uribe en el Sexto Encuentro de Comisionistas de las Bolsa de Valores de Bogotá, Medellín y Occidente, Cartagena, agosto 1991.

Fama, Eugene. "Efficient Capital Markets: II", *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 5, December 1991.

Glen, Jack. (1994), "An Introduction to the Microstructure of Emerging Markets", Discussion Paper No. 24, IFC.

Madhavan, Ananth. "Trading Mechanisms in Securities Markets", *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 2, June 1992.

Stoll, H. (1990), "Principles of Trading Market Structure", Working paper 90-31. **Vanderbilt University**.

Superintendencia de Valores, "Desempeño del Sistema de Comisionistas Año 1994", OEE-IT-001-95, OEE-ABR/95.

Proveniencia de los Ingresos Brutos por Comisión
%

Firmas con Domicilio en:	Personas Naturales	Personas Jurídicas	Inversionistas Institucionales	Inversionistas Extranjeros
Bogotá	11.4	17.8	69.9	0.9
Medellín	59.9	22.4	17.7	0.0
Cali	31.3	23.8	44.8	0.3
Promedio Nacional	28.9	20.0	50.6	0.6

Ingresos por Comisiones en Transacciones de Renta Fija, Variable y Otros

%

Firmas con Domicilio en	1994			Primer Semestre 1995		
	Renta Fija	Renta Variable	Otros	Renta Fija	Renta Variable	Otros
Bogotá	84.0	14.4	1.5	92.8	5.3	1.9
Medellín	57.4	40.9	1.7	72.8	25.8	1.5
Cali	86.5	13.3	0.3	93.4	6.3	0.3
Promedio Nacional	76.0	22.6	1.4	86.5	12.0	1.5

Estructura de los Ingresos por Comisiones en Renta Fija
%

Domicilio de las Firmas	1994				Primer Semestre 1995			
	CDT's	Aceptaciones Bancarias	Papeles del B. de la Republica	Otros Papeles	CDT's	Aceptaciones Bancarias	Papeles de la Republica	Otros Papeles
Bogotá	58.7%	6.7%	15.8%	18.8%	60.4%	6.0%	14.8%	18.8%
Medellín	53.4%	16.8%	25.2%	4.6%	61.0%	16.8%	12.2%	10.0%
Cali	56.0%	4.9%	6.2%	32.9%	54.1%	4.5%	14.1%	27.4%
Promedio Nacional	56.8%	8.9%	16.3%	18.0%	59.8%	9.3%	13.9%	17.0%

Estructura de las Transacciones y de los Ingresos por Comisiones 1994

	Ingresos por Comisiones en			% de Transacciones en		
	Renta Fija	Renta Variable	Otros	Renta Fija	Renta Variable	Otros*
Bolsa de Bogotá	84.0%	14.4%	1.5%	86.3%	7.2%	6.5%
Bolsa de Medellín	57.4%	40.9%	1.7%	74.5%	24.4%	1.4%
Bolsa de Occidente	86.5%	13.3%	0.3%	92.5%	6.0%	1.6%
Promedio Nacional	76.0%	22.6%	1.4%	85.3%	9.7%	5.0%

*Otros: corresponde a certificados de cambio y títulos canjeables, bonos extranjeros y operaciones martillo.

Estructura de las Transacciones y de los Ingresos por Comisiones 1995

	Ingresos por Comisiones en *			% de Transacciones en**		
	Renta Fija	Renta Variable	Otros	Renta Fija	Renta Variable	Otros***
Bolsa de Bogotá	92.8%	5.3%	1.9%	97.0%	3.0%	0.0%
Bolsa de Medellín	72.8%	25.8%	1.5%	84.0%	16.0%	0.0%
Bolsa de Occidente	93.4%	6.3%	0.3%	95.9%	4.2%	0.0%
Promedio Nacional	86.5%	12.0%	1.5%	94.5%	5.5%	0.0%

* Corresponde a los ingresos por comisiones en el primer semestre de 1995.

** Información tomada de: Superintendencia de Valores. Mercado Público de Valores Informe Anual 1995. Síntesis Estadística Mensual Diciembre 1995. OEE-IA-01-95

***Otros: corresponde a certificados de cambio y títulos canjeables, bonos extranjeros y operaciones martillo.

Actividades que Desarrollan en la Actualidad las Firmas Comisionistas de Bolsa

Actividades que Desarrolla la Firma Comisionistas	Ejercicio de Ponderación	Orden de Importancia					Total Respuestas
		1	2	3	4	5	
Administración de Valores	2.00	13	2	4	3	1	23
Underwriting	2.09	10	4	4	4	0	22
Administración de Fondos de Valores Locales	2.25	2	4	1	0	1	8
Asesoría en Banca de Inversión	2.43	5	10	4	1	3	23
Posición Propia	2.58	6	9	2	3	4	24
Asesoría en Investigación de Mercados	3.33	1	1	3	2	2	9
Oficina de Representación de Comisionistas del Exterior	3.67	1	0	0	0	2	3
Administración de Fondos de Valores Extranjeros	4.00	0	0	2	0	2	4
Financiación de Operaciones	4.25	0	1	0	0	3	4
Otras*	4.50	0	0	0	1	1	2

Por medio del ejercicio de ponderación se encuentran las actividades que mayor importancia tienen para las firmas comisionistas, en este caso específico, las de menor ponderación son las que más importancia poseen. En el ejercicio, se valora más que el número de respuestas, el orden de importancia que las firmas le dieron a cada una de las actividades.

*Otras corresponde en este caso específico a: investigación dirigida a inversionistas.

Actividades que las Firmas Comisionistas de Bolsa Esperan Desarrollar en un Futuro

Actividades que Desarrolla la Firma Comisionistas	Ejercicio de Ponderación	Orden de Importancia					Total Respuestas
		1	2	3	4	5	
Administración de Fondos de Valores Locales	2.16	13	9	3	6	1	32
Administración de Valores	2.48	11	1	6	4	3	25
Posición Propia	2.69	7	10	6	4	5	32
Underwriting	2.73	4	9	5	6	2	26
Otras*	3.20	2	0	0	1	2	5
Asesoría en Banca de Inversión	3.33	3	6	7	6	8	30
Administración de Fondos de Valores Extranjeros	3.63	2	1	5	5	6	19
Asesoría en Investigación de Mercados	4.10	0	1	6	4	10	21
Financiación de Operaciones	4.26	0	3	2	1	13	19
Oficina de Representación de Comisionistas del Exterior	4.69	0	1	0	1	11	13

Por medio del ejercicio de ponderación se encuentran las actividades que mayor importancia tendrán para las firmas comisionistas, en este caso específico, las de menor ponderación son las que más importancia tendrán. En el ejercicio, se valora más que el número de respuestas, el orden de importancia que las firmas le dieron a cada una de las actividades.

*Otras corresponde en este caso a: Operaciones y futuros, titulaciones y futuros, titulaciones y futuros, titulaciones y futuros dirigidos a inversionistas.

Campo en el que las Firmas Consideran se da la Competencia

Campo	Ejercicio de Ponderación	Orden de Importancia					Total Respuestas
		1	2	3	4	5	
Comisiones	2.09	19	11	7	5	2	44
En el tipo de productos que se ofrecen	2.30	14	11	11	5	2	43
Relaciones Públicas	2.49	6	22	5	8	2	43
Otros 1/	3.48	7	0	2	3	11	23
Publicidad y Mercadeo	3.52	0	4	16	18	4	42

1/ Otros:

- Varias firmas consideran que se da en el diseño de negocios novedosos
- En la estructura financiera de cada firma
- En los corredores
- En los puestos bancarizados y el apalancamiento
- Varias firmas consideran que se da en el servicio al cliente
- En la comunicación constante con los clientes y en la atención personalizada a estos
- Por la antigüedad y respaldo
- Hay una competencia desigual entre firmas bancarizadas y firmas independientes
pues las primeras tienen recursos ilimitados y transfieren sus costos a la matriz
- Énfasis en solidez de la firma, el personal profesional, y en los servicios e innovaciones
- En los pagos a tesoreros
- En el tamaño de la firma
- Seguridad que ofrece la firma

Respuesta de las Firmas Comisionistas a la Liberación de las Tarifas Bursátiles

Respuesta	Ejercicio de Ponderación	Orden de Importancia						Total Respuestas
		1	2	3	4	5	6	
Desarrollo de nuevos productos	2.20	15	6	10	1	2	1	35
Cambios en los esquemas de remuneración /1	2.74	7	10	7	8	2	1	35
Otros /2	3.08	10	2	2	3	3	5	25
Inversiones en Sistematización	3.09	5	6	7	9	5	0	32
Reducción de los costos administrativos	3.15	8	9	1	6	6	4	34
Mayores gastos en mercadeo	3.32	3	8	6	6	6	2	31

1/ Cambios en esquema de remuneración:

- Varias firmas respondieron haber realizado cambios en el esquema de comisiones, como por ejemplo crear comisiones escalonadas, o establecimiento de tablas de comisiones segun titulo y monto.
- Varias firmas argumentaron haber establecido un salario básico más comisiones.
- Fijación de un mínimo por operación.
- Incremento en remuneraciones fijas
- Remuneración paso de fija a variable.
- Participación en comisiones.
- Varias firmas estabilizaron salarios fijos y aumentaron los variables.

2/ Otros:

- Un gran número de firmas comisionistas argumentó haber aumentado el número de empleados comerciales.
- Otro gran número de firmas dijo haber aumentado el volumen de operaciones.
- Varias firmas dijeron haber mejorado el servicio al cliente.
- Cambios en la estrategia comercial.
- Cambios en la política de precios.
- Apertura de sucursales en otras ciudades.
- Mejoras en ambiente de trabajo, aumentando la comodidad de las instalaciones.
- Lograr una estructura adecuada en sistemas y en personal.

Estructura de Gastos de las Firms Comisionistas
Primer Semestre de 1995 (%)

Domicilio	Administrativos	Mercadeo	Sistematización	Capacitación de Personal	Creación Sucursales	Otros **
Bogotá	75.6	9.1	5.2	1.9	0.2	7.9
Medellín	85.7	3.1	6.0	0.9	2.5	1.9
Cali	75.3	2.6	2.0	1.4	0.0	18.7
Promedio Nacional	78.4	6.1	4.8	1.5	0.8	8.5

* Investigación de Mercados

** Otros:

- Varios consideran gastos no operacionales
- Amortización, depreciación
- Contables
- Varios consideran gastos en impuestos
- Varios consideran relaciones públicas
- Varios consideran los gastos financieros
- Varios consideran los gastos por reajuste monetario, ajuste por inflación
- Varios consideran los costos de operación
- Contribuciones especiales
- Compensaciones a personal comercial
- Comunicaciones

Problemas Operativos que se le han Presentado a las Firms Comisionistas

Problemas	Ejercicio de Ponderación	Orden de Importancia						Total Respuestas
		1	2	3	4	5	6	
Problemas con el acceso a la información de compañías	2.43	11	9	9	7	0	1	37
Problemas con la emisión de títulos para inversionistas	2.69	8	7	15	0	3	2	35
Otros 1/	2.82	8	1	2	2	0	4	17
Dificultades en el cobro de dividendos	3.06	6	8	8	7	3	3	35
Incumplimiento en el pago de las Transacciones	3.69	6	5	2	5	8	6	32
Falta de transparencia en la rueda	3.88	4	3	4	7	12	3	33

1/ Otros:

- Varias firmas consideran que en el cumplimiento de horarios
- El set no permite registrar agilmente las demandas
- Dificultad en la comunicación con el CAC de la Bolsa de Bogotá
- Falta de agilidad en el sistema de liquidaciones
- Problemas con algunos calculos de los sistemas electrónicos
- Falta de capacidad para incrementar pantallas del SET
- Problemas de carácter tecnológico entre los sistemas de las bolsas y los de las firmas
- Cumplimiento físico de los títulos
- Falta de cultura en inversionistas para uso de depositos de valores
- problemas con el traspaso de títulos
- Dificultad en el traspaso de papeles entre emisores
- El plazo para el cumplimiento de operaciones en el mismo día
- Cumplimiento en los tiempos con los bancos y las bolsas

Cuadro 10a

Problemas Operativos que se le han Presentado a las Firms Comisionistas con Domicilio en Bogotá

Problemas	Ejercicio de Ponderación	Orden de Importancia						Total Respuestas
		1	2	3	4	5	6	
Problemas con el acceso a la información de compañías	2.62	4	7	5	4	0	1	21
Problemas con la emisión de títulos para inversionistas	2.76	6	5	5	0	3	2	21
Otros	3.00	6	1	2	1	0	4	14
Dificultades en el cobro de dividendos	3.36	3	2	7	6	2	2	22
Incumplimiento en el pago de transacciones	3.68	4	3	2	1	4	5	19
Falta de transparencia en la rueda	3.79	3	2	2	3	7	2	19

Cuadro 10b

Problemas Operativos que se le han Presentado a las Firms Comisionistas con Domicilio en Medellín

Problemas	Ejercicio de Ponderación	Orden de Importancia						Total Respuestas
		1	2	3	4	5	6	
Dificultades en el cobro de dividendos	2.14	6	5	0	2	0	1	14
Problemas con el acceso a la información de compañías	2.40	6	2	4	2	0	1	15
Otros	2.50	2	1	1	2	0	0	6
Problemas con la emisión de títulos para inversionistas	2.69	1	2	10	0	0	0	13
Incumplimiento en el pago de transacciones	3.50	2	4	0	3	3	2	14
Falta de transparencia en la rueda	4.25	1	1	2	2	9	1	16

Cuadro 10c

Problemas Operativos que se le han Presentado a las Firms Comisionistas con Domicilio en Cali

Problemas	Ejercicio de Ponderación	Orden de Importancia						Total Respuestas
		1	2	3	4	5	6	
Problemas con la emisión de títulos para inversionistas	2.22	3	1	5	0	0	0	9
Dificultades en el cobro de dividendos	2.30	3	4	1	1	1	0	10
Problemas con el acceso a la información de compañías	3.00	1	2	1	4	0	0	8
Otros	3.20	1	1	1	1	0	1	5
Incumplimiento en el pago de transacciones	3.50	3	1	1	1	1	3	10
Falta de transparencia en la rueda	4.71	0	0	0	2	5	0	7

**Apoyo a la Creación de un Sistema Electrónico de Rentá Variable
y a la Existencia de un Único Depósito Central de Valores**

Domicilio	%		%	
	Un Sistema Electrónico de Rentá Variable		Un solo Depósito Central de Valores	
	Sí	No	Sí	No
Bogotá	85.2%	14.8%	88.0%	12.0%
Medellín	77.7%	22.3%	87.5%	12.5%
Cali	75.0%	25.0%	90.0%	10.0%
Promedio Nacional	79.5%	20.5%	88.1%	11.9%

Sistema Electrónico de Transacciones de Rentá Variable

Sí porque:

- Da mayor agilidad al mercado (9)
- Da mayor transparencia (16)
- Da una mayor seguridad, disminuye los riesgos y costos (3)
- Dinamiza el mercado, aumentando la Q de operaciones (9)
- Elimina manipulación de precios
- Facilita la interconexión con las otras bolsas
- Genera un mercado mejor informado
- Hace el mercado mas eficiente (7)
- Hace el mercado más equitativo
- Hace más fácil la realización de transferencias
- Hace más transparente y claro el traspaso de títulos
- Permite un mayor número de participantes en el mercado (3)
- Le ahorra tiempo a los corredores

No porque:

- No permite que opere la demanda, pues practico para ofrecer pero no para demandar
- No pues el actual es bueno y funciona en la mayoría de las bolsas del mundo
- Se pierde el "feeling" del contacto en persona, de la OO y y de la DD
- Parece que otras experiencias tienden a la rueda de "viva voz"
- Se pierde el manejo del mercado y se desconocen las fuerzas que lo mueven
- No es la prioridad para profundizar el mercado
- El mercado no es lo suficientemente amplio para generar el volumen necesario
- El sistema electrónico es frío y rígido
- Se pierde afinidad y versatilidad del mercado

Unico Depósito Central de Valores

Sí porque:

- Más Seguro (10)
- Más fácil operativamente (5)
- Mayor agilidad en el traspaso de títulos
- Mayor eficiencia, menos costos, gastos y riesgos (9)
- La única forma de lograr la desmaterialización real de los títulos
- Universaliza la transacción
- Mas práctico, y ágil cuando solo hay uno (5)
- Existe conflicto de intereses entre los dos depósitos actuales
- No se siente la necesidad de más depósitos
- Aunque No centralizado, pero si es importante la desmaterialización de los títulos
- Disminuye sustancialmente el riesgo físico de los títulos
- Para que todo el mercado se entienda con una sola entidad
- El tamaño del mercado no justifica tener 2

No porque:

- No afecta en nada
- Si existen varios compatibles, además el Deceval parece ser insuficiente

Motivos por los Cuales no Utilizan los Depósitos de Valores

Motivos	Ejercicio de Ponderación	Orden de Importancia					Total Respuestas
		1	2	3	4	5	
Otros 1/	1.43	6	0	0	1	0	7
Por los costos que implica para los usuarios	2.05	9	4	8	1	0	22
Por que no tiene una cobertura amplia	2.60	5	5	4	5	1	20
Por los costos que implica para los emisores	2.68	4	6	3	4	2	19
Por la localización del depósito	3.00	6	2	3	4	5	20
Por que implica la eliminación del título físico	3.55	0	2	4	2	3	11

1/ Otros:

- Cosro para la firma comisionista
- Muy pocos lo usan
- Estamos en el Deceval por el fondo de valores
- Porque no es obligación y flata promoción
- Por que hay ciudades como Cali, en las que el Deceval no tiene oficinas

Preferencia Sobre Esquema de Funcionamiento de las Tres Bolsas

Preferencia	Domicilio			Promedio Nacional
	Bogotá	Medellín	Cali	
Mantener Esquema Actual	9.1%	7.1%	0.0%	6.7%
Crear una Bolsa Única Nacional	18.2%	14.3%	50.0%	24.4%
Unificar el Mercado pero con 3 Bolsas Indep	68.2%	78.6%	25.0%	62.2%
Otro Sistema*	4.5%	0.0%	25.0%	6.7%

*Otro Sistema:

- Especializar cada bolsa (acciones, renta fija, derivados)

Información de la Bolsa de Bogotá**Promedio Nacional**

	Excelente	Buena	Regular	Deficiente
Calidad	0.0%	43.2%	31.8%	25.0%
Disponibilidad	0.0%	11.4%	52.3%	36.4%
Oportunidad	0.0%	9.1%	45.5%	45.5%

Información de la Bolsa de Medellín**Promedio Nacional**

	Excelente	Buena	Regular	Deficiente
Calidad	6.3%	68.8%	15.6%	9.4%
Disponibilidad	15.6%	31.3%	40.6%	12.5%
Oportunidad	0.0%	38.7%	35.5%	25.8%

Información de la Bolsa de Occidente**Promedio Nacional**

	Excelente	Buena	Regular	Deficiente
Calidad	0.0%	28.1%	40.6%	31.2%
Disponibilidad	6.3%	18.8%	28.1%	46.9%
Oportunidad	3.2%	19.4%	32.3%	45.2%

Información de los Emisores**Promedio Nacional**

	Excelente	Buena	Regular	Deficiente
Calidad	0.0%	43.2%	31.8%	25.0%
Disponibilidad	0.0%	11.4%	52.3%	36.4%
Oportunidad	0.0%	9.1%	45.5%	45.5%

Información del DANE**Promedio Nacional**

	Excelente	Buena	Regular	Deficiente
Calidad	2.9%	28.6%	31.4%	37.1%
Disponibilidad	0.0%	14.3%	22.9%	62.9%
Oportunidad	0.0%	17.6%	20.6%	61.8%

Información del Banco de la República**Promedio Nacional**

	Excelente	Buena	Regular	Deficiente
Calidad	16.3%	55.8%	20.9%	7.0%
Disponibilidad	7.0%	32.6%	41.9%	18.6%
Oportunidad	9.5%	23.8%	42.9%	23.8%

Información de la Superintendencia de Valores**Promedio Nacional**

	Excelente	Buena	Regular	Deficiente
Calidad	9.3%	53.5%	30.2%	7.0%
Disponibilidad	16.3%	27.9%	32.6%	23.3%
Oportunidad	11.6%	18.6%	46.5%	23.3%

Información de la Superintendencia Bancaria**Promedio Nacional**

	Excelente	Buena	Regular	Deficiente
Calidad	2.7%	45.9%	27.0%	24.3%
Disponibilidad	0.0%	21.1%	39.5%	39.5%
Oportunidad	0.0%	26.3%	23.7%	50.0%

Información de la Superintendencia de Sociedades**Promedio Nacional**

	Excelente	Buena	Regular	Deficiente
Calidad	3.3%	20.0%	26.7%	50.0%
Disponibilidad	0.0%	9.4%	25.0%	65.6%
Oportunidad	0.0%	9.4%	18.8%	71.9%

**Forma como las Firms Comisionistas Transmiten la
Información de Mercado a sus Clientes**

	Ejercicio de Ponderación	Orden de Importancia						Número de Respuestas
		1	2	3	4	5	6	
Llamadas telefónicas	1.33	27	11	1	0	0	0	39
Faxes*	2.12	10	19	11	2	0	0	42
Correo Directo	3.05	3	8	15	7	3	1	37
Folletos periódicos**	3.54	1	4	7	9	4	1	26
Publicidad en prensa	4.19	1	4	0	4	9	3	21
Otros***	4.82	0	0	2	2	3	4	11

*Faxes, periodicidad:

- mensual (4)
- semanal (7)
- diario (24)

**Folletos periódicos

- mensual (10)
- semanal (2)
- diario (1)

***Otros:

- Medio magnético
- Contacto directo con el cliente
- Informes trimestrales en diskette
- Investigación por demanda de acuerdo con la necesidad del cliente
- Folletos esporádicos
- Artículos de prensa y fichas técnicas con p de las acciones
- Datos por especie

**Recomendaciones para Hacer Cumplir las Normas
Sobre el Uso de Información Privilegiada**

Motivos	Ejercicio de Ponderación	Orden de Importancia				Total Respuestas
		1	2	3	4	
Que haya más autorregulación por parte de las bolsas	1.37	30	7	4	0	41
Otros 1/	2.31	7	2	2	5	16
Que exista una mayor regulación gubernamental	2.48	5	10	15	3	33
Que la Supervalores tenga mayor capacidad de sanción	2.75	1	14	9	8	32

1/ Otros:

- Crear conciencia sobre la importancia de un mercado transparente
- Eliminar el monopolio entre pocas casas de bolsa y conglomerados económicos
- Que haya más énfasis en la preparación ética de los comisionistas y promotores de mercado
- Crear conciencia sobre la ética y la competencia leal
- Autoregulacion de cada casa de bolsa
- Crear conciencia sobre uso de dicha información
- Obligación de divulgación oportuna
- Que existan reglas de juego claves, en las que la autorregulación defina, explique, instruya y sancione
- Denunciar irregularidades
- Independencia de criterio