



***MISIÓN DE ESTUDIOS DEL
MERCADO DE CAPITALES***

INFORME FINAL

Santafé de Bogotá, Mayo de 1996

Ministerio de Hacienda -- Banco Mundial - Fedesarrollo



*Misión de Estudios del
Mercado de Capitales*

Informe final

Santafé de Bogotá, mayo de 1996

Ministerio de Hacienda - Banco Mundial - Fedesarrollo

La Misión de Estudios sobre el Mercado de Capitales fue creada mediante el decreto 2352 del 20 de octubre de 1994 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, con el propósito de elaborar estudios y asesorar al Ministerio en los temas referentes al mercado de capitales, particularmente en relación con los obstáculos a su desarrollo, la aplicabilidad de normas regulatorias vigentes a nivel internacional, los estímulos a la oferta de valores tanto del sector público como del sector privado para la financiación de la expansión de la infraestructura y los servicios públicos, las posibles reformas a la estructura institucional y los pasos necesarios para desarrollar instrumentos de cobertura.

Consejo Directivo

Guillermo Perry	Ministro de Hacienda (Presidente del Consejo)
Leonardo Villar	Viceministro Técnico de Hacienda
Jorge Castellanos	Superintendente Bancario (hasta diciembre de 1995)
María Luisa Chiappe	Superintendente Bancario (desde enero de 1996)
Andrés Uribe	Superintendente de Valores
Clemente del Valle	Director General de Crédito Público
Carlos Caballero	Presidente de la Bolsa de Bogotá
Luis Fernando Uribe	Presidente de la Bolsa de Medellín
Julián Domínguez	Presidente de la Bolsa de Occidente
César González	Presidente Asociación Bancaria
Julio Manuel Ayerbe	Presidente Corporación Financiera del Valle
Eduardo Foción Soto	Presidente Invercor
Bruce MacMaster	Socio Inverlink

Director

Mauricio Cárdenas

Coordinadores

Cynthia Rosenberg
Rafael Herz

Investigadores

Andrés Escobar
Catalina Gutiérrez
Juan Manuel Rojas
Natalia Salazar
Alejandra Torres
Juan Pablo Trujillo
Roberto de la Vega

Consultores

Ulpiano Ayala
Magdalena Barón
Juan Fernando Bonilla
Edgar Caicedo
Terry M. Chuppe
Viviana Fuica
Augusto Iglesias
Felipe Jaramillo
Luis Gabriel Jaramillo
Lino Jaramillo
Gary N. Kleiman
Cristina Lanzetta
Eduardo Lora
Miguel Montes
Gustavo Moreno
Juanita Olaya
Pedro Nel Ospina
Kenneth Owen
Mark J. Powers
David Arturo Ramírez
Javier Serrano
Fernando Tenjo
Inés María Ulloa
Luis Alberto Zuleta

Asesoría legal

Gómez Pinzón & Asociados

CONTENIDO

Prólogo	i
Presentación del Informe Final	viii
Estudios Realizados para la Misión del Mercado de Capitales	xi
I. El Mercado de Capitales	1
1. Aspectos conceptuales	1
2. La Importancia del Mercado de Capitales para el Crecimiento	8
3. ¿Se Requiere la Intervención Estatal en el Mercado de Capitales?	11
II. El Mercado de Capitales en Colombia	14
1. Tendencias históricas	14
2. Medidas Recientes	17
3. Evolución	21
4. Enseñanzas del diagnóstico	25
III. Macroeconomía y Mercado de Capitales	27
1. Ahorro e Inversión en Colombia	27
2. Determinantes de la Inversión y el Ahorro en Colombia: 1950-1994	31
3. Transferencia Ahorro-Inversión en Colombia	41
4. Determinantes del Tamaño del Mercado de Capitales	44
IV. Tendencias recientes y perspectivas de la oferta de activos financieros	51
1. Los instrumentos de financiamiento de las empresas en Colombia	51
2. El financiamiento del sector público en Colombia	65
V. Tendencias recientes y perspectivas de la demanda de activos financieros	76
1. El papel de los inversionistas colombianos	76
2. El papel de los inversionistas extranjeros	90
VI. Nuevos Productos: Titularizaciones, Project Finance y Leasing Habitacional	98
1. Titularizaciones	98
2. Financiación de proyectos de infraestructura	101
3. El “Leasing Habitacional” en Colombia	107

VII. Instrumentos de Cobertura de Riesgo y Mercados sobre el Mostrador	111
1. Los riesgos en la economía colombiana	112
2. Instrumentos de cobertura existentes en Colombia	115
3. Beneficios y obstáculos en la incorporación de derivados más sofisticados	117
VIII. La Regulación y el Marco Institucional del Mercado de Capitales en Colombia	125
1. Aspectos preliminares	125
2. Tipos de regulación	126
3. Marco jurídico y regulatorio del mercado de capitales colombiano	129
4. Implicaciones institucionales del marco jurídico	138
5. Recomendaciones en materia regulatoria e institucional	140
IX. Resumen y Conclusiones	144
X. Bibliografía	159

PROLOGO

Con esta publicación, el Gobierno Nacional recibe el Informe Final de la Misión para el Desarrollo del Mercado de Capitales que fue conformada desde comienzos de la Administración Samper y que desde 1995 contó con la experta dirección del Doctor Mauricio Cárdenas Santa María. El proceso de discusión de los documentos que fueron contratados en el marco de la Misión y la elaboración del informe final contaron además de la colaboración del equipo dirigido por el doctor Cárdenas desde Fedesarrollo, con las contribuciones muy enriquecedoras del Consejo Directivo de la Misión, conformado por los funcionarios públicos con responsabilidades determinantes en estos temas y por representantes del sector privado asociados a las bolsas de valores, a la banca de inversión y al sector financiero tradicional.

La preocupación fundamental que teníamos cuando decidimos convocar la Misión fue plenamente confirmada por el diagnóstico realizado. En efecto, los indicadores sobre desarrollo del mercado de capitales resultan en el caso colombiano francamente inquietantes, no sólo comparados frente a países desarrollados, sino también en relación con los de similar nivel de desarrollo. El informe de la Misión ratifica además que el desarrollo de ese mercado será fundamental para recuperar una tendencia positiva del ahorro y para mejorar los mecanismos de conversión de ese ahorro en la inversión requerida para un crecimiento acelerado de la economía colombiana.

Es indudable que el estado actual de desarrollo del país requiere cuantiosas inversiones públicas y privadas para ampliar la capacidad productiva y crear una infraestructura acorde con las necesidades del estado de desarrollo en que se encuentra la economía colombiana y con los requerimientos de competitividad generados por el proceso de apertura económica. Para este propósito, sin embargo, será fundamental que se revierta la tendencia a la caída del ahorro, como de hecho empezó a suceder en 1995, aunque demasiado tímidamente, y que los instrumentos del mercado de capitales se desarrollen de manera acelerada. Fue por ello que consideramos de particular importancia la conformación de una Misión para el Desarrollo del Mercado de Capitales de las características de la que hoy entrega su informe.

Las condiciones del largo período comprendido entre los años cincuenta y mediados de los ochenta condujeron a que se desestimulara el desarrollo del mercado accionario y la emisión directa de títulos por parte de las empresas. Ello obedeció en alto grado a los sesgos que introdujo una política financiera con tasas de interés reguladas y el crédito de fomento otorgado por el Banco de la República a través de los establecimientos de crédito tradicionales. La estructura tributaria contribuyó también a crear sesgos a favor del endeudamiento como mecanismo de financiación de las empresas, debido fundamentalmente a la doble tributación y a la deducibilidad del componente inflacionario de los intereses. Adicionalmente, a partir de los setenta, el aumento de la inflación se conjugó con la creación del sistema UPAC, con lo cual los ahorradores se vieron desestimulados para invertir a largo plazo. Por la misma razón, los intermediarios financieros identificaron mecanismos para

otorgar créditos de largo plazo con recurso a la captación de ahorro a la vista, en detrimento, obviamente, de las captaciones a más largo plazo características del mercado de capitales.

Ciertamente son muchos los avances que se han hecho desde mediados de la década de los ochenta en el proceso de remoción de los sesgos existentes contra el mercado de capitales, tanto en el frente tributario como en el de la política financiera. A comienzos de los noventa, además, se avanzó en estimular la oferta de títulos en este mercado mediante la introducción de instrumentos como las acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto y la creación del marco regulatorio para el desarrollo de la titularización de activos. Más importante aun, se crearon las condiciones para el crecimiento de la demanda por títulos en el mercado de capitales mediante la creación de los fondos de pensiones y cesantías, la creación de un mejor marco para el desarrollo de los fondos fiduciarios y de valores y la apertura a la inversión de portafolio del exterior. La intermediación de valores, por su parte se trató de promover mediante medidas que fomentaron la competencia entre los comisionistas de bolsa —la liberación de comisiones en particular— y que abrieron el campo para que el sector financiero entrara a participar en ese mercado a través de filiales.

Con todo, la situación del mercado de capitales hacia mediados de los noventa está muy lejos de ser satisfactoria. El mercado bursátil colombiano continúa siendo exageradamente pequeño, concentrado y poco líquido. De acuerdo con los resultados de la Misión, utilizando cifras de 1994, Colombia tiene el cuarto índice de menor desarrollo del mercado bursátil entre 26 economías emergentes analizadas, superando sólo a Venezuela, Nigeria y Zimbabwe. Además, como es bien conocido, la tendencia del ahorro en la economía colombiana fue muy negativa en el período 1990-1994, cuando el ahorro privado se redujo del 14% al 8% del PIB y el ahorro total del 21.4% al 15.3%.

Las discusiones que tuvimos durante un año y medio en el seno del Consejo Directivo de la Misión fueron de gran importancia en la adopción de decisiones de gobierno tan trascendentales como el nuevo impulso que dimos frente al Congreso al proceso de reforma al Código de Comercio o la adopción de normas sobre valoración de portafolios a precios de mercado, que se hizo mediante resoluciones simultáneas de las Superintendencias Bancaria y de Valores. Pero las recomendaciones de la Misión que hoy se divulgan no sólo servirán al Gobierno para la adopción de medidas inmediatas y para el diseño de estrategias de más largo plazo, sino que actuarán como punto de referencia para las decisiones del propio sector privado, cuyo compromiso con el desarrollo del mercado de capitales es tanto o más importante que el compromiso de las autoridades.

Los análisis y recomendaciones que nos entrega la Misión se refieren a los distintos componentes del mercado de capitales y se pueden agrupar en (1) los relacionados con la demanda de títulos por parte de los inversionistas institucionales y los ahorradores particulares, (2) aquellos vinculados a la oferta de acciones y otros títulos por parte de las empresas y del sector privado en general, (3) el papel del sector público en la oferta de instrumentos del mercado de capitales, (4) el desarrollo de instrumentos de cobertura de riesgo, (5) la estructura del mercado y el papel de los intermediarios y las bolsas y (6) los

arreglos institucionales para la regulación, supervisión y promoción del mercado de capitales.

Demanda de activos financieros

En lo que se refiere a la demanda de títulos en el mercado de capitales, es claro del análisis realizado por la Misión que este es el frente en que mayores avances se han logrado con las reformas del período reciente. Las perspectivas que se ofrecen en este campo son muy favorables, debido especialmente al desarrollo de los fondos de pensiones y cesantías y a la apertura a la inversión extranjera de portafolio. La Misión destaca, en todo caso, que aún restan importantes esfuerzos por desarrollar, especialmente en lo que tiene que ver con la revisión del régimen de portafolio de los inversionistas institucionales. Hemos avanzado recientemente en este frente pero aún debemos avanzar en la simplificación de las normas que restringen la conformación de los patrimonios, en el diseño de una regulación que permita más claramente la asunción de riesgo por parte de los inversionistas —en lugar de las reglas de portafolio quizá proteccionistas en demasía y aversas al riesgo que hoy tenemos— y en la eliminación de distorsiones que se presentan en razón al tratamiento diferencial no fundado en las características de los tipos de papeles, productos o servicios y los riesgos asociados a los mismos. Asimismo, debemos seguir en el proceso de armonización de las reglas sobre portafolios de los inversionistas institucionales con las normas de segundo mercado de valores o “mercado balcón” y en la simplificación de los trámites para la aprobación de fondos extranjeros, sin perjuicio del necesario control que debe ejercerse para evitar el ingreso de dineros de dudosa procedencia o de flujos de recursos inestables y puramente especulativos.

El informe de la Misión confirma también la relevancia que para promover la demanda por instrumentos del mercado de capitales tienen los avances en materia de información y “disclosure”, así como el impacto positivo que sería dable esperar de un proceso de homogeneización de los títulos, como el que puede surgir de procesos de calificación de los títulos que circulan en el mercado por parte de agencias calificadoras de riesgo. En estos aspectos es claro que las responsabilidades son compartidas por las autoridades y el sector privado.

Oferta de activos financieros por parte del sector privado

El informe de la Misión documenta ampliamente que la debilidad más importante para el desarrollo del mercado de capitales se halla en el lado de la oferta de activos financieros, tanto por parte del sector público como del sector privado. En esta área la Misión formula importantes recomendaciones, en algunas de las cuales se avanzó paralelamente con sus trabajos.

En lo que se refiere a la oferta de acciones, un punto de crucial importancia lo constituyen las reglas societarias mercantiles. Con el plausible propósito de proteger a las minorías, la legislación mercantil vigente en Colombia hasta 1995 terminó generando un sesgo contra

el Mercado de Capitales y un estímulo a la concentración por cuenta de las mayorías exigidas para las decisiones y la carencia de instrumentos alternos de protección de los socios minoritarios. La Ley 222 de 1995, por medio de la cual se reformó el Código de Comercio, avanzó significativamente en dicha materia al reducir de 70% a 50% la mayoría requerida para muchas decisiones e incorporar paralelamente mecanismos de protección a los accionistas minoritarios, tales como el derecho de receso, que no interfieran con la ágil administración de las empresas. Debe reconocerse sin embargo, que la elevación de la mayoría requerida para decidir sobre la distribución de utilidades, del 70% al 78%, que se hizo por iniciativa parlamentaria, puede actuar en sentido contrario al deseable. Otros aspectos relevantes tocan con la complejidad de los requisitos para emitir papeles como los bonos o las acciones con dividendo preferencial y los trámites administrativos sobre este particular. En este campo, como lo sugiere la Misión, se ha avanzado significativamente, gracias a las innovaciones introducidas a la regulación por la Sala General de la Superintendencia de Valores, además de la propia reforma al Código de Comercio.

Un elemento alarmante, que la Misión documenta, concierne a la percepción de los pequeños y medianos empresarios sobre la supuesta complejidad y carestía del mercado de valores como opción de financiamiento alternativa al crédito bancario. Ella revela la necesidad de eliminar las distorsiones que puedan estar afectando desfavorablemente la decisión de acudir al Mercado de Capitales, pero también hace patente la necesidad de una intensa acción de promoción y mercadeo por parte de los intermediarios del mismo. Así mismo relievra la importancia de un papel más activo del sector financiero en el desarrollo del Mercado de Capitales, dado el tamaño y cobertura de sus redes y sus disponibilidades, que pueden contribuir significativamente a acrecentar la liquidez del mercado.

El papel de las empresas en la emisión de acciones, bonos y otros instrumentos del mercado de capitales debería ser complementado por parte del sector privado mediante el desarrollo de nuevos productos e instrumentos, tales como la titularización de activos. El informe de la Misión y los documentos que le sirvieron de base hacen recomendaciones para el desarrollo de esta herramienta, las cuales requerirán ajustes regulatorios y eventualmente legales. En íntima vinculación con la titularización, la Misión avanza en recomendaciones sobre el desarrollo del Leasing inmobiliario, sobre el cual se ha venido trabajando al interior del Gobierno y que con un entorno legal apropiado podría convertirse en el futuro, no solamente en factor de desarrollo del mercado de capitales sino en fuente de solución a las dificultades de financiamiento de vivienda popular, con todos los beneficios que ello implica desde un punto de vista social.

Sector público y oferta de activos financieros

Desde luego el desarrollo de la oferta de activos financieros en el mercado de capitales no se circunscribe al sector privado. El papel del sector público, más allá de ser regulador y supervisor, resulta fundamental en este aspecto.

De hecho, el sector público es el principal oferente de títulos en el mercado y el Gobierno Nacional en particular, a través de su política de emisión de TES, está llamado a contribuir

a la estructuración de tasas de largo plazo y de una curva de rendimientos que sirva de punto de referencia a la transacción de otros papeles en el mercado de capitales. Para esto último, es indispensable facilitar esquemas transparentes de colocación de los TES y otorgar suficiente liquidez para tales papeles. Esta tarea armoniza por demás con los desarrollos que se espera tenga en el futuro la política monetaria, cuando las operaciones de mercado abierto del Banco de la República, tal como lo establece la Ley 31 de 1992, deban ser realizadas mediante la adquisición o la venta de títulos del Tesoro en el mercado secundario.

Otras importantes responsabilidades conciernen directamente al sector público en la dinamización de la Oferta en el Mercado de Capitales. Concretamente se trata de las medidas relativas a los procesos de privatización de empresas estatales, a la conversión de empresas estatales en sociedades por acciones de economía mixta y al desarrollo de los mecanismos de financiamiento de proyectos de construcción de infraestructura pública con capital privado. Las recomendaciones de la Misión sobre estos temas deberán ser analizadas cuidadosamente por parte de las autoridades en la medida en que con ellas no sólo se incrementará la disponibilidad de activos financieros en el mercado de capitales sino que se contribuirá a mejorar la eficiencia del Estado y resolver uno de los más graves cuellos de botella con que se enfrenta actualmente el desarrollo económico del país, como es la deficiencia de la infraestructura.

Finalmente, también es indispensable promover y facilitar la financiación de las entidades territoriales en el Mercado de Capitales. Este mecanismo, además de las evidentes ventajas que puede ofrecer para los Gobiernos locales, dentro de reglas de prudencia que se ha previsto adoptar en la Ley de Endeudamiento Territorial, está llamado a contribuir a acrecentar la oferta de papeles en el Mercado de Capitales. La experiencia de países como los Estados Unidos de América en el desarrollo de este mecanismo de financiación de los entes territoriales ha mostrado ser ampliamente favorable.

El Riesgo y los derivados

Un elemento cardinal para el desarrollo del mercado de capitales, ampliamente estudiado por la Misión, es la administración del riesgo. Sólo el desarrollo de reglas adecuadas de contabilización que lo evidencien transparentemente y mecanismos de cobertura sobre el mismo permiten un Mercado de Capitales eficiente. Lo anterior hace necesario avanzar en el desarrollo de los Mercado de Derivados y las Bolsas de Futuros. La Misión, asimismo propone el desarrollo amplio de un mercado Over the Counter (OTC) en esta materia.

Sobre el particular las autoridades han venido avanzando paralelamente con los trabajos de la Misión. La Junta Directiva del Banco de la República ha ajustado recientemente las reglas sobre posición propia en moneda extranjera, incluyendo en ellas una apreciación más definida de los riesgos asociados a dichos activos y pasivos y facilitando el desarrollo de las operaciones a futuro peso-dólar. Adicionalmente, en la Ley de Racionalización Tributaria y en decretos reglamentarios de la misma, se clarifica el tratamiento tributario de los productos derivados, lo cual resulta esencial para los agentes. Sin embargo, son muchos los

aspectos en que tanto las autoridades como los agentes privados del mercado tendrán que aprender y avanzar en estos temas y para ese propósito las recomendaciones de la Misión serán de invaluable utilidad.

La Estructura del Mercado

Por supuesto, el desarrollo de la oferta y de la demanda de activos financieros sólo podrá darse en el mercado de capitales colombiano en la medida en que la estructura del mercado y de los intermediarios se ajusten a los requerimientos de un mercado más avanzado. La Misión también se ocupó juiciosamente de este tema y deja importantes recomendaciones al respecto.

En particular, una de las conclusiones alcanzadas por parte de la Misión del Mercado de Capitales, recae sobre la necesidad de ampliar los canales actuales para la circulación y negociación de títulos, de crear mecanismos que garanticen la liquidez de los instrumentos de largo plazo y de abrir el campo para que los intermediarios del mercado de valores actúen más eficiente y activamente en todo lo relacionado con la promoción del mercado, el desarrollo de su función de *market makers* y el fortalecimiento de su capacidad de *underwriting*. Para ello, como se establece en el informe de la Misión, se requiere fortalecer patrimonialmente a las sociedades comisionistas de bolsa. Adicionalmente, es necesario evaluar las implicaciones de permitir a otros intermediarios financieros y en particular a los establecimientos de crédito, una mayor participación en algunas actividades vinculadas con la intermediación de valores, como puede ser el “*underwriting*”. El papel del sector financiero en este campo puede ser definitivo, en la medida en que el tamaño de sus redes y el respaldo que aporta su nivel de patrimonio convierte a sus agentes en los medios idóneos para ampliar los canales a través de los cuales se promueve y se desarrolla la emisión de títulos para el mercado de capitales.

Por otra parte, la Misión es enfática en recomendar la unificación del mercado bursátil colombiano, reconociendo que la solución debe contemplar las peculiaridades de nuestra situación y advirtiendo que la misma puede hacerse sin implicar eliminar las bolsas existentes, pero asegurando que se trate de un espacio económico único.

Estructura internacional

Por supuesto, el desarrollo del mercado de capitales no exigirá solamente ajustes institucionales entre los intermediarios privados del mercado. Los análisis realizados por la Misión muestran también las deficiencias existentes en la estructura institucional con la cual el Gobierno desempeña sus funciones de regulación, supervisión y promoción del mercado. Encuentra en particular que aún existen indefiniciones inconvenientes sobre las responsabilidades que tienen las distintas entidades públicas que manejan estos temas, en particular, entre el Ministerio de Hacienda, el Banco de la República, las Superintendencias Bancaria, de Sociedades y de Valores, y la Sala General de esta última. Existe consenso en la necesidad de avanzar hacia una separación más clara, a nivel institucional, de las facultades de supervisión con respecto a las de regulación. En el seno del Consejo Directivo

de la Misión, además, coincidimos en la necesidad de estudiar alternativas que conduzcan a una mayor armonía y estabilidad en la regulación, incluida la posibilidad de unir las facultades de las distintas entidades en un solo ente, a la manera de las Comisiones de Regulación que se han venido creando en los últimos años para sectores como el energético, el de aguas o el de comunicaciones. Este, por supuesto, es un tema todavía abierto a mayor investigación y análisis, sobre el cual el Gobierno se encuentra adelantando pasos para recibir asesoría de carácter internacional.



El informe de la Misión para el Desarrollo del Mercado de Capitales que se pone a disposición del público será material de estudio para las autoridades, los agentes del mercado de capitales, los académicos y el público en general. Su lectura ciertamente abre luces sobre los pasos que deben darse para despejar definitivamente el futuro de este mercado. Por ello, en nombre del Gobierno Nacional deseo agradecer a todos los miembros de su Consejo Directivo que en su seno representaron al sector privado y reiterar mis agradecimientos y felicitaciones al doctor Mauricio Cárdenas, a su equipo de colaboradores y a todos los consultores que participaron en este importante proyecto. Asimismo, resulta indispensable reconocer el apoyo que el Banco Mundial, mediante una donación de origen Japonés, nos prestó para la financiación de los estudios que sirvieron de base a la Misión.

Guillermo Perry Rubio
Ministro de Hacienda y Crédito Público.

Presentación del Informe Final

Este informe recoge los principales resultados de los estudios realizados para la Misión durante el período comprendido entre febrero de 1995 y marzo de 1996. Todos los trabajos fueron presentados y debatidos en el seno del Consejo Directivo de la Misión, cuyas deliberaciones aportaron valiosos elementos que hacen parte fundamental de este reporte.

Los estudios fueron encomendados a un reconocido grupo de expertos nacionales e internacionales con el propósito de analizar de manera integral el mercado de capitales colombiano, especialmente en su segmento no bancario o de instrumentos. El punto de partida lo constituyó el diagnóstico de la situación actual del mercado de capitales en Colombia y su contraste con las tendencias internacionales. También se realizó un ejercicio de revisión de la literatura internacional que analiza las ventajas, desde el punto de vista del crecimiento económico, de un mayor grado de desarrollo en los mecanismos para la intermediación de recursos.

La Misión dio especial importancia a la relación existente entre el contexto macroeconómico y el desempeño del mercado de capitales. Con base en las cifras colombianas y de otros países, se concluyó que la estabilidad económica, entendida como la menor variabilidad en las principales variables macroeconómicas, constituye el mejor estímulo para la profundización del mercado de capitales. Adicionalmente, el desarrollo de la intermediación de recursos por la vía de la emisión de instrumentos, como las acciones y los bonos, requiere de bajos niveles en las tasas de interés y de inflación.

Como es natural, la mayor parte de los estudios se concentraron en el análisis de los diversos aspectos relacionados con la oferta de bonos y acciones por parte de emisores privados y públicos, y la demanda ejercida por inversionistas individuales e institucionales, tanto nacionales como extranjeros. Las conclusiones y recomendaciones de la Misión están orientadas a estimular la oferta de papeles, el mayor cuello de botella del mercado, así como a consolidar el papel que pueden jugar diversos tipos de inversionistas, especialmente los de carácter institucional.

También se estudiaron en detalle las condiciones bajo las cuales se pueden introducir en el mercado de capitales colombiano algunos instrumentos de uso creciente a nivel internacional poco desarrollados en nuestro medio. Entre los más importantes vale la pena mencionar los derivados requeridos para una adecuada cobertura de riesgos, el leasing habitacional, la emisión de papeles para la financiación de proyectos de infraestructura y las titularizaciones en general.

Así mismo, el análisis del mercado de capitales abarcó el marco legal e institucional vigente. Pese a que en este contexto existe un mayor desarrollo relativo que en otros frentes del mercado, se requieren importantes modificaciones para promover el mercado e incrementar su tamaño y eficiencia.

En total la Misión encargó 24 estudios, buena parte de los cuales fueron realizados en Fedesarrollo, donde se concentró el equipo técnico de la misma. Adicionalmente, los trabajos encargados a consultores externos fueron eficazmente coordinados por Cynthia Rosenberg y Rafael Herz, con lo cual se garantizó unidad temática y coherencia entre los diversos estudios.

La participación de Fedesarrollo permitió integrar de manera exitosa al sector público, a los principales actores privados en el mercado y a una entidad independiente de análisis económico. Con ello, se diseñó una estructura que hizo posible recoger todas las opiniones sobre el mercado, para posteriormente someterlas al riguroso escrutinio del análisis formal.

Las recomendaciones de la Misión son múltiples, por lo que su aplicación requiere del concurso de todos los grupos que hicieron parte de esta iniciativa. No hay estrategias sencillas para dinamizar el mercado. Más aún, ningún tipo de agente que participe en él puede, por sí sólo, lograr este objetivo. Por ello, es vital que se mantenga una estrecha coordinación entre las autoridades y el sector privado, con el fin de consolidar las propuestas planteadas.

Este proyecto no hubiera podido realizarse sin el compromiso y la dedicación de Leonardo Villar, Viceministro Técnico de Hacienda, quien jugó un papel central en todas las etapas del trabajo. Igualmente, Claudia Duarte en el Ministerio de Hacienda coordinó con gran eficiencia los aspectos administrativos del proyecto, para lo cual contó con la valiosa colaboración de la oficina del PNUD en Bogotá.

La labor de los miembros del Consejo Directivo merece un especial reconocimiento. El análisis de los diferentes temas se enriqueció enormemente con sus aportes y sugerencias, muchas veces por medio de documentos especialmente preparados para la Misión. Especial agradecimiento merecen Guillermo Perry, Ministro de Hacienda, quien lideró e impulsó esta iniciativa. Igualmente, Jorge Castellanos, Superintendente Bancario hasta diciembre de 1995, Andrés Uribe, Superintendente de Valores y Clemente del Valle, Director de Crédito Público, apoyaron desde un comienzo la tarea del equipo técnico y siguieron muy de cerca la evolución de su trabajo. María Luisa Chiappe, Superintendente Bancario desde enero de 1996, mostró gran interés en las últimas etapas del estudio.

Las tres bolsas de valores del país suministraron la información necesaria, comentaron diligentemente los borradores de los trabajos relevantes y organizaron encuentros y seminarios con los comisionistas. La activa participación de Carlos Caballero, Julián Domínguez y Luis Fernando Uribe, Presidentes de las Bolsas, fue vital para vincular a los principales agentes del mercado, quienes estuvieron magníficamente representados por Eduardo Foción Soto y Bruce MacMaster.

Por su parte, la Corporación Financiera del Valle y la Asociación Bancaria publicaron algunos de los borradores de la Misión y crearon el espacio propicio para su discusión. Julio Manuel Ayerbe suministró permanentemente ideas e información que resultaron vitales para el análisis de varios capítulos. Así mismo, los consultores del proyecto participaron

activamente en las reuniones del Consejo, fueron admirablemente pacientes con las modificaciones propuestas por el equipo técnico y colaboraron decididamente en la elaboración del informe final.

Rudolf van der Bijl de la Corporación Financiera Internacional y Andrés Jaime del Banco Mundial aportaron importantes sugerencias en todas las etapas del estudio. Felipe Saéz y Natalia Gómez de Pizano del Banco Mundial en Bogotá colaboraron activamente en el desarrollo del proyecto. La labor de Luisa Fernanda Ramírez, secretaria del proyecto, fue indispensable para que el trabajo de la Misión fluyera sin ningún contratiempo.

Este informe fue preparado en FEDESARROLLO con la colaboración de un excelente equipo de investigadores conformado por Andrés Escobar (Partes I, III y VII), Catalina Gutiérrez (Parte IV.1), Rafael Herz (Partes IV.2 y VI), Juan Manuel Rojas (Parte II), Natalia Salazar (Parte V) y Juanita Olaya (Parte VIII). A ellos mis sinceros agradecimientos por su compromiso y dedicación.

Mauricio Cárdenas Santa María
Director

Estudios Realizados para la Misión del Mercado de Capitales

Aspectos Generales

1. El Mercado de Capitales: Un Enfoque Funcional *por Juan Pablo Trujillo*
2. El Desarrollo de los Mercados de Valores y los Equilibrios Múltiples *por Kenneth Owen*
3. Macroeconomía y Mercado de Capitales *por Mauricio Cárdenas y Andrés Escobar*

Tendencias Recientes del Mercado de Capitales en Colombia

4. El Sector Financiero Colombiano desde 1990 *por Felipe Jaramillo, Cristina Lanzetta y Edgar Caicedo*
5. El Mercado Accionario en la Economía Colombiana *por Mauricio Cárdenas y Juan Manuel Rojas*

La Oferta de Activos Financieros

- Sector Privado

6. Restricciones Financieras, Comportamiento de las Empresas Manufactureras y Perspectivas para el Desarrollo del Mercado de Capitales en Colombia *por Fernando Tenjo*
7. Los Bonos como Instrumento de Financiamiento y su Aplicación al Contexto Colombiano *por Javier Serrano*
8. Fondos de Capital de Riesgo: posibilidades y perspectivas en Colombia *por Luis Alberto Zuleta y Lino Jaramillo*

- Sector Público

9. El Financiamiento de la Nación y el Mercado de Capitales en Colombia *por B&M Consultores (Gustavo Moreno y Juan Fernando Bonilla)*
10. Endeudamiento Territorial *por Pedro Nel Ospina y Catalina Gutiérrez*
11. El Financiamiento de las Empresas Públicas de Servicios Públicos y el Mercado de Capitales en Colombia *por B&M Consultores (Gustavo Moreno y Juan Fernando Bonilla)*

La Demanda de Activos Financieros

12. La Demanda de Activos de los Inversionistas Institucionales en Colombia *por Eduardo Lora y Natalia Salazar*
13. La Inversión Extranjera de Portafolio y su Desempeño en Colombia *por Cynthia Rosenberg y Alejandra Torres*
14. Tendencias Globales de los Inversionistas Institucionales en Mercados Emergentes: Implicaciones para la Reforma en Colombia *por Gary N. Kleiman*
15. El Desarrollo de los Inversionistas Institucionales en Chile y su Papel en el Mercado de Capitales *por PrimAmérica Consultores (Viviana Fuica y Augusto Iglesias)*
16. El Papel de los Inversionistas Institucionales en el Mercado de Capitales de los Estados Unidos *por Terry M. Chuppe*
17. Algunas Comparaciones sobre los Inversionistas Institucionales en Colombia, Chile y Estados Unidos *por Eduardo Lora y Natalia Salazar*

Nuevos Productos

18. Evolución y Perspectivas de la Titularización en Colombia *por Selfinver (Magdalena Barón, Miguel Montes y Juan Pablo Trujillo)*
19. La Financiación de Proyectos de Infraestructura *por Rafael Herz*
20. Condiciones Básicas para el Desarrollo del Leasing Habitacional en Colombia *por Luis Alberto Zuleta y David Arturo Ramírez*

Manejo del Riesgo

21. Mecanismos de Cobertura de Riesgos Existentes en Colombia *por Luis Gabriel Jaramillo*
22. El Mercado de Derivados en Colombia: Desarrollo y Asuntos de Política *por Mark J. Powers*

El Marco Jurídico e Institucional

23. La Microestructura del Mercado Bursátil Colombiano *por Mauricio Cárdenas y Juan Manuel Rojas*
24. La Regulación y el Marco Institucional del Mercado de Capitales en Colombia *por Ulpiano Ayala y Juanita Olaya*

I. EL MERCADO DE CAPITALES

1. Aspectos conceptuales

1.1. Definiciones y Funciones

El mercado de capitales es el conjunto de mecanismos a disposición de una economía para cumplir la función básica de asignación y distribución, en el tiempo y en el espacio, de los recursos de capital, los riesgos, el control y la información asociados con el proceso de transferencia del ahorro a la inversión¹.

La estructura del mercado de capitales se resume en el Gráfico I.1. De acuerdo con el tipo de instrumentos e instituciones que se utilicen, el mercado de capitales se puede clasificar en intermediado o bancario cuando la transferencia del ahorro a la inversión se hace por medio de intermediarios (bancos, corporaciones financieras, fondos mutuos, etc.) o no intermediado, cuando dicha transferencia se hace directamente a través de instrumentos. En este caso, el mercado se considera no bancario y se compone de cuatro sub-mercados: el de acciones, el de bonos, el de derivados y el de otros mecanismos de contacto directo entre oferentes y demandantes de recursos².

El mercado de capitales juega un papel necesario en la transferencia del ahorro hacia la inversión debido a que:

- No necesariamente tiene que haber coincidencia temporal y/o espacial de oferentes de recursos (ahorradores) y demandantes (inversionistas).
- Los ahorradores netos quieren colocar sus recursos por plazos cortos, mientras que los inversionistas buscan recursos de largo plazo.

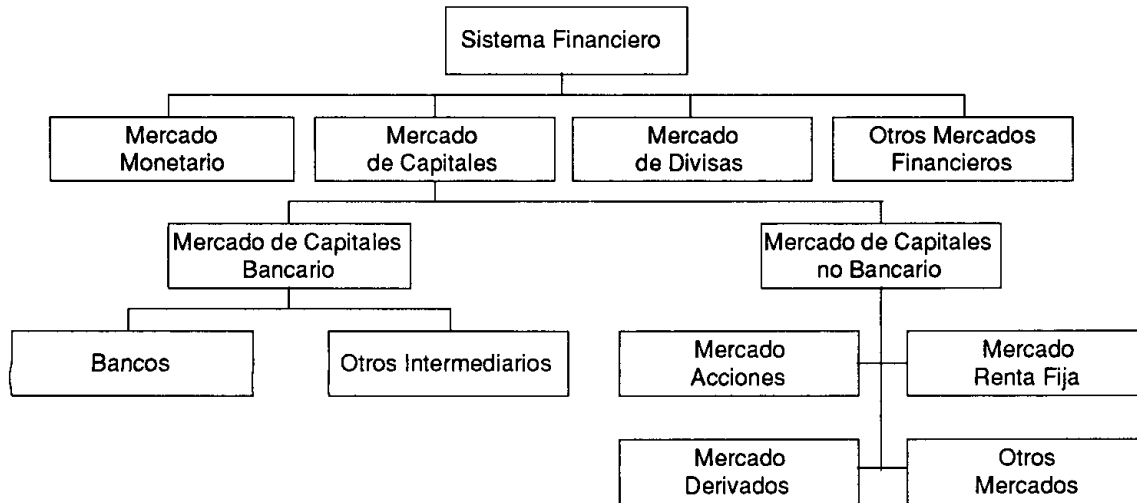
¹ Por recursos de capital se entiende aquellos de mediano y largo plazo destinados a financiar la inversión, por oposición a los recursos de corto plazo que constituyen el objeto del mercado monetario.

² Por otra parte, los mecanismos intermediados y no intermediados pueden ser formales o informales. En el caso del sistema no intermediado se hace con base en este principio una distinción entre los mercados bursátiles y los mercados sobre el mostrador (OTC).

El mercado de capitales realiza la intermediación entre el ahorro y la inversión.

Existen dos tipos de mercados de capitales: el intermediado (o bancario) y el no intermediado (o de instrumentos).

Gráfico I.1
SISTEMA FINANCIERO Y MERCADO DE CAPITALES



- Los ahorradores individuales disponen generalmente de pequeños excedentes. Por otra parte, los inversionistas requieren de sumas mayores para emprender sus proyectos.
- Existen asimetrías de información entre ahorradores e inversionistas que hacen de la transferencia directa de recursos una actividad con problemas de *selección adversa* por parte de los ahorradores y *riesgo moral* por parte de los inversionistas. Estos problemas surgen cuando los acreedores tienen información imperfecta acerca de las acciones y características de los deudores. En resumen, los bancos y demás intermediarios enfrentan problemas para categorizar las solicitudes de crédito, juzgar la capacidad de pago y monitorear las acciones de los demandantes de recursos (Stiglitz y Weiss, 1981 y 1983)³.
- Los ahorradores no quieren enfrentar el riesgo de “enterrar” sus recursos en inversiones de difícil realización. Por otra parte, la actividad del inversionista, de más largo plazo, enfrenta riesgos que es necesario minimizar y diversificar.

El mercado de capitales provee un conjunto de mecanismos donde los anteriores inconvenientes son subsanados en mayor

³ En el caso de riesgo moral los deudores llevan a cabo acciones riesgosas que aumentan la probabilidad de no pago de la deuda. La selección adversa tiene lugar cuando la mezcla de solicitantes se deteriora (sólo los más propensos a no pagar se postulan).

o menor grado de acuerdo con su nivel de desarrollo. En particular, realiza las siguientes labores fundamentales:

- Aglomera los recursos de los ahorradores, de forma tal que proyectos de inversión que excedan la capacidad de ahorro de un individuo puedan llevarse a cabo.
- Convierte los plazos, gracias a (i) la captación de recursos de los ahorradores por medio de instrumentos de corto plazo y (ii) colocación de recursos de largo plazo entre los inversionistas.
- Reduce los costos de transacción al existir economías de escala en la movilización de recursos.
- Facilita el flujo de información y el monitoreo permanente, lo cual reduce los problemas de selección adversa y riesgo moral.
- Reduce los riesgos mediante la oferta de instrumentos líquidos a los ahorradores y la provisión de herramientas de cobertura, aseguramiento y diversificación para los inversionistas

1.2 Modelos de Mercado de Capitales

Los mercados de capitales intermediados y no intermediados coexisten en la mayoría de los países del mundo aunque, dependiendo del caso, generalmente uno se desarrolla más que el otro. De acuerdo con Trujillo (1995), Alemania es un ejemplo de mayor desarrollo relativo del mercado bancario, mientras que Estados Unidos y el Reino Unido han tenido un mercado no intermediado más dinámico (sin desconocer el papel de las instituciones financieras). Por ello, los modelos alemán y anglosajón se han convertido en esquemas de desarrollo alternativo del mercado de capitales. Como se discute más adelante, Colombia ha optado por un modelo más inclinado hacia el esquema alemán.

El sistema alemán está estructurado alrededor de pocas instituciones bancarias multipropósito, mientras que su mercado no intermediado es de escasa profundidad y poco competitivo frente al intermediado. Por ejemplo, en Alemania el mercado de derivados existe apenas desde 1990. En contraste, las instituciones financieras no se limitan al suministro de financiación, sino que en muchos casos poseen participación accionaria en el sector real. Los bancos tienen un papel multifacético en la gobernabilidad de las empresas industriales y han sido una fuente principal de capital y liderazgo empresarial. Por esta razón, en Alemania los accionistas de una empresa no se

Alemania tiene un mercado de capitales bancario mientras que Estados Unidos y el Reino Unido tienen uno basado en instrumentos.

distinguen fácilmente de otros acreedores. Adicionalmente, existe una internalización de los procesos de reestructuración de activos, lo cual reduce el uso de instrumentos externos de reestructuración tales como los procedimientos de quiebra y concordato, o la toma de empresas a través de fusiones y adquisiciones. Los mecanismos de control y monitoreo, por su parte, van desde el diseño de contratos legales hasta obligaciones implícitas fundadas en relaciones de confianza, reforzados por mecanismos no legales⁴. Finalmente, es necesario mencionar que los sistemas intermediados tienden a favorecer la concentración de la propiedad empresarial, en la medida en que los recursos de deuda provienen principalmente de créditos y los recursos de capital se obtienen de los socios existentes o de unos pocos inversionistas nuevos.

El sistema anglosajón se encuentra en el otro extremo del espectro. Los mercados de valores son de gran importancia en el cumplimiento de las funciones del mercado de capitales. El sistema bancario o intermediado es importante, pero se concentra en provisión de préstamos de corto plazo y sus actividades han estado restringidas geográficamente al nivel regional. Así, mientras que el sistema bancario cumple funciones de banca comercial, el no bancario se ha especializado en funciones de banca de inversión.

En virtud del ideal de democracia corporativa y la premisa de que los abusos de poder empresarial deben evitarse, el sistema legal estadounidense ha limitado la posibilidad de que las instituciones financieras se conviertan en grandes accionistas de las empresas del sector real. Esto ha llevado a que el mercado de capitales desarrolle mecanismos externos como los procedimientos de concordato y quiebra, comités de asesoría, contratos de deuda con cláusulas especiales y tomas de control corporativo⁵. Existe, por lo tanto, una clara diferenciación entre los accionistas y los demás acreedores de las empresas, i.e. entre accionistas y deudores. Adicionalmente, se favorece la democratización de la propiedad accionaria, a diferencia del sistema alemán.

Paralelamente con la existencia de bancos, fondos de pensiones y la emisión de acciones y bonos, en los Estados Unidos

Los sistemas intermediados tienden a favorecer la concentración de la propiedad.

En los sistemas basados en instrumentos se favorece la democratización de la propiedad.

⁴ Japón y Alemania, al contrario de otras naciones más legalistas, han dependido en forma importante de contratos implícitos entre pocas partes que tienen relaciones más estables en el largo plazo. Estas son tan profundas y estrechas que han dado pie al surgimiento de grupos económicos.

⁵ "Corporate takeovers" en la literatura anglosajona.

han surgido nuevos instrumentos e instituciones con gran importancia en el financiamiento de la inversión, tales como los fondos mutuos y la titularización de activos. Los mercados de derivados, los cuales existen hace más tiempo que en cualquier otro país del mundo, son ampliamente utilizados y presentan una alta liquidez. Lo anterior da lugar a la existencia de grandes cantidades de información y de alternativas de manejo de riesgo. El Cuadro I.1 presenta un resumen de las principales diferencias entre sistemas alemán y anglosajón, y muestra como complemento la situación colombiana.

Sin embargo, la supuesta gran influencia de los bancos sobre el desempeño de las empresas en el sistema alemán debe ser cuidadosamente evaluada. En primer lugar, Mayer (1990) y Edwards y Fischer (1994) encuentran evidencia muy limitada de que las empresas alemanas, en virtud de su estrecha relación con los bancos, presenten mayores niveles de endeudamiento que las de otros países desarrollados. Por otra parte, mediante la comparación de una muestra de empresas alemanas en 1974 y 1985, Gorton y Schmid (1996) encuentran que la influencia de los bancos en el desempeño de las empresas ha disminuido en virtud del mayor desarrollo del mercado de instrumentos en Alemania. Cabe anotar que los análisis de Gorton y Schmid encontraron que incluso en 1974, cuando la injerencia (medida como participación accionaria) de los bancos era mayor, éstos no indujeron un mayor endeudamiento de la empresa sino un mejor desempeño de ésta en término de utilidades.

En suma, de acuerdo con los trabajos de Stiglitz (1994) y Allen y Gale (1995), no se puede afirmar que exista una estructura óptima de mercado de capitales. Es decir, no se puede juzgar a priori y considerar un modelo mejor que el otro. Por ejemplo, el sistema alemán no es menos eficiente en el cumplimiento de las funciones del mercado de capitales que el sistema anglosajón. Cada estructura posee ventajas y desventajas, y cada una corresponde a circunstancias particulares de cada país⁶. Más aún, en términos generales se puede observar a nivel mundial una tendencia hacia la complementación de los dos sistemas más que a su sustitución. A continuación se presenta un corto análisis de las ventajas de uno y otro sistema:

- Diversos estudios revelan que en los países desarrollados los recursos internos son la principal fuente con que las empresas financian sus planes de inversión. En cuanto a las

No se puede afirmar que exista una estructura óptima de mercado de capitales.

Los mecanismos intermedios y los instrumentos deben coexistir y complementarse.

⁶ En los modelos de equilibrio general (Arrow-Debreu) no hay razón para la existencia de intermediarios, mientras que en otros modelos con información imperfecta la existencia de intermediarios genera mayor bienestar en la medida en que reducen los problemas de selección adversa y riesgo moral.

Cuadro I.1 COMPARACION DE SISTEMAS FINANCIEROS

	Alemania	Estados Unidos	Colombia
Multibanca	Sí	No	Sí (desde 1991)
Número de Bancos Importantes	Pocos	Muchos	Pocos
Relación de Largo Plazo entre Bancos y Empresas	Extensiva	Limitada	Intermedia
Competencia entre Bancos y Mercados no Intermediados	Poca	Considerable	Poca
Interacción entre Bancos y Mercados no Intermediados	Limitada	Extensiva	Limitada
Número de Empresas Inscritas en Bolsa	Pequeño	Grande	Mínimo
Mercado de Derivados	Ilíquido	Líquido	Inexistente
Información Disponible sobre Empresas Inscritas	Limitada	Extensiva	Limitada
Mercado para Control Corporativo	No	Sí	Muy poco

fuentes externas o transferidas por el mercado de capitales, los créditos bancarios dominan a la financiación por medio de acciones y/o bonos⁷.

- Los sistemas intermediados ofrecen ventajas en la conversión de plazos en la medida en que estructuran contratos de largo plazo, eliminan los riesgos de liquidez y evitan el fenómeno de cortoplacismo de los sistemas no intermediados.
- Los sistemas no intermediados tienen ventajas en la provisión de mecanismos de manejo de riesgo en un momento del tiempo, mientras que los intermediados ofrecen mejores posibilidades de cubrir el riesgo intertemporalmente.
- Los mecanismos de control y reestructuración interna propios de los sistemas altamente intermediados generan una mayor estabilidad en el desarrollo empresarial.
- Los sistemas no intermediados ofrecen mayor información, pero generan mayor volatilidad.
- Los sistemas intermediados son mejores en la selección de proyectos en industrias tradicionales, mientras que los no intermediados tienen ventajas en la selección de industrias dinámicas e innovadoras.
- Los mecanismos no intermediados reducen los costos de transacción más que los sistemas intermediados, aunque no necesariamente ocurre lo mismo con sus riesgos.

En el caso específico de los países en desarrollo, y en contraste con lo que ocurre en los países desarrollados, las

⁷ Para un detalle de las cifras ver Trujillo (1995).

empresas se financian principalmente con recursos externos, fundamentalmente a través de créditos bancarios. Colombia, India y Jordania son ejemplos de este patrón de comportamiento, mientras que países como Corea y México constituyen excepciones en la medida en que se financian en proporciones importantes (más del 40%) a través del mercado bursátil.

Esta divergencia entre patrones de financiamiento es explicada por las fuerzas que los han impulsado y moldeado a través de los años. Mientras que la expansión del mercado de capitales en ciertos países desarrollados ha estado fundamentada en respuestas espontáneas a fuerzas del mercado, en los demás países desarrollados así como en los países en desarrollo, los gobiernos han jugado un papel protagónico en su orientación⁸. Efectivamente, la mayoría de los cambios en la estructura y operación de los mercados de capitales se ha dado en el contexto de procesos de desarrollo, liberalización o reforma financiera impulsados por entidades gubernamentales o multilaterales.

Es así como en la primera mitad del siglo el desarrollo del mercado de capitales estuvo marcado por recomendaciones que enfatizaron la importancia de las instituciones bancarias y su separación del sector real. Como consecuencia de lo anterior, en los países en desarrollo creció un fuerte sistema de banca especializada con alta participación gubernamental en la asignación de recursos, que a su vez estimuló la utilización de la deuda por encima del capital en la financiación de las empresas. El financiamiento del sector público, por su parte, también jugó un papel importante en este proceso.

Sólo hasta la década de los ochenta las autoridades económicas de los países en desarrollo decidieron enfocar sus esfuerzos hacia el desarrollo de los mercados bursátiles, en medio de un dinámico proceso de integración financiera a nivel mundial. Las medidas adoptadas trascendieron la simple remoción de restricciones e incluyeron desde incentivos tributarios y beneficios no tributarios que hacen atractiva la inscripción en bolsa, hasta la intervención directa del gobierno en algunos países.

Sin embargo, las políticas gubernamentales deben aplicarse con precaución. En varios casos se ha visto que el desarrollo reciente del mercado bursátil ha llevado a una sustitución de

En los países en desarrollo las empresas se financian principalmente con créditos bancarios.

El desarrollo de los mercados bursátiles requiere de un impulso por parte del gobierno...

... pero las políticas gubernamentales deben aplicarse con cautela.

⁸ En el caso de los países desarrollados cabe resaltar la experiencia reciente de Alemania, Francia y España, donde la acción gubernamental ha sido definitiva en la creación de mercados de derivados.

fuentes de financiamiento, hecho que no sigue el patrón de los países desarrollados de una complementación entre los mercados de capitales intermediado y no intermediado. Con todo, la presencia del gobierno en las primeras etapas de desarrollo del mercado es fundamental por razones que se exponen más adelante.

2. La Importancia del Mercado de Capitales para el Crecimiento

Existe amplia evidencia a nivel internacional que sugiere que la inversión es el principal motor del crecimiento económico. Sólo aquellos países que registran tasas elevadas de formación de capital son capaces de mantener una economía dinámica en crecimiento. Cualquier política de desarrollo debe tener presente este hecho.

Por otra parte, como se mencionó en la sección anterior, la inversión depende de los recursos que suministren los ahorradores a través del mercado de capitales. Por esta razón, la literatura teórica y empírica ha encontrado que entre más eficiente sea esta transferencia (entre más eficiente sea el mercado de capitales), habrá más recursos disponibles para invertir y, como resultado principal, habrá un mayor crecimiento. Esta sección resume los principales argumentos teóricos y cita algunos resultados empíricos.

Hay por lo menos tres caminos a través de los cuales el mercado de capitales afecta el crecimiento. En primer lugar, el mercado de capitales consume recursos en el proceso de agregación de ahorros y su posterior transferencia hacia la inversión. Los recursos que se sustraen pueden tomar la forma de salarios o de fondos que permanecen inactivos para atender retiros (i.e. encajes o reservas), y provienen generalmente de la diferencia entre las tasas activas y pasivas que cobran los agentes del mercado de capitales intermediado, y de las comisiones que se cobran en las bolsas. Para un determinado nivel de ahorro, entre mayor sea dicho consumo de recursos la inversión (y el crecimiento) será menor.

En segundo lugar, el grado de desarrollo del mercado de capitales puede afectar la magnitud del ahorro. Entre más eficiente sea el mercado de capitales, menor el costo de la transferencia y, por lo tanto, mayor el retorno que se le podrá ofrecer a los ahorradores. Una tasa de interés alta tiene un doble efecto: hace más atractivo consumir mañana, lo cual aumenta el ahorro (efecto sustitución), pero por otra parte, hace más ricos a los ahorradores hoy y los lleva a consumir más y, consecuentemente, a ahorrar menos (efecto ingreso). No es claro, teórica

La inversión es el principal motor del crecimiento.

Mientras más eficiente es el mercado de capitales...

... menos costosa es la intermediación.

... mayor es el retorno al ahorro...

o empíricamente, cuál de los efectos prevalece⁹. Como se discute más adelante, el efecto neto en Colombia parece ser nulo.

En ausencia de un mercado de capitales los ahorradores no pueden invertir todos sus recursos en activos físicos ilíquidos, en la medida en que pueden necesitar liquidez en caso de emergencia. El mercado de capitales permite al ahorrador la colocación de la totalidad de sus recursos excedentarios, en la medida en que garantiza su liquidez por medio de los encajes y otros mecanismos¹⁰. Tampoco es claro, sin embargo, si esta garantía aumenta las tasas de ahorro.

Finalmente, el desarrollo financiero reduce las restricciones de liquidez, permitiendo a los agentes endeudarse contra ingresos futuros, lo que puede provocar una disminución del ahorro.

En tercer lugar, la literatura demuestra que el grado de desarrollo del mercado de capitales afecta la asignación de recursos entre proyectos. Una de las razones es su capacidad de recolectar información y procesarla profesionalmente, de manera que sistemáticamente puede analizar los pros y contras de proyectos individuales. Este concepto aparece en Greenwood y Jovanovic (1990), donde existe la posibilidad de invertir en una tecnología segura de bajo rendimiento y otra riesgosa pero de alto rendimiento. Las instituciones financieras surgen de manera endógena y, mediante la recolección y el análisis de información, adquieren conocimiento acerca de las características de las tecnologías y destinan recursos a aquellas de mayor rendimiento. De esta forma, aumenta la productividad del capital y con ello el crecimiento económico. La endogeneidad mencionada hace que el mayor crecimiento aumente a su vez la intermediación o tamaño del mercado de capitales.

... y es más fácil la escogencia de los proyectos de inversión más rentables.

Otro de los caminos por los que el mercado de capitales mejora la escogencia de proyectos es mediante la diversificación de riesgos. El modelo de Bencivenga y Smith (1991) supone la existencia de una inversión líquida pero de baja rentabilidad y otra ilíquida pero de rentabilidad alta. En ausencia de un mercado de capitales los ahorradores sólo pueden cubrirse contra el riesgo al adquirir el activo líquido, mientras que en el caso opuesto los recursos pueden destinarse hacia la inversión de alta rentabilidad.

⁹ En el agregado el resultado de los efectos ingreso y sustitución depende de la posición neta (deudora o acreedora) del conjunto de agentes. También es preciso reconocer la influencia de la tasa de interés sobre el nivel de actividad económica, el cual a su vez afecta el ahorro.

¹⁰ El ahorrador puede retirar fondos de su cuenta corriente o de ahorros, o liquidar los títulos que posea en el mercado secundario.

Finalmente, Saint-Paul (1992) también ofrece una explicación a la influencia del mercado de capitales en la escogencia correcta de proyectos. Su modelo propone dos tecnologías: una flexible pero de bajo rendimiento y otra inflexible con altos retornos. El mercado de capitales permite que los recursos del sistema puedan canalizarse hacia la segunda, razón por la cual existe una "complementariedad estratégica" entre el mercado de capitales y la tecnología. Si éste está poco desarrollado los agentes invierten en tecnologías de bajo riesgo (que no elevan la productividad general de la economía). En estas condiciones hay pocos incentivos para desarrollar el mercado de capitales ya que no hay necesidad de diversificar el riesgo. La economía se encuentra entonces en un malequilibrio del que ningún productor individual tiene incentivos a apartarse. En estas condiciones, un sistema financiero subdesarrollado implica un aparato productivo de iguales características.

Además de los anteriores desarrollos teóricos, la literatura ofrece un número importante de ejercicios empíricos que comprueban la relación positiva que existe entre mercado de capitales y crecimiento económico. Por una parte, King y Levine (1993), concentraron su trabajo en el mercado de capitales intermediado o bancario. Para 77 países entre 1960 y 1989 encuentran que, controlando por variables relacionadas con la educación, el comercio exterior, la inflación y el tamaño relativo del gobierno, el crecimiento está determinado por: (i) el tamaño de los activos de los bancos como porcentaje del total de activos del mercado de capitales bancario; (ii) una medida de profundidad financiera; (iii) el crédito al sector privado como porcentaje del crédito total y (iv) como porcentaje del PIB.

Zervos y Levine (1995), por su parte, establecen una relación entre crecimiento y mercado de capitales no intermediado. Controlando por variables referentes a la educación y a la estabilidad política, encuentran que el crecimiento económico de 41 países entre 1976 y 1993 es satisfactoriamente explicado por (i) la capitalización de mercado, (ii) el valor total transado, (iii) la bursatilidad y (iv) un índice construido a partir de estos indicadores. También encuentran que aquellos países con mayores valores iniciales de dichos indicadores tienen un mayor crecimiento económico durante los siguientes 20 años. Finalmente, por medio de indicadores que miden la correcta valoración de activos en el mercado¹¹, encuentran que hay un menor crecimiento en aquellos países donde los indicadores reflejan una menor eficiencia en este frente. Todos estos resultados son válidos cuando la variable dependiente se cambia por la tasa de

En promedio, los países con mercados financieros más profundos tienen mayor crecimiento.

Igualmente, cuando el mercado bursátil es más desarrollado el crecimiento es más alto.

¹¹ De acuerdo con los modelos CAPM, ICAPM y APT.

acumulación de capital per cápita o por medidas de productividad¹².

3. ¿Se Requiere la Intervención Estatal en el Mercado de Capitales?

De acuerdo con Stiglitz (1993), el mercado de capitales difiere de otros mercados, entre otros, en que sus fallas tienen un potencial dañino mayor. Por esta razón, el control regulatorio es deseable en la medida que procure un funcionamiento más eficiente del mercado y con ello una mejora en el desempeño general de la economía.

La regulación de los mercados financieros se justifica por diversas razones. En primer lugar, es difícil para el público evaluar tanto la calidad de los activos transados como los servicios ofrecidos por los intermediarios financieros. Por ello, para mejorar la información disponible sobre los papeles que se ofrecen, la regulación exige a las compañías emisoras hacer pública la información relevante de la empresa, al tiempo que impone requisitos de capital y profesionalismo a las firmas que prestan los servicios de intermediación. Dichos estándares deben requerirse cuando el cliente sea incapaz de verificar la calidad del servicio prestado. La inexistencia de condiciones puede conducir a una entrada masiva al mercado de intermediarios de baja calidad, lo que disminuye la calidad promedio del servicio y el precio del mismo. En un típico ejemplo de selección adversa, esto provoca la salida de los oferentes de más alto nivel (ver Leland (1970)).

Un segundo motivo para regular está en la necesidad de limitar al poder de mercado. Por ejemplo, en los mercados de futuros y en los mercados primarios de bonos del gobierno se imponen topes sobre las posiciones especulativas. Frecuentemente, el poder monopólico de mercado que poseen algunos comisionistas se basa en el acceso exclusivo a información confidencial. Las entidades reguladoras tratan de solucionar el problema a través de los requisitos de suministro y revelación de información, así como la restricción al intercambio con información privilegiada (insider trading regulation).

En tercer lugar, dado que la información es un bien público, no existen motivos para suponer que los mercados financieros brindan los incentivos correctos para recolectar y diseminar

¹² Zervos y Levine (1995) encuentran que conjuntamente con las variables del mercado de capitales bursátil, el crédito bancario al sector privado como porcentaje del PIB es significativo para explicar el crecimiento.

información. Es claro que existe un incentivo para aprovechar la información que brindan otros sin revelar la información propia. Por lo tanto, se requiere de coordinación para obligar a los intermediarios a ser recíprocos en el suministro de información.

Todas las anteriores regulaciones pueden ser impuestas en principio por una agencia de gobierno o pueden dejarse a la iniciativa de los participantes en el mercado.

Por otra parte, comparaciones internacionales han encontrado que economías similares tienen mercados de capitales de tamaños diferentes (en términos de compañías inscritas o de volumen de transacciones). Es interesante preguntarse por qué hay economías en las que el mercado de capitales tiene un menor desarrollo relativo (como la colombiana). Uno de los argumentos predilectos en la literatura se relaciona la existencia de fallas de coordinación entre los agentes de la economía.

El problema de coordinación puede ilustrarse de manera sencilla con un ejemplo que sigue de cerca a Pagano (1993)¹³ La participación en el mercado de capitales no intermediado obedece a que los riesgos de liquidez que enfrentan los inversionistas pueden ser superados mediante emisión de acciones o de bonos. Sin embargo, la emisión de papeles por parte de un empresario depende de sus expectativas con respecto a lo que hagan los demás. Si espera que sólo unos pocos lo sigan, entenderá que se percibe una baja demanda y un bajo volumen potencial de transacciones. Por el contrario, si espera que sean muchos los seguidores de su iniciativa, entiende que hay expectativas de alta demanda y bursatilidad por los instrumentos que se vayan a emitir. Las expectativas cuando el mercado de capitales es poco profundo son bajas, de forma tal que nadie querrá ser el primero en emitir. Hay un mal equilibrio en el número de empresas inscritas debido a una falla de coordinación.

Desde otro ángulo, Gale (1992) se concentra en los beneficios que tiene para el mercado de capitales la estandarización de títulos que reduce los costos de información. En un mercado de capitales poco profundo no son muchos los incentivos a innovar, ya que se teme que por un título novedoso y desconocido se pague un precio inadecuado por falta de demanda. Esta se debe a que los compradores temen destinar recursos a la adquisición de un título que no conocen, sobre todo cuando existe un abanico de títulos estandarizados en el mercado en cuestión. Informarse sobre el título nuevo puede significar una pérdida de

Cuando el mercado bursátil es pequeño nadie quiere dar el primer paso e inscribir su empresa en la bolsa.

El gobierno puede ayudar a superar esa falla de coordinación.

¹³ Para una exposición más general ver Cooper y John (1988).

tiempo y de recursos. Una posible solución sería que muchos emisores salieran al mercado con títulos novedosos, de forma tal que los compradores tuvieran incentivos a informarse sobre ellos y demandarlos con conocimiento de causa. De nuevo, es posible que nadie dé el primer paso y el mercado de capitales permanezca en un mal equilibrio con pocos papeles.

Cabe preguntarse si existen caminos para superar las fallas de coordinación aquí mencionadas y llevar a la economía a un buen equilibrio. La respuesta tiene que ver mucho con la acción gubernamental. En primer lugar, el gobierno debe aprovechar su alta calificación crediticia como deudor soberano. En este sentido podría, mediante la emisión de bonos de largo plazo, expandir el incipiente mercado de bonos que hay en Colombia y dar señales claras a los demás que no quieren actuar de primeros. En segundo lugar, la falla de coordinación relacionada con las pocas empresas listadas podría remediarse con programas de (i) privatización, (ii) conversión de empresas de servicios públicos en empresas por acciones registradas en bolsa y (iii) mecanismos que impulsen la demanda y mejoren las oportunidades de los inversionistas para compartir riesgo, generando así incentivos para que se dé una mayor participación en el mercado. Tal fue el caso en Italia, donde la introducción de los fondos mutuos (acompañada de una agresiva tarea de apoyo financiero a los empresarios financiada con recursos públicos) incrementó el número de empresas inscritas en el Mercado de Valores de Milán en un ochenta por ciento en el lapso de tan sólo ocho años¹⁴. También es necesario mencionar el importantísimo rol que ha jugado la red de oficinas postales para captar masivamente los recursos de pequeños ahorradores en Francia y en algunos países del este asiático. Dichos incrementos del ahorro institucional, además, tienen la bondad de elevar la demanda por instrumentos más sofisticados en beneficio de la profundidad del mercado.

En resumen, el papel del Estado en el desarrollo del mercado de capitales se puede presentar en dos frentes principales, uno pasivo y el otro activo. En primer lugar, como regulador (rol pasivo), evitando fallas de mercado con potencial altamente dañino incluso para la economía como un todo. En segundo lugar, como agente capaz de solucionar fallas de coordinación (rol activo) que pueden 'atrapar' al mercado en un mal equilibrio de bajo tamaño, iliquidez y elevados costos de intermediación. Por su puesto, por sí solos, los malos equilibrios tienden a perpetuarse. Si se entiende que estos dos tipos de intervención solucionan problemas diferentes, debe quedar claro que como objetivos de política deben manejarse por separado.

¹⁴ Ver el trabajo para la Misión de Owen (1995).

II. EL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA

1. Tendencias Históricas

El mercado de capitales en Colombia enfatiza el papel de los intermediarios en la transformación del ahorro en inversión. En este sentido, tiene grandes similitudes con el modelo alemán y japonés, en el cual los intermediarios financieros tienen una estrecha relación con el sector productivo. Frecuentemente dichas relaciones rebasan las simples operaciones crediticias.

El desarrollo del mercado de capitales bancario se realizó durante más de treinta años en detrimento del desarrollo de mecanismos directos o no-intermediados. Sólo se empezó a revertir esa tendencia en la mitad de los años ochenta, al entender que la promoción del mercado requería eliminar el sesgo en contra de los instrumentos bursátiles. El origen del modelo colombiano está asociado a las recomendaciones de las misiones extranjeras que visitaron el país a comienzos de los años cincuenta¹.

De acuerdo con la ideología imperante, según la cual los gobiernos debían adoptar un papel protagónico en la economía, se consideró deseable intervenir activamente en la asignación del crédito y el nivel de las tasas de interés. En respuesta a todas las recomendaciones, la legislación financiera se acomodó rápidamente para introducir los cambios necesarios. La decisión de mayor envergadura fue la transformación en 1951 del Banco de la República en banco de fomento. Así las cosas, la consecución de capital en el mercado bursátil fue paulatinamente reemplazada por el crédito de fomento que brindaba el Banco de la República. Es un lugar común en la literatura encontrar afirmaciones en las que se señala este cambio en la legislación (y en las funciones del Banco de la República) como uno de los

El mercado de capitales en Colombia se basa en los intermediarios financieros.

Este es el resultado de decisiones de política adoptadas durante la posguerra.

¹ En la misión liderada por los representantes de la Reserva Federal de EE.UU., Richard Grove y Gerald Alter, se planteó la necesidad de reestructurar el Banco de la República y autorizar las operaciones de crédito de fomento. De otra parte, la misión del Banco Mundial, liderada por Lauchlin Currie, señaló la importancia de adecuar al sector bancario para posibilitar un mayor financiamiento de la inversión. Desde el punto de vista del sector privado, la ANDI también ejerció una gran influencia para posibilitar la obtención de recursos de largo plazo por fuera del mercado bursátil.

principales obstáculos al desarrollo del mercado accionario en Colombia².

Sin embargo, vale la pena aclarar que el crédito de fomento no constituía, en sentido estricto, un crédito subsidiado. Aunque es indudable que las tasas de interés de redescuento otorgadas por el Banco de la República eran inferiores a las tasas prevaletientes en el mercado nacional, es cierto que expresadas en dólares dichas tasas fueron por lo general muy superiores a las existentes en el mercado internacional. En este sentido, el crédito de fomento actuaba como una válvula de escape parcial a las distorsiones introducidas por el control de capitales.

De otra parte, el cambio en la legislación financiera fue reforzado por la reforma tributaria de 1953 por medio de la cual se instauró la doble tributación y se le dieron ventajas tributarias al endeudamiento. Con esta reforma, las utilidades de las sociedades anónimas y limitadas empezaron a tributar en cabeza tanto de la sociedad como de los socios. Adicionalmente, se adoptó una compleja estructura tarifaria aplicable a las sociedades anónimas (basada en 43 tramos tarifarios diferentes). Para las sociedades limitadas, por el contrario, legisló una tarifa única del 3%³. En consecuencia, se desestimuló la creación de nuevas sociedades anónimas y la capitalización de las ya existentes por medio de emisión de acciones. Sin duda, el tratamiento tributario diferencial por tipo de sociedad y la doble tributación incidieron en la menor dinámica del mercado accionario⁴.

Estas dos reformas dieron origen a una modificación profunda en la estructura económica colombiana. A partir de ese momento se estimuló la formación de grupos económicos, basados en un

La introducción del crédito de "fomento" jugó un papel central...

... que fue reforzado por la doble tributación y la deducibilidad de intereses.

² La literatura sobre el desempeño del mercado bursátil en Colombia es relativamente extensa (por ello, con frecuencia se ha dicho que el sector está 'sobre-diagnosticado'). Entre los estudios recientes más importantes se encuentran, Restrepo, Serna y Rosas (1983), Carrizosa (1986), Hommes (1989), Ossa (1990), Banco de la República (1991). Todos ellos analizan la decadencia del mercado accionario en Colombia, cuyos orígenes se remontan a finales de los cuarenta y a principios de los cincuenta. En el más reciente de ellos, Steiner y Jaramillo (1994) señalan además que la notable recuperación que ha presentado el mercado bursátil nacional desde principios de la presente década coincide con el inicio del proceso de apertura económica (que facilitó el ingreso a partir de 1992 de los fondos de capital extranjero) y la introducción de cambios importantes en la legislación económica.

³ Posteriormente, por medio de la Ley 81 de 1960 se hizo más compleja la estructura tarifaria de las sociedades limitadas.

⁴ La reforma tributaria de 1974 no mejoró la situación de las sociedades anónimas y ni la de dicho mercado. Se mantuvo el tratamiento diferencial por tipo de sociedad al establecer una tasa de 40% sobre las utilidades de las sociedades anónimas y de 20% sobre las utilidades de las sociedades limitadas (ver Carrizosa (1986, p.60)).

"matrimonio" entre el sector real y el sector financiero⁵. Para el funcionamiento de las empresas del sector real resultaba útil tener una filial en el sector financiero que intermediara los recursos de crédito de fomento del Banco de la República. Esta tendencia se fortaleció en 1957 con la creación de las corporaciones financieras cuyo propósito era canalizar el ahorro interno hacia la inversión directa y/o el otorgamiento de créditos de mediano y largo plazo.

Posteriormente, en 1973 la creación del sistema UPAC actuó en la misma dirección. No sólo se le arrebató al mercado bursátil los ahorradores individuales que antes invertían sus excedentes en acciones⁶, sino que se profundizó el proceso de financiación de la inversión (en construcción y vivienda) a través de intermediarios por oposición a los instrumentos de mercado.

En este sentido, las medidas adoptadas consolidaron una estructura económica similar al *keiretsu* (o grupo industrial) japonés. Esta institución está basada en los grandes bancos que operan como eje del grupo y financian la mayor parte de la inversión de las empresas afiliadas.

Con ello, los bancos se convierten simultáneamente en accionistas y acreedores de las empresas, al tiempo que mitigan algunos de los problemas de información que existen cuando la deuda y las acciones están más desconcentradas y ningún inversionista tiene el incentivo a monitorear la firma.

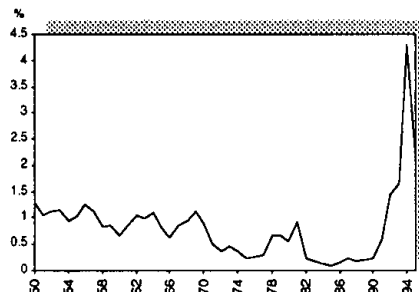
Como se discute en detalle en el próximo capítulo, a las reformas anteriores hay que adicionar los efectos del entorno macroeconómico. La aceleración de la inflación durante la primera mitad de los años setenta, debilitó aún más el mercado bursátil debido a la deducibilidad del componente inflacionario de los intereses y el deterioro de los precios reales de las acciones. Este es, quizás el principal determinante del deterioro del mercado bursátil.

El deterioro fue tal que mientras el sector financiero registró un promedio anual de crecimiento real entre 1970 y 1978 del 12.3%, las transacciones en acciones cayeron entre 1970 y 1975 en igual proporción (Cuadro II.1). En los Gráficos II.1 y II.2 puede apreciarse la magnitud del deterioro de las transacciones en acciones.

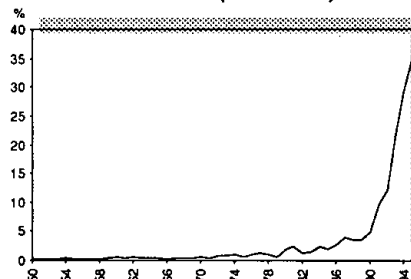
⁵ Este punto ha sido mencionado, entre otros, por Hommes (1989) y Caballero (1995).

⁶ Esta sustitución se debió en parte al escaso grado de indexación de los precios de las acciones.

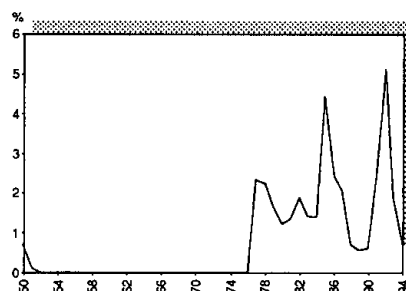
Gráfico II.1
EVOLUCION DE LA PARTICIPACION SOBRE EL PIB DE LAS TRANSACCIONES EN ACCIONES (1950-1995)



EVOLUCION DE LA PARTICIPACION SOBRE EL PIB DE LAS TRANSACCIONES DE RENTA FIJA (1950-1995)



EVOLUCION DE LA PARTICIPACION SOBRE EL PIB DE LAS TRANSACCIONES DE CERTIFICADOS Y TITULOS CANJEABLES (1950-1994)



Cuadro II.1 EVOLUCION DEL MERCADO BURSATIL COLOMBIANO (1950-1995)

	1951-1955	1956-1960	1961-1965	1966-1970	1971-1975	1976-1980	1981-1985	1986-1990	1991-1995
Acciones									
Transacciones (% de crec.)	5.13	-11.13	2.19	18.87	-12.26	30.10	-40.31	13.15	99.58
Transacciones/PIB	1.10	0.94	0.96	0.89	0.39	0.49	0.31	0.20	2.00
Transacciones/Tran./totales	74.04	71.43	66.22	67.49	33.66	15.68	7.48	3.88	7.94
Renta Fija									
Transacciones (% de crec.)	13.48	27.32	-4.86	28.21	16.27	22.16	1.03	19.62	49.28
Transacciones/PIB	0.28	0.37	0.49	0.43	0.79	1.24	1.94	3.72	18.10
Transacciones/Tran. totales	19.63	28.57	33.78	32.51	66.34	43.76	46.34	72.58	78.03
Cert. de Cambio y Tit. Canjeables									
Transacciones (% de crec.)	-100.00	-	-	-	-	-	41.47	-26.86	-31.80
Transacciones/PIB	0.13	0.00	0.00	0.00	0.00	1.47	2.08	1.26	2.52
Transacciones/Tran. totales	6.33	0.00	0.00	0.00	0.00	40.22	46.16	23.54	13.97
Total Transacciones									
Transacciones (% de crec.)	4.89	-0.92	-0.39	22.12	4.45	35.91	14.35	5.29	43.78
Transacciones/PIB	1.52	1.31	1.45	1.32	1.18	3.22	4.33	5.19	22.64

Precios Constantes de 1994.

Fuentes: Bolsa de Bogotá (60 Años Bolsa de Bogotá), Bolsa de Medellín (Actividad Bursátil 20 Años) y Dane.

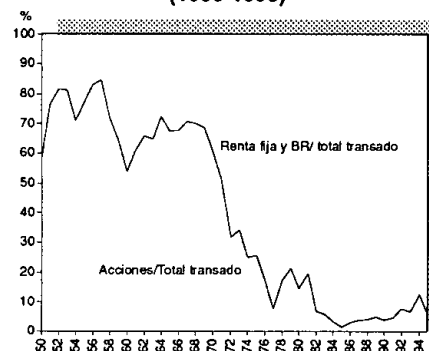
2. Medidas Recientes

El profundo debilitamiento del mercado bursátil se aceleró durante la primera mitad de los años ochenta, al tiempo que se registró una profunda crisis de confianza en el sector financiero, que ocasionó la nacionalización de importantes intermediarios. En este contexto, se tomó conciencia acerca de la necesidad de revitalizar el mercado bursátil con el propósito de diversificar mejor los riesgos en la economía colombiana.

Para el efecto se adoptaron algunas reformas orientadas a recuperar su capacidad competitiva frente a los mecanismos intermediados. El Cuadro II.2 resume las principales medidas adoptadas desde mediados de la década pasada.

Como se aprecia, el paquete de medidas ha sido comprehensivo. El giro radical en la política frente al mercado accionario fue la promulgación de la Ley 75 de 1986, por medio de la cual se buscó incentivar la financiación por emisión de acciones a través de la eliminación gradual de la deducibilidad del componente inflacionario de los intereses, la nivelación gradual de la tarifa de renta aplicable a las sociedades anónimas y limitadas y, de manera significativa, la eliminación de la doble tributación. Estas medidas se complementaron con la expedición

**Gráfico II.2
EVOLUCION DE LA PARTICIPACION DE LAS
ACCIONES Y DE LA RENTA FIJA EN EL
TOTAL DE LAS TRANSACCIONES
BURSATILES
(1950-1995)**



Cuadro II.2 REFORMAS RECIENTES

Reformas	Efectos sobre el mercado bancario	Efectos sobre el mercado bursátil
<i>Legislación tributaria</i>	Eliminación gradual de la deducibilidad del componente inflacionario de los intereses. (Ley 75 de 1986).	Nivelación gradual de la tarifa de renta aplicable a las sociedades anónimas y eliminación de la doble tributación (Ley 75 de 1986).
<i>Legislación financiera</i>	La Ley 45 de 1990 buscó promover la transición de un esquema de banca especializada a uno de banca de filiales, con el propósito de mejorar la eficiencia del sistema. De igual forma, fijó los requisitos de capital mínimo exigido para la formación de cada tipo de entidad financiera, facilitó la transformación entre tipos de intermediarios, eliminó las restricciones a la inversión extranjera y abrió las puertas a los inversionistas foráneos para adquirir hasta el 100% del capital accionario de entidades financieras nacionales.	Se eliminó el impuesto al patrimonio sobre las acciones. La rentabilidad que se obtiene como producto de la valoración al vender en bolsa una acción no sería gravada con el impuesto de renta y de ganancia ocasional. Se exoneró del impuesto a la renta y complementarios a los fondos de inversión, de cesantías, pensiones y valores. Decreto 1321 de 1989 y Ley 49 de 1990. Los intermediarios financieros pudieron ejercer a través de filiales actividades distintas a la intermediación bancaria dentro de las cuales se incluye la intermediación de valores, ampliando el tipo de sociedades autorizadas para participar en el capital de las sociedades comisionistas de bolsa. De igual forma se amplió el objeto social de las firmas comisionistas (Ley 45 de 1990).
<i>Cambios en la regulación prudencial</i>	La exigencias de capital se establecen en función de los activos ponderados por el riesgo. Asimismo, se le exige a las entidades calificar su cartera semestralmente de acuerdo con cinco categorías, se imponen límites individuales al crédito y se reglamenta un nuevo régimen de valoración de inversiones a precios de mercado.	En la Reforma Financiera se incluyeron ciertas sanciones pecuniaras y de responsabilidad civil contra el uso de la información privilegiada. A partir de 1991 se reguló la participación en el mercado de las firmas calificadoras de riesgo.
<i>Incorporación de nuevos agentes</i>	Las entidades del sector financiero, aprovechando las ventajas dadas por la Ley de 45 de 1990, realizaron importantes inversiones en sociedades de servicios complementarios tales como sociedades fiduciarias, de pensiones y cesantías, y en firmas comisionistas de bolsa.	La introducción de nuevos agentes ha servido para fortalecer la demanda por papeles en el mercado bursátil. Entre otras ha tenido gran importancia la reforma laboral de 1990 que creó los fondos de cesantías, la reforma a la seguridad social que introdujo los fondos de pensiones y la liberación de la inversión extranjera tanto directa como de portafolio.
<i>Incorporación de nuevos instrumentos</i>		Es de destacar la Ley 27 de 1990 que introdujo las acciones preferenciales sin derecho a voto para resolver la aversión de los grandes accionistas a diluir el control de la empresa. Asimismo, en 1992 se estableció el marco regulatorio para las operaciones de titularización de activos y en 1994 se diseñó la estructura de funcionamiento de un segundo mercado.
<i>Privatizaciones</i>	La privatización de instituciones financieras ha logrado reducir la participación estatal en el sector. Mientras que a principios de la década la participación de los bancos oficiales era superior al 50% de los activos del sector, a mediados de 1995 ésta se había reducido a 22%. Sin embargo, las privatizaciones han contribuido poco a reducir los índices de concentración accionaria del sector financiero, pues la porción en manos del sector privado sigue exhibiendo altos índices de concentración (78% de los activos en 1995).	Gran parte de las privatizaciones realizadas en 1994 se llevaron a cabo por medio de operaciones marfillo. Estas totalizaron un valor aproximado de US\$660 millones, lo cual permitió ampliar las transacciones accionarias en ese año llegando a un 4.3% del PIB. La continuación de la política de privatizaciones y la financiación de proyectos de infraestructura a través de las bolsas de valores es de gran importancia para el desarrollo del mercado bursátil nacional, aumentan su tamaño y liquidez y disminuyen su concentración.
<i>Reforma del Código del Comercio</i>		En materia de requisitos de información elimina el sesgo existente en contra de las sociedades anónimas inscritas en bolsa. Respecto a la toma de decisiones, la reforma establece la mayoría simple de los votos para las empresas inscritas en bolsa. En cuanto a la repartición de utilidades, se considera que para repartir el 50% o más de las utilidades, la decisión debe tomarse con la mitad más uno de los votos; cuando se vaya a repartir una cantidad menor la decisión requiere un elevado 78% de los votos (Ley 222 de 1995).

del Decreto 1321 de 1989, por medio del cual se eliminó el impuesto al patrimonio sobre las acciones (con vigencia a partir de 1992) y de la Ley 49 de 1990 por medio de la cual se estableció que la utilidad que se obtiene como producto de la valorización al vender en bolsa una acción, no sería gravada con el impuesto de renta ni de ganancia ocasional. Asimismo, la mencionada ley exoneró del impuesto a la renta y complementarios a los Fondos de Inversión, de Cesantías, Pensiones y Valores⁷.

Sin embargo, pese a la importancia de las medidas tributarias, es indiscutible que otros factores relacionados con la oferta y la demanda de papeles han jugado un papel fundamental en el repunte reciente del mercado accionario. Algunos de estos factores han sido inducidos por decisiones de política mientras que otros han sido resultado de cambios en las condiciones externas de la economía. Dentro de este último grupo juega un papel preponderante la reciente y significativa entrada de capitales, la cual se analiza en detalle más adelante. Con relación a los factores internos, es claro que el paquete de reformas estructurales a la economía colombiana adoptado desde 1990, tuvo como uno de sus principales objetivos aumentar el tamaño y la eficiencia del mercado de capitales.

Como se aprecia en el Cuadro II.2, la reforma laboral (Ley 50 de 1990) creó los Fondos de Cesantías, en tanto que la reforma a la seguridad social (Ley 100 de 1993) introdujo los Fondos Privados de Pensiones. Estos dos tipos de fondos representan un enorme potencial para la demanda de papeles con lo cual, es de esperarse, se dinamice el mercado accionario. Sin embargo, en la práctica el marco regulatorio para la operación de estos agentes es aún restrictivo, por lo que sus efectos sobre el mercado de papeles de largo plazo y especialmente aquellos de renta variable han sido apenas marginales. Los efectos de los nuevos inversionistas institucionales colombianos sobre el mercado de capitales se discuten en detalle en este informe.

Por su parte, la Ley 9 de 1991 liberalizó la inversión extranjera, tanto directa como de portafolio, tradicionalmente restringida en

El cambio en la tendencia se inició en 1986 con la eliminación de la doble tributación.

Las reformas estructurales adoptadas desde 1990 han estimulado tanto la demanda como la oferta de papeles.

⁷ Por su parte, la reforma tributaria de 1992 estableció ciertas ventajas para los contribuyentes que inviertan un 15% de su renta gravable en: i. acciones y bonos de sociedades cuyas acciones hayan registrado un índice de bursatilidad alto; ii. acciones que conformen el segundo mercado; iii. en sociedades de economía mixta o privadas que tengan como objeto exclusivo la prestación de servicios públicos de acueducto, alcantarillado, aseo, gas y/o generación de energía; iv. en participaciones o bonos de largo plazo en cooperativas; v. en ahorro voluntario en fondos de pensiones u otras formas de ahorro contractual a largo plazo destinado al cubrimiento de pensiones. Bajo estas circunstancias, el contribuyente puede solicitar un descuento del 50% sobre la contribución especial del impuesto de renta que estableció la reforma para el período 1993-1997.

Colombia. A los fondos extranjeros de carácter individual se les autorizó invertir en acciones, bonos convertibles en acciones y otros activos con plazos superiores a un año. A los fondos extranjeros de carácter institucional se les autorizó invertir en acciones, bonos convertibles y otros activos. En ambos casos se establecieron topes a la inversión, directa o indirecta, de 10% de las acciones ordinarias de una compañía y 25% si se trata de acciones preferenciales.

Las reformas también actuaron sobre la oferta de nuevos instrumentos. La Ley 27 de 1990 introdujo las acciones preferenciales sin derecho a voto y en 1992 se estableció el *marco regulatorio* para las operaciones de titularización de activos. Como se verá en detalle en otros capítulos, la respuesta de los intermediarios financieros frente a los nuevos instrumentos no ha sido plenamente satisfactoria.

La Reforma Financiera de 1990 amplió el tipo de servicios prestados por los intermediarios financieros, particularmente a través de compañías leasing, fiduciarias y firmas comisionistas de bolsa. De otra parte, en 1991 se reguló la participación en el mercado de las firmas calificadoras de riesgo (con logros todavía modestos). Adicionalmente, en 1993 se liberaron las comisiones de los intermediarios bursátiles.

Una de las modificaciones recientes más importantes fue la reforma al Código del Comercio sancionada en diciembre de 1995 la cual exige que tanto empresas de control, matrices y subordinadas registren su situación y consoliden sus estados financieros. También estableció la mayoría simple de los votos presentes (mitad más uno) para la toma de decisiones de las empresas inscritas en bolsa (para las sociedades que no van al mercado bursátil se permitieron mayorías especiales en caso de estar pactadas en los estatutos). Sin embargo, es desafortunado que la nueva ley requiera un 78% de los votos cuando se quiera repartir menos del 50% de las utilidades. Esto por supuesto, estimula la concentración de la propiedad, que como se verá es el principal problema del mercado bursátil colombiano.

También es necesario mencionar el impacto que ciertas disposiciones de la Reforma Tributaria de 1995 pueden tener sobre el mercado de capitales. Por una parte, la elevación de la tasa efectiva de tributación a la renta pasó de 30% a 35%. Si bien es cierto que la contribución especial de 25% creada en 1992 generaba una tasa efectiva final de 35.25%, es necesario recordar que era una medida transitoria, razón por la cual era razonable pensar que la tasa efectiva retornaría al 30%. En segundo lugar, en cuanto a la enajenación de acciones, se corrigió una inequidad en contra de los socios extranjeros, los

La liberalización de la inversión extranjera ha contribuido a dinamizar el mercado.

Se introdujeron las acciones preferenciales sin derecho a voto así como las titularizaciones.

Se orientó el sistema financiero hacia la banca múltiple.

Se reformó el Código del Comercio.

cuales estaban sujetos a doble tributación sobre las utilidades retenidas que posteriormente recuperaban en la venta de las acciones. En tercer lugar, se incluyó un mecanismo novedoso que asegura al contribuyente que su nivel de tributación directa no se verá incrementado hasta por un período de diez años, a cambio de un mayor valor del impuesto sobre la renta durante la vigencia del beneficio⁸. Finalmente, se elevó a rango de norma legal la exención de impuesto de timbre a ciertos documentos que precisan la negociación de, entre otros, carruseles, opciones y futuros.

3. Tendencias Recientes

3.1. Mercado Bursátil

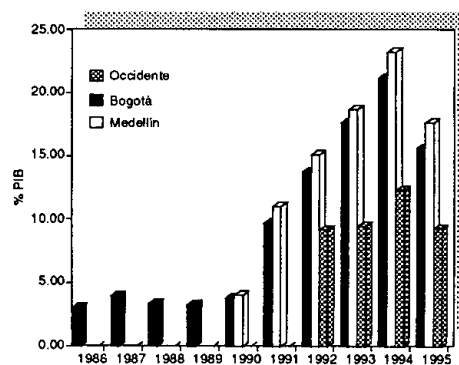
El mercado bursátil colombiano esta conformado por tres bolsas de valores: La Bolsa de Bogotá (fundada en 1929), La Bolsa de Medellín (fundada en 1961) y La Bolsa de Occidente (fundada en 1983). Las transacciones en acciones tienen una mayor importancia relativa en la Bolsa de Medellín. Pese a su estrecho tamaño, el mercado no se ha unificado. Los títulos inscritos en una de las bolsas son de negociabilidad exclusiva en esa plaza. Esta sección describe de manera sucinta la evolución reciente del mercado accionario colombiano. Para ello se presentan algunos indicadores estándar utilizados en la literatura internacional.

- *La capitalización relativa del mercado* (valor total de las acciones inscritas en bolsa divididas por el Producto Interno Bruto) ha aumentado significativamente en los últimos años. Este indicador alcanzó en 1994 el 25% del producto, tres veces más de lo observado en promedio entre 1986 y 1993, no obstante en 1995 disminuyó su participación a 21.6%. Sin embargo, el tamaño del mercado colombiano es todavía muy pequeño si se compara con los de otros países del continente y de Asia (Gráficos II.3 y II.4).
- *El número de compañías inscritas* (en la Bolsa de Bogotá) cayó abruptamente entre 1983 y 1992, año a partir del cual se observa una leve recuperación (Gráfico II.5). Con todo, el crecimiento de este indicador entre 1989 y 1994 (5.64% en promedio por año) fue muy inferior al observado en otras economías emergentes como Indonesia y Turquía (aproximadamente 35% anual en ambos casos).

Y, por último, la reforma tributaria de 1995.

Pese al avance reciente, el mercado bursátil es todavía pequeño y hay pocas empresas inscritas en las bolsas.

**Gráfico II.4
CAPITALIZACION BURSÁTIL (%PIB) POR
BOLSA DE VALORES
(1986-1995)**



⁸ Para acogerse a este régimen, el contribuyente debe suscribir un contrato con las autoridades y obligarse a pagar la tarifa del impuesto incrementada en dos puntos porcentuales (37%).

- La razón valor total transado/PIB (que refleja el grado de liquidez del mercado bursátil) ha presentado un repunte impresionante, aunque todavía es uno de los menores en el contexto internacional (Gráficos II.1 y II.3). Las transacciones accionarias entre 1990 y 1995 se incrementaron en promedio, en pesos constantes, en un 47% por año, con lo que se elevaron de 0.2% del PIB a 4.3% en 1994. Sin embargo, en 1995 las transacciones fueron de sólo 2.1% del PIB.
- La Concentración (participación de las diez principales acciones / valor total transado) es uno de los campos en los que poco se ha avanzado. Los índices de concentración de mercado para Colombia están entre los más altos del mundo (entre el 65% y el 80% para las tres bolsas) (Gráficos II.6 y II.7). La concentración de la propiedad es también exageradamente alta. (Ver Econometría, 1995).

En síntesis, los resultados muestran una recuperación de los indicadores bursátiles a partir de 1990 excepto en el campo de la concentración. Sin embargo los motivos de preocupación por el atraso del mercado bursátil colombiano son múltiples, ya que todavía es pequeño, poco líquido y altamente concentrado. Para sintetizar la información descrita en esta sección vale la pena calcular un indicador global del grado de desarrollo del mercado de capitales en 1994, basado en las desviaciones de

Gráfico II.5
 NUMERO DE COMPAÑIAS INSCRITAS
 (ACCIONES ORDINARIAS)
 1983 - diciembre 1995

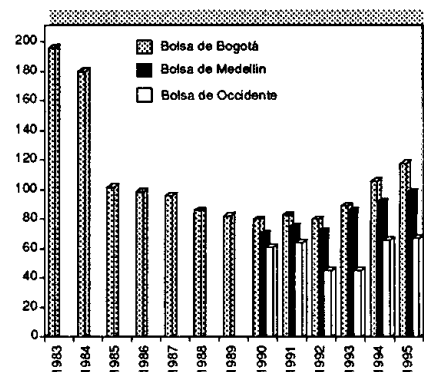


Gráfico II.3

CAPITALIZACION DE MERCADO/PIB Y VALOR TOTAL TRANSADO/PIB (1986-1993)

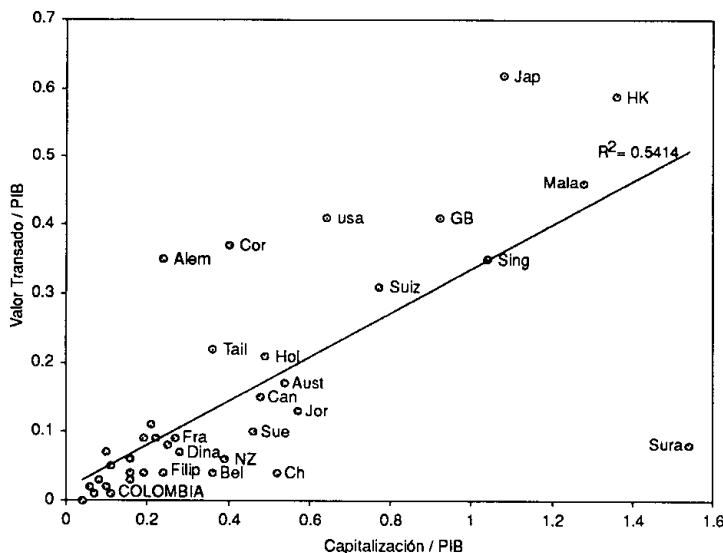
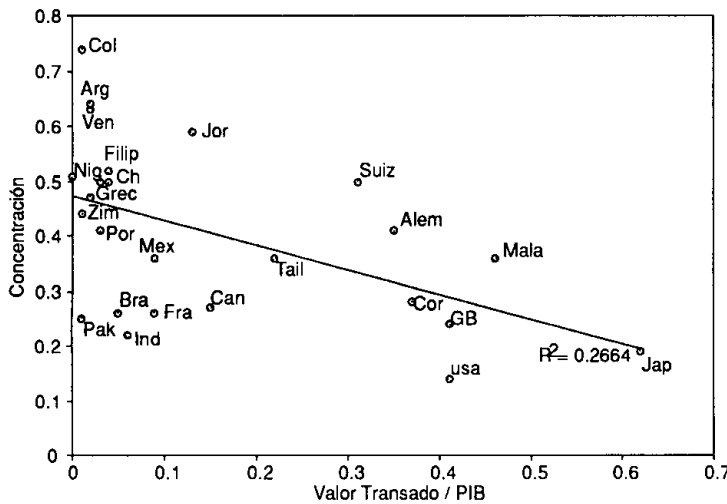


Gráfico II.6
CONCENTRACION* Y VALOR TOTAL TRANSADO COMO
% PIB (1986-1993)



* Medida como la participación de las 10 principales acciones en la capitalización del mercado.

cada indicador (en cada país) frente a la media internacional⁹. El Gráfico II.8 muestra los resultados de esta medida global construida a partir de los índices de bursatilidad, capitalización bursátil/PIB, valor de las transacciones/PIB y concentración del mercado (participación sobre la capitalización bursátil de las diez acciones más grandes) para 26 economías 'emergentes'. Los resultados indican que el mercado bursátil colombiano fue en 1994 el cuarto menos desarrollado. El índice de Colombia sólo es mejor que el de Venezuela, Nigeria y Zimbabwe. Sobra decir que los resultados para Colombia contrastan con los de los países del sudeste asiático (especialmente Taiwan, Malasia, Corea, China y Tailandia).

La pregunta obligada es, entonces, ¿qué se puede hacer para superar esa situación?. Las comparaciones internacionales pueden ayudar a encontrar una respuesta. En efecto, estudios como el de Levine y Demirgüç-Kunt (1995), Levine y Zervos (1995) y Cárdenas y Rojas (1995) identifican una serie de regularidades empíricas que vale la pena tener en cuenta. En primer lugar, es claro que el nivel de ingreso per cápita de una

⁹ En particular, de acuerdo con la metodología utilizada por Levine y Demirgüç-Kunt (1995) se puede definir la medida como $X_m = \frac{x_a^m - \bar{x}_a}{\bar{x}_a}$ donde a se refiere al indicador y m al país. Una vez calculados estos valores para cada país se promedian para obtener un índice global.

Gráfico II.7
CONCENTRACION ACCIONARIA
TRANSACCIONES DE LAS 10 PRINCIPALES
ACCIONES/TRANSACCIONES TOTALES

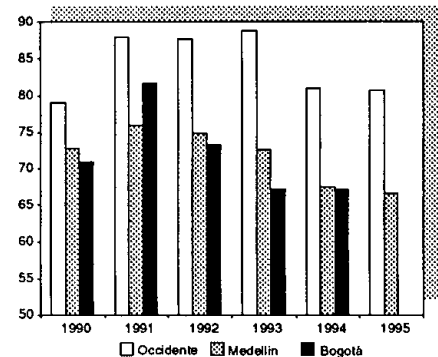


Gráfico II.8
INDICE DE DESARROLLO DEL MERCADO DE
CAPITALES 1994

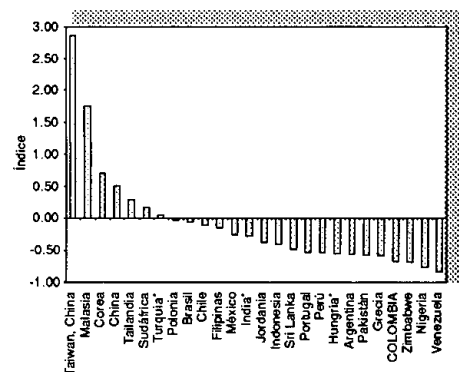
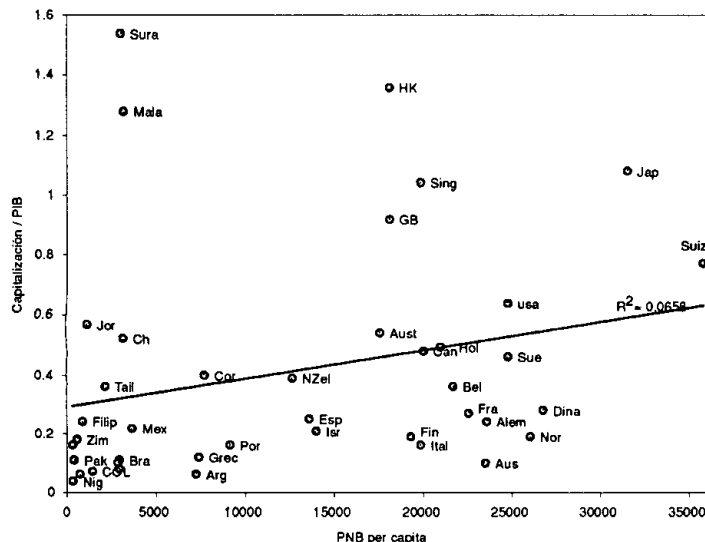


Gráfico II.9
CAPITALIZACION DE MERCADO/PIB Y PNB PER CAPITA
(1986-1993)



El nivel de ingreso per cápita no explica el desarrollo del mercado bursátil.

economía no explica totalmente el grado de desarrollo del mercado bursátil (Gráfico II.9). Aunque los países con menor ingreso per cápita tienden a poseer mercados bursátiles menos desarrollados, existen otros factores diferentes al tamaño general de una economía, como el entorno institucional y regulatorio, que afectan el grado de desarrollo del mercado de capitales. Por ello, algunas economías emergentes tienen mercados más desarrollados que las de ciertos países industrializados.

Tamaño y liquidez van de la mano, al igual que concentración e ineficiencia.

En segundo lugar, la capitalización bursátil como porcentaje del producto está positivamente relacionada con el valor total transado/PIB, así como con los indicadores institucionales y de regulación. La correlación es negativa entre los indicadores de volatilidad y de eficiencia en la valoración de activos¹⁰. De esta forma, las correlaciones muestran que los países con mercados grandes son menos volátiles, más líquidos y valoran en forma más eficiente los activos.

En tercer lugar, la concentración de mercado guarda una correlación negativa con la capitalización bursátil y con los indicadores de liquidez. Asimismo, a mayor concentración, mayor es la ineficiencia en la valoración de activos. Por lo tanto,

¹⁰ La eficiencia en la valoración de activos se mide de acuerdo con la capacidad de los modelos teóricos para explicar el precio de las acciones. Cuando los precios se apartan de los postulados de dichos modelos se dice que los mercados son ineficientes.

países con indicadores de concentración altos, como por ejemplo Colombia, tienden a poseer mercados más pequeños, presentar menor volumen de transacciones y valorar en forma menos eficiente el riesgo.

Esto implica que no hay soluciones fáciles. Es necesario desconcentrar el mercado (lo cual puede lograrse mediante instrumentos tributarios o facilitando la participación de inversionistas extranjeros), fortalecer la integración del mercado (la cual depende de la eliminación de las restricciones legales y administrativas que dificultan la movilidad de capitales de portafolio) y ampliar el tamaño del mercado (que, como se mostró, puede ser impulsado mediante una agresiva política de privatizaciones).

3.2. Intermediarios Financieros

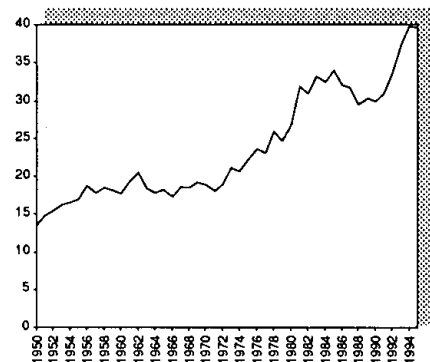
Las reformas adoptadas también afectaron el comportamiento del mercado de capitales bancario¹¹. En particular se destacan los siguientes aspectos:

- La profundización financiera (M2/PIB) tuvo un incremento sustancial al pasar de 22.7% en 1990 a 39.6% en 1995. Sin embargo, el nivel es todavía bajo en el contexto internacional (Gráfico II.10).
- La concentración de la propiedad no cambió sustancialmente como resultado de las reformas. Las entidades financieras continúan en su gran mayoría en manos de los principales grupos económicos del país.
- Con relación a la estructura del activo se puede apreciar cómo en todas las entidades ha habido un proceso generalizado de inversión en sociedades de servicios complementarios.
- La rentabilidad y el margen financiero han aumentado hasta alcanzar niveles altos de acuerdo con los estándares internacionales.

4. Enseñanzas del diagnóstico

Es necesario tener en cuenta, que el desarrollo futuro del mercado de capitales en Colombia está condicionado por su estructura actual, caracterizada por la intermediación de recursos

Gráfico II.10
PROFUNDIZACION FINANCIERA: M2/PIB



¹¹ Un análisis detallado de estas reformas se encuentra en Jaramillo et al., 1995.

de mediano y largo plazo a través del sistema bancario, y la existencia de un virtual matrimonio entre el sector financiero y el sector real. Es decir, incluso con la eliminación de las distorsiones que generaban un estímulo a la financiación vía deuda, no es probable que la estructura del mercado de capitales sufra una modificación de importancia. Este es un ejemplo más de cómo las decisiones pasadas tienen fuerte incidencia sobre el futuro en la medida en que se generan dinámicas que es demasiado costoso revertir¹². Es decir, los mercados de capitales sólo pueden modificarse en el margen.

Sin embargo es recomendable y previsible que el mercado de instrumentos logre competir con los intermediarios como fuente de financiación para la inversión. Lo ideal, de acuerdo con el enfoque funcional del mercado de capitales, es lograr un equilibrio entre mecanismos intermediados y no-intermediados.

¹² Hay una analogía entre este punto y la literatura de 'patrón de dependencia' desarrollada por los historiadores. El ejemplo típico es el teclado QWERTY que si bien no es el mejor arreglo de las teclas de una máquina de escribir (en términos de eficiencia) es virtualmente imposible de cambiar. Ejemplos como éste abundan. Véase Krugman (1994, cap. 9).

III. MACROECONOMIA Y MERCADO DE CAPITALLES

¿Qué papel juega la política macroeconómica en el mercado de capitales? La respuesta a este interrogante es doble. En primer lugar, por definición el monto total de ahorro e inversión es el principal determinante del tamaño global del mercado de capitales. Por lo tanto, es claro que la incidencia de la política macroeconómica sobre estas variables repercute en el tamaño del mercado.

En segundo término, la política macroeconómica puede afectar, explícita o implícitamente, el tipo de mercado de capitales que una sociedad adopte. Como se discute en la Parte II de este Informe, las políticas financiera y tributaria durante buena parte de la posguerra en Colombia crearon condiciones favorables para el desarrollo de un mercado de capitales intermediado o bancario. De otra parte, como se verá más adelante, hay ambientes macroeconómicos poco propicios para el desarrollo de un mercado de capitales no intermediado o de instrumentos.

1. Ahorro e Inversión en Colombia

En una economía cerrada, el ahorro nacional es igual a la inversión, de manera que el saldo en la cuenta corriente es cero. Cualquier incremento en el ahorro es acompañado de un aumento en la inversión. En una economía abierta, el déficit en cuenta corriente es el exceso de inversión sobre el ahorro doméstico. Por lo tanto, si el ahorro interno es menor a la inversión, los extranjeros deben asumir la diferencia adquiriendo derechos sobre el ingreso o producto doméstico.

Cuando la inversión se financia con ahorro externo es posible que el mercado de capitales local no se desarrolle. Este es el caso de la adquisición de bienes de capital importados financiados con crédito externo. En estas condiciones, las empresas adquieren maquinaria y equipo, y se endeudan en el exterior, lo cual implica que la intermediación se hace enteramente por fuera del mercado de capitales doméstico. Sin embargo, el ahorro externo puede contribuir al desarrollo del mercado de capitales si, por ejemplo, los recursos externos son canalizados hacia las firmas con necesidades de financiación a través del mercado de capitales doméstico. Es el caso de la inversión extranjera de portafolio o la utilización de los intermediarios

El tamaño del mercado de capitales depende de las tasas de ahorro e inversión.

financieros nacionales para trasladar el ahorro externo hacia la inversión doméstica.

Como se aprecia en el Gráfico III.1, en Colombia la inversión no ha sido siempre igual al ahorro doméstico. Por el contrario, se han registrado importantes desbalances en la cuenta corriente. Con frecuencia, la economía ha registrado excesos de inversión sobre el ahorro (o lo que es igual, se ha acudido al ahorro externo). Por supuesto, también ha habido episodios de excesos de ahorro doméstico sobre la inversión. En estos períodos el ahorro externo ha sido negativo, lo que equivale a pagarle deudas o prestarle al resto del mundo. En estos casos, la intermediación entre nuestro ahorro y la inversión del resto del mundo se ha hecho a través de los mercados de capitales internacionales mediante la colocación de las reservas internacionales en papeles o intermediarios financieros extranjeros.

El Gráfico III.2 desagrega la financiación del déficit en cuenta corriente (o ahorro externo) entre inversión extranjera (directa y de portafolio), crédito al sector público, crédito al sector privado y cambio en reservas internacionales. Es claro, que durante buena parte del período 1950-1994, para el cual existen estadísticas confiables, el ahorro externo ha tomado la forma de créditos al sector público. Sólo en los últimos años se ha registrado algún dinamismo de la inversión de portafolio. Esto implica que durante el período de posguerra el ahorro externo ha estado asociado, en buena parte, a las necesidades de financiación del sector público. Así las cosas, es de esperar que el ahorro externo no haya tenido un mayor impacto sobre el mercado de capitales doméstico, especialmente en su segmento no intermediado o de instrumentos.

Con todo, el que el ahorro externo no juegue un papel decisivo en el desarrollo de los mercados de capitales locales es un resultado común. Feldstein y Horioka (1980), en el primero de una serie de trabajos, encontraron que para horizontes de tiempo suficientemente largos, cambios en el ahorro doméstico se reflejan completamente sobre la inversión. Es decir, en el largo plazo la inversión y el ahorro domésticos están perfectamente correlacionados, de manera tal que la única forma de mantener altas tasas de inversión es mediante altas tasas de ahorro doméstico. Puesto de otra forma, el tamaño del mercado local de capitales depende del nivel de ahorro o inversión nacional. El ahorro externo sólo puede hacer contribuciones temporales.

En particular, Feldstein y Horioka (1980) encontraron que para una muestra de 16 países de la OECD durante el período 1960-1974:

Gráfico III.1
BALANCE MACROECONOMICO
COMO % DEL PIB
1925-1994

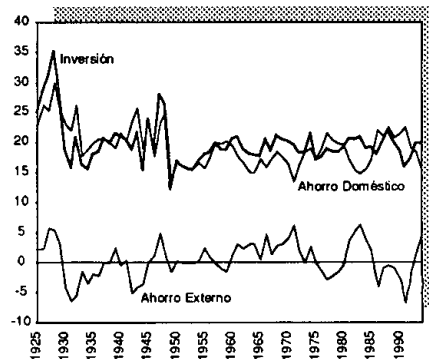
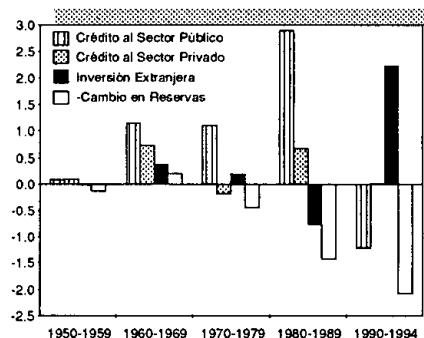


Gráfico III.2
DESCOMPOSICION DEL AHORRO EXTERNO
1950-1994 PROMEDIOS DECENALES
COMO % DEL PIB



$$(I/Y)_j = 0.035 + 0.887 (S/Y)_j + u_j; R^2 = 0.92$$

donde (I/Y) es la tasa de inversión bruta promedio y (S/Y) la tasa de ahorro bruto nacional promedio¹. Feldstein y sus colaboradores argumentan que si la movilidad de capitales fuera perfecta el coeficiente de pendiente de la anterior regresión sería mucho menor a uno (los ahorros de un país buscarían su mejor oportunidad de inversión en el mundo)². De aquí la recomendación favorita de Feldstein, según la cual los esfuerzos por incrementar la tasa de ahorro mediante acciones de política se retribuyen *pari passu* en aumentos en la tasa de inversión.

Cuando la ecuación anterior se estima con datos colombianos los resultados son interesantes. De acuerdo con los resultados reportados en el Cuadro III.1, para el período 1925-1994 no es posible rechazar la hipótesis según la cual la inversión y el ahorro nacional están perfectamente correlacionados. En efecto, el coeficiente de pendiente (0.79) no es estadísticamente diferente de 1. Sin embargo, cuando la muestra se subdivide en dos períodos se encuentran algunos resultados de interés. En primer lugar, durante el período 1925-1969 se observa una correlación casi perfecta entre el ahorro y la inversión doméstica. Esta correlación se desvanece por completo (e incluso cambia de signo) durante el período posterior a 1970. En estas condiciones, es posible afirmar que las conclusiones de Feldstein y Horioka son aplicables al caso colombiano sólo hasta finales de los años 60, cuando el país comenzó a tener acceso a fuentes de

En el largo plazo la inversión depende del nivel de ahorro doméstico.

El ahorro externo sólo puede hacer contribuciones temporales.

¹ Feldstein y Bachetta (1991) encontraron resultados similares con una muestra de 23 países de la OECD para el período 1974-86. Otros estudios tampoco pueden rechazar la presencia de un coeficiente de pendiente unitario. Esto es cierto para las regresiones de corte transversal entre países [Feldstein (1983), Dooley, Frankel y Mathieson (1987), y Tesar (1991)], así como los trabajos de series de tiempo para los Estados Unidos [Obstfeld (1988) y Frankel (1989)]. En Cárdenas (1992) se estima la ecuación anterior para 81 países en desarrollo durante el período 1960-1987. A diferencia de lo que ocurre con los países desarrollados, los resultados no permiten establecer una correlación positiva y significativa entre el ahorro interno y la inversión. De hecho, un intervalo del 99% de confianza (3 desviaciones estándar) cubre el rango 0.18-0.60 en el subperíodo 1974-1981 para el cual dicho coeficiente de pendiente es mayor.

² Sin embargo, la existencia de una alta correlación entre el ahorro nacional y la inversión no es, de ninguna manera, una prueba a favor de la inmovilidad de capitales entre países. La literatura para países desarrollados ofrece una gama de modelos capaces de producir movimientos paralelos en la inversión y el ahorro como respuesta a shocks exógenos. Imperfecciones en los mercados, particularmente en el contexto de la movilidad laboral y el comercio internacional, pueden explicar la casi perfecta correlación entre el ahorro y la inversión domésticos, aún en presencia de una plena movilidad del capital entre países. Más aún, incluso bajo mercados casi perfectos es posible reconciliar dicha correlación con la presencia de mercados de capitales internacionales competitivos cuando los shocks tecnológicos ocurren de una manera simultánea entre países. Ver Tesar (1988) para una excelente síntesis de las contribuciones recientes sobre el tema.

Cuadro III.1
COLOMBIA: RELACION AHORRO - INVERSION
(Estadísticos t entre paréntesis)

Variable dependiente: Inversión/PIB						
Período	1925-1994		1925-1969		1970-1994	
Constante	4.6232 (2.23)**	19.5374 (24.77)***	0.7869 (0.33)	19.9283 (18.45)	21.2318 (9.20)***	18.9112 (60.36)
(Ahorro doméstico/PIB)	0.7890 (7.85)***		0.9831 (8.89)***		-0.1142 (-0.92)	
(Ahorro externo/PIB)		0.7095 (5.17)***		0.9632 (4.60)***		0.3107 (3.89)***
R2	0.5626	0.4036	0.7098	0.4481	0.3524	0.6391
DW	1.7191	2.2119	1.8096	2.3078	1.8286	1.85.63
Número de observaciones	70	70	45	45	25	25
Método de estimación	AR1	AR1	AR1	AR1	AR1	AR1
Intervalo coeficiente (+ ó - 3 errores estándar)						
Mínimo	0.4874	0.2977	0.6513	0.3344	-0.4850	0.0709
Máximo	1.0906	1.1213	1.3149	1.5919	0.2565	0.5506

*: Significativo al 10%
 **: Significativo al 5%
 ***: Significativo al 1%

financiamiento externo diferentes a la banca multilateral³. Así las cosas, la inversión y el desarrollo del mercado de capitales en Colombia dependieron hasta 1970 de la disponibilidad de ahorro interno.

El Cuadro III.1 también muestra los resultados de regresiones entre la tasa de inversión y la tasa de ahorro externo para los mismos subperíodos. Es interesante que para el período completo el coeficiente de pendiente en este caso también es estadísticamente significativo. De hecho, durante el período 1925-1969 es muy similar a uno (al igual que el coeficiente de la tasa de ahorro interno). Sin embargo, durante el período 1970-1994 el coeficiente estimado es positivo, estadísticamente significativo y diferente de uno. En suma, los resultados anteriores parecen indicar que por lo menos hasta 1970 el ahorro externo y el ahorro interno actuaron como complementos en el financiamiento de la inversión. Desde esa fecha en adelante el efecto del ahorro nacional y extranjero sobre la inversión se debilitó. En el caso del ahorro nacional desapareció la evidencia estadística de una relación entre estas variables. En el caso del ahorro externo, aunque se mantiene una relación positiva con la inversión, su magnitud es ahora inferior.

Hasta 1970 el ahorro externo complementó el ahorro doméstico en Colombia.

³ Para un detallado análisis del financiamiento externo en Colombia. Ver Ocampo (1988).

El Cuadro III.2 muestra los resultados de la estimación del ahorro doméstico en función del ahorro externo. Hasta 1969 dicha relación era estadísticamente inexistente, lo cual indica que el ahorro externo ni disminuía ni aumentaba el ahorro doméstico. En la terminología económica, el ahorro externo no sustituía el ahorro interno. Por el contrario, de 1970 en adelante el ahorro externo ha actuado como sustituto del ahorro doméstico. De hecho, en esta primera aproximación que deja por fuera otras variables relevantes, un peso más de ahorro externo representó 69 centavos menos de ahorro interno. Es decir, el ahorro externo estimuló más al consumo que a la inversión⁴.

Como se verá más adelante, el tamaño del mercado de capitales está determinado por la tasa de inversión y ahorro doméstico. Por ello es útil explorar en detalle sus determinantes con el propósito de analizar los factores de los cuales depende, en última instancia, el tamaño del mercado de capitales.

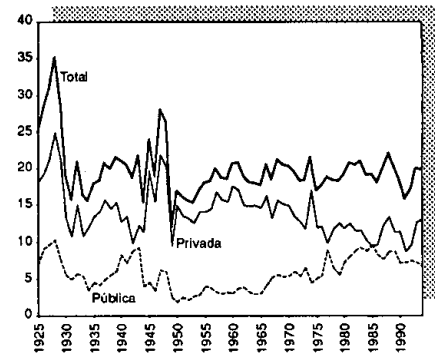
2. Determinantes de la Inversión y el Ahorro en Colombia: 1950-1994

2.1. Inversión

Una mirada rápida al Gráfico III.3 permite establecer las principales características del comportamiento de la inversión en Colombia durante la posguerra. En resumen:

A partir de 1970 el ahorro externo ha sustituido el ahorro doméstico.

**Gráfico III.3
INVERSION COMO % DEL PIB
1925-1994**



**Cuadro III.2
COLOMBIA: RELACION AHORRO DOMESTICO - AHORRO EXTERNO
(Estadísticos t entre paréntesis)**

Variable Dependiente: (Ahorro Doméstico / PIB)t

Período	1925-1994	1925-1969	1970-1994
Constante	19.5374 (24.77) ***	19.9283 (18.45) ***	18.9112 (60.36) ***
(Ahorro Externo / PIB)t	-0.2905 (-2.12) **	-0.0368 (-0.18)	-0.6893 (-8.62) ***
R ²	0.2348	0.2123	0.7665
DW	2.2119	2.3078	1.8563
No. de Observaciones	70	45	25
Método de Estimación	AR1	AR1	AR1

*: significativo al 10%
 **: significativo al 5%
 ***: significativo al 1%

⁴ Corbo y Schmidt-Hebbel (1991), a partir de un panel de 13 países latinoamericanos durante el período 1980-1987, encontraron que un incremento de \$1 en el ahorro externo reduce el ahorro privado en \$0.58.

- Las tasas de inversión privada muestran un deterioro secular (pasaron de niveles superiores al 17% a comienzos de la década del sesenta a niveles inferiores al 12% cuarenta años más tarde).
- La inversión pública, por el contrario, ganó participación especialmente durante los años setenta y comienzos de los ochenta (el 'pico' es 9.7% del PIB en 1985).
- En términos generales, hasta 1980 el comportamiento de la inversión pública fue el opuesto al de la inversión privada.
- La caída en la tasa global de inversión fue particularmente marcada durante los años ochenta cuando los componentes público y privado disminuyeron de manera paralela (la tasa se deterioró vertiginosamente al pasar de 20.5% en 1982 a 15.8% en 1991).
- A partir de 1991 se ha registrado un aumento espectacular en la formación de capital. Su tasa de crecimiento real promedio durante el período 1990-1994 fue de 16.5% por año (20.4% para la inversión privada).

En Colombia existe una vasta literatura sobre los determinantes de la inversión. La mayoría de los modelos estimados enfatizan la hipótesis del acelerador, según la cual para poder satisfacer los aumentos en la demanda se requiere incrementar el stock de capital de la economía⁵. Los diferentes indicadores de disponibilidad de divisas también han ocupado un lugar preponderante en la literatura con resultados relativamente ambiguos⁶. Igual suerte han tenido los indicadores de financiamiento (restricciones crediticias) que han medido el grado de profundización del sector financiero o la importancia de las utilidades (excedente bruto de explotación) en la financiación de la inversión⁷.

La inversión depende del nivel de actividad económica y de la disponibilidad de divisas...

⁵ Variables como las ventas (Chica, 1984), el crecimiento de las ventas (Bilsborrow, 1968), la producción (Ocampo et al., 1985), el crecimiento de la producción (Ospina, 1976), el ingreso nacional (Reyes, 1978) y la utilización de la capacidad (Chica, 1988 y Rubio, 1983) tienen un efecto positivo y significativo sobre la inversión.

⁶ Algunos indicadores han resultado significativos, tales como las exportaciones netas más reservas del año anterior (Bilsborrow, 1968), exceso de demanda por divisas (Rubio, 1983; Chica, 1984), número de posiciones bajo libre importación (como porcentaje del universo arancelario), así como diferentes variables dicótomas (Ocampo et al., 1985; Fainboim, 1990; Echavarría y Tenjo, 1993).

⁷ En sentido estricto, ninguna de estas variables indica si el mercado de crédito está racionado.

Sin embargo, las variables que miden el costo de uso del capital (como la tasa de interés, las tasas de tributación y los precios de los bienes de capital) no han recibido igual atención en los estudios realizados. La excepción a la regla la constituye el precio relativo de los bienes de capital que generalmente se ha incluido en las especificaciones y ha mostrado tener el signo negativo esperado (Ocampo et al., 1985). La tasa de interés por lo general no ha sido incluida en los modelos (y cuando se ha hecho los resultados no han sido significativos)⁸. Con excepción del reciente trabajo de Partow (1996), la literatura empírica existente en Colombia ha ignorado el papel del riesgo como determinante de la inversión.

En este trabajo se adopta una metodología diferente que enfatiza el papel del costo de uso del capital y del riesgo en las decisiones de inversión. Un mayor riesgo desincentiva la inversión en la medida es que ésta es irreversible (total o parcialmente) y postergable en el tiempo. Si el riesgo de emprender un proyecto es alto, el inversionista sólo lo acometerá si la tasa de retorno esperada es alta, ya que un cambio abrupto en las condiciones existentes puede afectar duramente el flujo de caja esperado del mismo; de no ser suficientemente alta la tasa de retorno, el inicio del proyecto puede dilatarse hasta que se prevean condiciones más favorables. De acuerdo con los desarrollos teóricos recientes⁹, una empresa invierte hasta que el valor de la inversión sea igual a su costo de uso más el costo de oportunidad de ejercer la opción de invertir¹⁰, el cual crece con el riesgo.

Los determinantes de la inversión en Colombia se presentan en dos etapas. En primer lugar, se analiza por separado el papel del costo de uso del capital. Para ello se realizan estimaciones con base en datos anuales para el período 1950-1994. En particular, el Cuadro III.3 muestra los resultados de la estimación de la ecuación¹¹:

⁸ Por ejemplo, Fainboim (1990) no encontró que la tasa de interés real afecte la inversión. Obviamente este resultado aumentó en el pasado los grados de libertad de la política monetaria.

⁹ Estos elementos han sido incorporados en modelos desarrollados por Dixit (1989, 1991, 1992), Pindyck (1988, 1991 y 1993), Caballero (1993), Bertola y Caballero (1991). Una síntesis de esta literatura se encuentra en Dixit y Pindyck (1993). Estimaciones empíricas se encuentran en Pindyck y Solimano (1993), Ferderer (1993) y Leahy y Whited (1995).

¹⁰ El acto de invertir es comparable con una opción de compra de un título o activo (call option). Una vez ejercida la opción de compra, el activo puede venderse pero se pierde la oportunidad de ejercerla en un momento más adecuado (lo cual acarrea un costo de oportunidad).

¹¹ El sustento teórico de esta ecuación se encuentra en Cárdenas y Olivera (1995).

$$\log \left(\frac{I}{PIB} \right) = a + \mu \log \left(\frac{PIB}{PIB_{-1}} \right) + \beta \log \left(\frac{q}{p} \right) + \gamma \log (1 + r + \delta - \dot{q} / q) + \phi \log \left(\frac{1 + tv + tm}{1 - ty} \right) + \varepsilon$$

donde I/PIB es la tasa de inversión, p es el precio del producto, q es el precio del bien de capital, r es la tasa de interés nominal, δ es la tasa de depreciación, ty es la tasa del impuesto de renta, tv la tasa del impuesto a las ventas o valor agregado y tm el arancel promedio a las importaciones de bienes de capital.

Adicionalmente, en las estimaciones se introduce una variable dicótoma que capta los efectos del auge reciente de la inversión. Dado que algunas de las causas del aumento en las tasas de inversión en los últimos años son ajenas a las variables incluidas (i.e., reforma estructural, cambio de expectativas, etc.) es necesario controlar estos factores para no introducir sesgos sobre los coeficientes estimados para las variables del costo de uso del capital. Asimismo, en todos los casos la variable dicótoma se multiplicó por los componentes del costo de uso del capital. Los coeficientes correspondientes a esta nueva variable miden la elasticidad durante el período reciente.

La conclusión es que las variables de costo de uso del capital, tradicionalmente relegadas a un papel secundario en la literatura existente, tienen una incidencia estadísticamente significativa y cuantitativamente importante sobre la inversión. Más aún, los resultados sugieren que debido al proceso de reforma estructural por el que atravesó la economía colombiana la sensibilidad de la inversión frente a estas variables aumentó a partir de 1990. Esto no es sorprendente, ya que en el pasado los empresarios podían transferir los cambios en la tasa de interés, el precio de los insumos y los impuestos al precio del producto final (o afectar sus márgenes) sin modificar sus decisiones de inversión, que dependían de la disponibilidad de divisas (reflejada en los controles a las importaciones) y del ritmo de actividad económica.

En segundo lugar, para captar los efectos del riesgo sobre la inversión se realizaron algunas estimaciones basadas en datos trimestrales para el período Junio de 1980 - Diciembre de 1993. Los resultados verifican de nuevo la existencia del mecanismo acelerador, así como el efecto de las tasas de interés sobre la inversión (después de la apertura)¹². Sin embargo, el elemento

... pero además depende del costo de uso del capital.

Los riesgos inflacionario y cambiario desestimulan la inversión.

¹² Se interactuó la tasa de interés con una dummy con valor 0 para el período Junio de 1980 - Septiembre de 1990, y con valor 1 para el período Diciembre de 1990 - Diciembre de 1994.

Cuadro III.3
DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN EN COLOMBIA: 1950-1994
(Estadísticos t entre paréntesis)

Variable Dependiente	log (itot)	log (ipnrf)	log (invme)
Constante	-1.762 (-5.96) ***	-2.351 (-9.48) ***	-2.411 (-6.96) ***
Dummy	6.533 (2.53) ***	3.916 (1.14)	1.626 (2.42) ***
%pib(-1)	0.992 (0.80)	3.337 (2.92) ***	2.387 (1.54)
log(q/p)	-0.639 (-4.23) ***	-0.447 (-4.28) ***	-0.564 (-3.37) ***
log(t)	-0.396 (-0.88)	-0.474 (-1.29)	-0.344 (-0.66)
log(r)	-0.523 (-1.88) *	-0.874 (-3.42) ***	-0.322 (-0.95)
log(q/p)*D	-5.073 (-3.42) ***	-4.782 (-3.46) ***	-3.400 (-2.10) **
log(t)*D	-7.040 (-1.93) *	-3.135 (-0.81)	
log(r)*D	-5.894 (-3.53) ***	-4.495 (-2.58) ***	-3.373 (-1.76) *
R ²	0.616	0.732	0.556
DW	2.173	1.878	1.73
Número de Observaciones	43	43	43
Método de Estimación	AR1	AR1	AR1

* : Significativo al 10%

** : Significativo al 5%

*** : Significativo al 1%

donde:

log (itot) = Logaritmo de la Inversión Privada Total / PIB.

log(ipnrf) = Logaritmo de la Inversión Privada no Residencial Fija / PIB.

log(invme) = Logaritmo de la Inversión Fija en Maquinaria y Equipo / PIB.

%pib(-1) = Crecimiento del PIB en t-1.

log(q/p) = Logaritmo del precio relativo de los bienes de capital.

log(t) = Logaritmo del factor tributario $(1+tv+tm)/(1-ty)$.log(r) = Log del factor de interés "real" $(1+tasa\ de\ r\ nom+0.04-valorización\ esp.\ de\ los\ Bs\ de\ K)$.

log(ipuf/PIB) = Logaritmo de la relación inversión pública fija/ PIB.

D = dummy para el período 1990-1994.

novedoso lo constituye la relación negativa y significativa del riesgo inflacionario y cambiario sobre las tasas de inversión (ver Cuadro III.4). En efecto, un aumento del 1% en la volatilidad de la inflación implica una caída cercana al 5% en la tasa de inversión privada¹³. Cabe anotar que es notoriamente mayor el

¹³ Esto significa que un aumento en 1% en la volatilidad de la inflación reduce la tasa de inversión de 12% a 11.4%.

Cuadro III.4
DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN EN COLOMBIA
SEGUNDO TRIMESTRE DE 1980 - ÚLTIMO TRIMESTRE DE 1993
(Estadísticos t entre paréntesis)

Variable Dependiente	Ln (Inv. Priv. No Res/PIB) _t	Ln (Inv. Priv. Total / PIB) t
Constante	-2.1623 (-37.09)***	-2.1583 (-37.16)***
D Ln (PIB) t-1	0.6088 (3.26)***	0.6105 (3.27)***
Dummy Apertura	0.5473 (2.37)**	0.5465 (2.37)**
(i) * Dummy Apertura	-1.8582 (-2.49)**	-1.8554 (-2.50)**
Volatilidad Inflación t	-4.3710 (-2.10)**	-4.3585 (-2.10)**
Volatilidad ITCR t	-0.0445 (-3.27)***	-0.0445 (-3.28)***
R ²	0.6455	0.6461
DW	1.9904	1.9900
Número de Observaciones	53	53
Método de Estimación	AR1	AR1

*: Significativo al 10%

** : Significativo al 5%

***: Significativo al 1%

efecto de la incertidumbre inflacionaria que el de la cambiaria, y que el nivel de la inflación como tal no es significativa en el caso colombiano, a diferencia de lo encontrado por Pindyck y Solimano en su ejercicio de corte transversal. Sin ninguna ambigüedad, a mayor incertidumbre menor inversión.

Tomada en su conjunto, la evidencia de esta sección muestra que la manera más expedita de tener altas tasas de inversión es mediante una combinación de bajas tasas de interés acompañadas de estabilidad económica. Por supuesto, a mayor inversión mayor crecimiento, lo cual retroalimenta las necesidades de mayor acumulación de capital. Dado que la relación entre ahorro y tasas de interés ha sido mucho más difícil de establecer, tanto en Colombia como a nivel internacional, parece claro que el mejor ambiente para el desarrollo del mercado de capitales es el mismo que favorece un rápido proceso de acumulación de capital. Una política de represión

Para lograr altas tasas de inversión es necesario tener bajas tasas de interés y estabilidad económica.

financiera, asociada a altas tasas de interés reales, no estimula el ahorro ni contribuye al crecimiento económico. Desde el punto de vista del mercado de capitales favorece la creación de intermediarios financieros con un alto grado de ineficiencia.

2.2. Ahorro

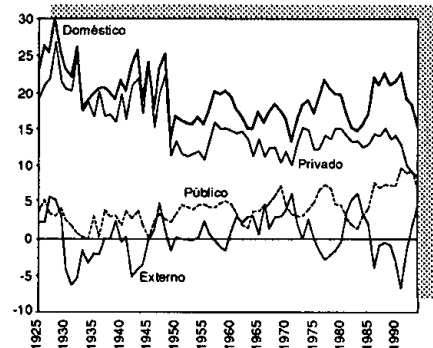
Los determinantes del ahorro interno en Colombia no han sido plenamente establecidos debido, en parte, a la escasez de estudios sobre la materia. Es probable que la falta de interés en el tema (especialmente en lo relacionado al ahorro privado) sea atribuible a la gran estabilidad registrada por las tasas de ahorro privado hasta finales de la década pasada (entre 1972 y 1990 el ahorro privado fluctuó entre 13% y 15% del PIB). Sin embargo, en 1990 se inició un intenso proceso de deterioro del ahorro privado que lo llevó a niveles cercanos al 8% en 1993-1994 (ver Gráfico III.4).

Por su parte, el ahorro público ha sido más inestable que el ahorro privado (el rango va de 1.3% en 1983 a 9.7% en 1991), aunque muestra una moderada tendencia creciente. En términos generales, el comportamiento del ahorro externo ha sido exactamente opuesto al del ahorro público. Por ello, no es sorprendente que la mayoría de los estudios que abordan la problemática del ahorro en Colombia se hayan concentrado en la relación existente entre ahorro público y ahorro externo (ignorando el ahorro privado). Un buen número de trabajos (Perry y Cárdenas, 1986; Ocampo et al., 1985) enfatizan el carácter anticíclico de la política fiscal (en el pasado los efectos expansionistas de bonanzas externas fueron compensados mediante políticas fiscales contraccionistas). Sin embargo, también es posible argumentar, como lo hacen Gómez y Thoumi (1986), que la causalidad va al revés (es decir, el mayor ahorro público sustituye ahorro externo).

En cualquier caso, las cifras más recientes (i.e., los años noventa) sugieren un debilitamiento de la relación entre ahorro externo y ahorro público, al tiempo que ha emergido una fuerte relación inversa entre el ahorro externo y el ahorro privado. En efecto, el notable incremento del ahorro externo, que llegó a niveles cercanos al 5% del PIB en 1993 y 1994, ha estado acompañado de la caída en el ahorro privado, en tanto que el ahorro público se ha mantenido prácticamente inalterado. Existen algunas hipótesis acerca de los factores que potencialmente explican la caída reciente del ahorro. Entre las más importantes se encuentran:

- La apertura económica redujo los precios relativos de los bienes de consumo duradero y permitió satisfacer una demanda represada por este tipo de bienes.

Gráfico III.4
AHORRO COMO % DEL PIB
1925-1994



El ahorro privado ha caído en los últimos años..

... y el ahorro externo ha aumentado.

- La reducción de las restricciones de liquidez permitió un mayor crecimiento del consumo. El mayor acceso al crédito está asociado a la reforma financiera, que amplió el menú de actividades autorizadas a los intermediarios financieros, y a la mayor disponibilidad de recursos para la intermediación, producto de la masiva entrada de capitales.
- La reciente revaluación de la moneda, asociada a las entradas de capitales, reforzó el abaratamiento relativo de los bienes de consumo duradero.
- Las modificaciones al régimen laboral aumentaron el ingreso disponible de los trabajadores al anualizar el pago de las cesantías (anteriormente disponibles en el momento de retiro). Con la fórmula del salario integral que incluye todas las prestaciones sociales se incrementó, sin duda, la capacidad de consumo de trabajadores con restricciones de liquidez.
- Las perspectivas de una bonanza petrolera pudieron aumentar las percepciones de los individuos sobre su nivel de ingreso permanente. Con ello, se anticiparon una serie de gastos que se reflejaron sobre el nivel de ahorro.
- El aumento en las tasas de tributación pudo reflejarse en un menor nivel de ahorro privado.

Aunque no existe un estudio definitivo que pruebe estas hipótesis, la evidencia disponible sugiere la hipótesis del ingreso permanente (según la cual los individuos ahorran las fluctuaciones transitorias en el ingreso) no es válida en el caso colombiano. La razón señalada es la imperfección en el mercado de capitales que impone una restricción de liquidez sobre los agentes (López (1994)). La hipótesis del ciclo de vida ha sido establecida por Ramírez (1992), quien con datos de la encuesta de ingresos y gastos de 1984-85 muestra cómo los jóvenes y los ancianos ahorran poco. Por su parte, Carrasquilla y Rincón (1990) analizan la relación entre ahorro público y ahorro privado y encuentran que existe cierta sustituibilidad imperfecta entre ambos tipos de ahorro. Esto es, cuando el gobierno gasta más (disminuye su ahorro), el sector privado ahorra más, anticipando futuros impuestos.

El Cuadro III.5 muestra algunas estimaciones sobre los determinantes del ahorro privado en Colombia para el período 1925-1994. Las variables escogidas para este ejercicio forman parte de los determinantes propuestos por la literatura dominante sobre el tema. Estas son:

- *Tasa de Interés Real.* Como se discutió en la Parte I, la teoría no da una respuesta clara sobre el impacto de esta variable sobre el ahorro. Cambios en la tasa de interés generan a la vez un efecto sustitución y un efecto ingreso, los cuales operan en sentido contrario sobre las decisiones de ahorro de los individuos. El efecto final depende de cuál de los dos prime.
- *Ahorro Externo.* En una economía abierta, los individuos pueden recurrir al financiamiento externo para suavizar su consumo a través del tiempo. De esta forma, el ahorro externo actúa generalmente como sustituto del ahorro doméstico.
- *Ahorro Público.* Provenga éste de un mayor recaudo tributario o de un menor nivel de gasto público, es de esperar que el consumo y el ahorro privados se vean afectados. Qué tanto caiga el ahorro privado ante aumentos en el ahorro público es un punto central de la polémica sobre la validez de la equivalencia ricardiana.
- *Tasa de dependencia.* El ahorro agregado se ve afectado por la distribución de edad de la población, de acuerdo con la hipótesis del ciclo de vida. Tanto los jóvenes como los retirados no generan ingresos y por lo tanto son agentes desahorradores. Así, entre mayor sea la proporción de la población inactiva en la población total, la tasa de ahorro será menor.
- *Tasa de urbanización.* A medida que aumenta la proporción de la población que habita en áreas urbanas, es de esperar que se reduzca el ahorro por motivo precaución.
- *Inflación.* Esta variable refleja la estabilidad macroeconómica, por lo que es de esperar que un aumento en la inflación afecte negativamente el ahorro. Sin embargo, en el estudio panel (36 países, 23 años) de Edwards (1995) la inflación no resultó ser significativa para explicar el ahorro privado.

La estimación de los determinantes del ahorro privado para el caso colombiano a partir de los datos para el período 1925-1994 se aprecia en el Cuadro III.5. De acuerdo con los resultados, el ahorro externo no resultó significativo para la muestra total ni para el período 1925-1969; sin embargo, durante el período 1970-1994 presenta el signo negativo correcto y una alta significancia. Es decir, a mayor ahorro externo menor ahorro interno.

El ahorro público, por su parte, resultó significativo en todas las estimaciones. Es interesante anotar que el coeficiente pasó

Cuadro III.5
COLOMBIA: DETERMINANTES DEL AHORRO PRIVADO
(Estadísticos t entre paréntesis)

Variable Dependiente: (Ahorro privado/PIB)_t

Período	1925-1994		1925-1969		1970-1994	
Constante	38.8196 (5.16)***	38.2854 (5.16)	-12.3391 (-0.28)	-15.2981 (-0.34)	80.9833 (0.83)	172.0320 (1.98)**
(Ahorro externo/PIB) _t	-0.1906 (-1.53)	-0.1944 (-1.56)	0.0651 (0.35)	0.0433 (0.22)	-0.6044 (-4.86)***	-0.4919 (-4.26)***
(Ahorro público/PIB) _t	-0.5042 (-2.23)**	-0.4986 (-2.22)**	-0.5873 (-1.63)*	-0.5748 (-1.58)	-0.8063 (-3.65)***	-0.6828 (-3.55)***
Dependencia _t	-0.3119 (-2.08)**	-0.2972 (-2.00)**	1.0147 (0.94)	1.0870 (0.99)	-0.6697 (-0.65)	-1.6005 (-1.76)*
Urbanización _t	-0.1592 (-4.41)***	-0.1708 (-4.62)	-0.4328 (-2.33)**	-0.4478 (-2.36)**	-0.5396 (-0.64)	-1.3994 (-1.84)*
Inflación _t		0.0298 (1.14)		0.0164 (0.52)		0.1429 (2.81)**
R ²	0.4691	0.4839	0.5359	0.5382	0.6094	0.7230
DW	2.1206	2.1021	2.0516	2.0400	1.7945	1.8522
Número de observaciones	70	70	45	45	25	25
Método de estimación	AR1	AR1	AR1	AR1	AR1	AR1

Variable dependiente: (Ahorro privado/PIB)_t

Período	1950-1994	1950-1969	1970-1994
Constante	4.9103 (0.62)	-1.3378 (-0.03)	176.6040 (1.92)*
(Ahorro externo/PIB) _t	-0.4624 (-5.32)***	-0.5097 (-3.04)***	-0.5012 (-3.90)***
(Ahorro público/PIB) _t	-0.5351 (-3.16)***	-0.4908 (-1.18)	-0.7126 (-2.82)***
Dependencia _t	0.1763 (1.35)	0.3389 (0.34)	-1.6553 (-1.70)*
Urbanización _t	0.0360 (0.58)	0.0097 (0.04)	-1.4278 (-1.80)*
Inflación _t	0.0637 (1.10)	0.0277 (0.22)	0.1356 (1.99)**
Tasa de interés real _t	0.0174 (0.26)	-0.0083 (-0.06)	-0.0151 (-0.18)
R ²	0.6611	0.7822	0.7244
DW	1.8145	1.4994	1.8618
Número de observaciones	45	20	25
Método de estimación	AR1	AR1	AR1

*: Significativo al 10%

** : Significativo al 5%

***: Significativo al 1%

de -0.58 para el período 1925-1969 a -0.81 durante 1970-1994, lo cual indica que ha aumentado la sensibilidad del ahorro privado al comportamiento del gobierno. Entretanto, la tasa de dependencia es significativa y muestra el signo negativo esperado para el total de la muestra y para el período 1970-1994. El impacto de la tasa de urbanización, por su parte, fue negativo y significativo en todas las estimaciones. Por último, la inflación sólo resultó significativa para el período 1970-1994, aunque con un incómodo signo positivo.

Vale la pena destacar que la tasa de interés real no resultó significativa en ninguno de los ejercicios. Este hecho confirma lo hallado por la literatura empírica internacional, así como por otros ejercicios que se han realizado para Colombia.

No hay fórmulas mágicas para elevar el ahorro.

3. Transferencia Ahorro-Inversión en Colombia

Una economía tiene a disposición múltiples mecanismos para realizar la transferencia del ahorro a la inversión. Las Cuentas Financieras, elaboradas por el Banco de la República, recogen los cambios en las posiciones activas y pasivas de los agentes de una economía y, por lo tanto, permiten captar la transferencia de los excedentes de los agentes superavitarios a los agentes deficitarios.

Los movimientos de balance financiero que se presentan a continuación están agrupados en siete categorías, de acuerdo con criterios de plazo y tipo de instrumento. Estos grupos son:

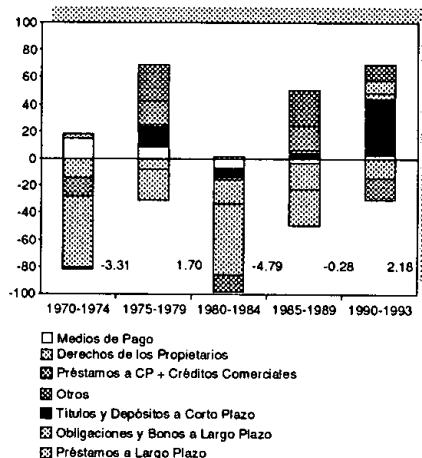
1. Operaciones sobre Medios de Pago
2. Títulos y Depósitos a Corto Plazo
 - Depósitos de ahorro tradicionales
 - Depósitos y certificados del sistema de ahorro y vivienda
 - Certificados de depósito a término
 - Títulos a corto plazo negociables (activos financieros con vencimiento inferior a dos años, representados por títulos de liquidez secundaria).
3. Obligaciones y bonos a largo plazo (son títulos con una transferibilidad potencial)
4. Derechos de los Propietarios (Equity)
 - Acciones, que representan los derechos en las sociedades anónimas y en comandita
 - Otras participaciones de capital, referidas al capital de las sociedades limitadas, cooperativas y otras
 - Derechos de los propietarios en las cuasi-sociedades, que incluyen los derechos de los no residentes en las

sucursales extranjeras y los derechos de lo residentes en las sucursales establecidas en el exterior

5. Préstamos a corto plazo (menos de dos años) + créditos comerciales¹⁴
6. Préstamos a largo plazo (más de dos años)
7. Otros
 - Reservas matemáticas de seguros de vida y cesantías
 - Cuentas por pagar o por recibir, pagadas o recibidas anticipadamente
 - Pasivos no monetarios en moneda nacional (depósitos judiciales, depósitos previos para importación, depósitos fiduciarios, depósitos de garantía, etc.)

El Gráfico III.5 muestra los promedios quinquenales del balance financiero (o Préstamo Neto Financiero, PNF) del total de los sectores excluyendo el sector externo. Cuando el balance es negativo hay un exceso de inversión sobre el ahorro doméstico para el agregado de la economía (el cual debe ser cubierto con ahorro externo). El Gráfico III.5 muestra además la composición del PNF por categoría de instrumento¹⁵. Cuando un instrumento contribuye positivamente actúa en el neto como instrumento de colocación de excedentes. Cuando su contribución es negativa actúa en neto como instrumento de financiación. Por ejemplo, en el quinquenio 1970-1974 el exceso de inversión sobre el ahorro nacional fue de 3.31% del PIB. En el neto se utilizaron los préstamos (a largo y corto plazo) y en menor medida la emisión de derechos de los propietarios (equity) para financiar la inversión. Los medios de pago y las obligaciones y bonos a largo plazo sirvieron, en neto, para colocar los excedentes. Resulta interesante que entre 1975 y 1984 los préstamos a largo plazo jugaron un papel preponderante en la financiación de la inversión con una baja participación de la emisión de derechos de los propietarios. En la segunda mitad de la década de los setenta el PNF pasó a ser positivo y los títulos y depósitos a corto plazo constituyeron el destino de los excedentes del ahorro.

Gráfico III.5
PNF DEL TOTAL DE LOS SECTORES
PROMEDIOS QUINQUENALES



¹⁴ La categoría créditos comerciales corresponde a operaciones en las cuales, de común acuerdo, los dos participantes de una transacción han separado la fecha de ejecución de una operación (entrega de bienes, suministro de servicios, etc.) y la fecha de su pago efectivo. Este último puede anteceder la operación (p. ej. arras) o puede intervenir después (pago a plazos, crédito a proveedores). Toda operación financiera cuyo desenlace no se realiza en la fecha prevista por falla de una de sus partes se convierte en crédito comercial.

¹⁵ Para cada quinquenio aparece en la parte inferior derecha el PNF como porcentaje del PIB.

Los primeros cinco años de la década de los ochenta fueron de exceso de inversión mientras que durante el segundo lustro se registraron excesos de ahorro. A partir de 1987, los excedentes de la economía se colocaron principalmente en títulos y depósitos a corto plazo. Durante el período 1990-93 el PNF fue positivo y los excedentes de los ahorradores se volcaron de manera masiva hacia los títulos y depósitos a corto plazo. En 1993, en cambio, el ahorro doméstico cayó por debajo de la inversión y la principal fuente de financiación fueron los préstamos a corto plazo.

Las cuentas financieras permiten realizar este tipo de análisis para cada uno de los sectores productivos. Del análisis sectorial se desprenden las siguientes conclusiones:

- Las instituciones financieras han sido un sector que durante el período de análisis ha presentado un PNF prácticamente equilibrado. Los préstamos a corto plazo, los créditos comerciales y los créditos a largo plazo son los instrumentos con movimiento neto positivo (activos). Los pasivos netos corresponden a los títulos y depósitos a corto plazo, y las operaciones con medios de pago.
- La administración pública ha basado su financiación en préstamos a largo plazo y, en menor grado, en préstamos a corto plazo y créditos comerciales. La colocación de sus excedentes se ha concentrado en los derechos en empresas públicas recurrentemente capitalizadas y en medios de pago.
- Las sociedades y cuasi-sociedades no financieras son los mayores demandantes de financiación en la economía. Los préstamos de largo plazo y, con importancia variable, los derechos de los propietarios han constituido las principales fuentes de financiación de las empresas en Colombia. Lo que podría llamarse excedentes de liquidez, o movimientos activos en el neto, han sido colocados por este sector principalmente en depósitos y títulos a corto plazo.
- Los hogares constituyen el grupo ahorrador por excelencia de la economía (su PNF ha sido positivo durante todo el período). El principal destino de sus excedentes han sido los depósitos y títulos a corto plazo, seguidos por el grupo medios de pago y por los derechos de los propietarios. Llama la atención que, como un todo, los hogares sustituyeron como fuente de financiamiento los préstamos de corto plazo y créditos comerciales (en los setenta) por préstamos de largo plazo (en los ochenta y noventa).
- Cabe anotar que la participación de las obligaciones y bonos de largo plazo ha sido bastante marginal como mecanismo

de financiación de las empresas y como instrumento de colocación de excedentes por parte de los hogares.

De este corto análisis de las cuentas financieras por sectores se obtienen dos conclusiones importantes. La primera es que la cultura de los bonos en Colombia no existe y la segunda que la principal forma de financiamiento en el país ha descansado en los préstamos de largo plazo y los derechos de los propietarios. Este punto es muy importante, porque aunque puede ser cierto que el mercado accionario sea bastante pequeño en el país, lo que se conoce como "equity" ha representado una parte importantísima de la financiación, sobre todo en el caso de las empresas. Lo que ocurre es que dichos recursos no han pasado por las bolsas de valores. Estos hechos son producto del sesgo hacia el mercado de capitales intermediado que se ha dado en Colombia, donde los recursos de deuda han provenido principalmente de créditos bancarios y donde el "equity" ha estado basado en recursos propios. Obviamente este sesgo ha favorecido la concentración de la propiedad tanto en el sector financiero como en el sector real.

Por último, las cuentas financieras también permiten caracterizar el papel del sector externo en el mercado de capitales colombiano. El Gráfico III.6 muestra la composición del financiamiento externo cuando se registran excesos de inversión sobre el ahorro nacional. Como se vio, en promedio el lustro 1970-1974 así como la década de los ochenta corresponden a períodos de PNF negativo que debió ser cubierto con ahorro externo. El ahorro externo se ha destinado parcialmente a la compra de derechos de los propietarios (inversión extranjera directa) y a la adquisición de derechos sobre obligaciones de corto y largo plazo. Cuando, por el contrario, el país ha registrado excedentes financieros (préstamo neto positivo), éstos han estado representados en títulos de corto plazo y, en préstamos de corto plazo y créditos comerciales (crédito a los importadores de otros países) y en depósitos previos para importación.

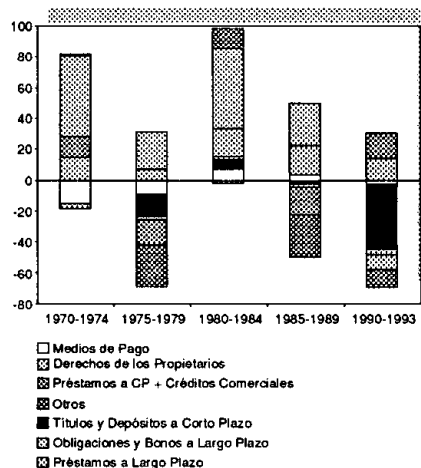
4. Determinantes del Tamaño del Mercado de Capitales

Una vez conocidos los determinantes de la inversión resulta interesante explorar los factores que determinan el tamaño total del mercado de capitales no bancario o intermediado, de los cuales la inversión es uno de ellos. Como se mencionó en la introducción, la escogencia entre un mercado intermediado y uno no intermediado puede ser explícita o implícita. En esta sección se analizan las condiciones macroeconómicas que contribuyen al dinamismo de un mercado de capitales basado en instrumentos.

En Colombia no existe la cultura de financiamiento mediante bonos.

El financiamiento con "equity" ha sido de gran importancia, pero estos recursos no han pasado por el mercado de capitales en su gran mayoría.

Gráfico III.6
PNF SECTOR EXTERNO
PROMEDIOS QUINQUENALES



Para ilustrar este punto se realizaron algunos ejercicios de corte transversal para una muestra de 40 países que incluye algunos de los denominados mercados emergentes (entre ellos Colombia). Los datos son promedios para el período 1985-1993. En las regresiones del Cuadro III.6 se utiliza como variable dependiente el logaritmo de la capitalización total del mercado como proporción del PIB. Como es lógico, los países con mayores tasas de inversión tienen mercados de capitales más profundos. De hecho la elasticidad correspondiente es cercana a uno, lo que indica que aumentos en la inversión van acompañados de aumentos proporcionales en el tamaño del mercado de capitales. Algo idéntico ocurre con el ahorro doméstico dada su alta correlación con la inversión.

La capitalización del mercado bursátil depende de la tasa de inversión y de la estabilidad económica.

Los demás determinantes del tamaño del mercado de capitales muestran resultados de interés. Las economías con mayor grado de desarrollo del mercado de capitales son también, en promedio, las que tienen mayor ingreso per cápita. La inestabilidad económica medida a través del nivel y la volatilidad de la inflación, así como la volatilidad de la tasa de devaluación real, tiene una incidencia negativa sobre el tamaño del mercado de capitales¹⁶. En todos estos casos los coeficientes son negativos y estadísticamente significativos.

El Cuadro III.7 utiliza como variable dependiente el logaritmo del valor total transado/PIB, una medida de la liquidez del mercado de capitales no bancario. Los resultados son muy similares. En promedio, los mercados de capitales son más líquidos en economías menos inflacionarias y con menor volatilidad. En este caso, la elasticidad con respecto a la inversión es superior a la unidad, lo que indica que aumentos en la inversión tienden a reflejarse más que proporcionalmente sobre la liquidez del mercado de capitales. En el Cuadro III.8 aparece como variable dependiente la relación M2/PIB, la medida más comúnmente utilizada de profundidad financiera. El impacto negativo de la volatilidad aparece de nuevo como un factor de importancia. Sin embargo, es necesario anotar que la elasticidad con respecto a la inversión se reduce a 0.57 aproximadamente y, por otra parte, que el ahorro no resulta significativo para explicar el nivel de profundidad financiera de este conjunto de economías.

La liquidez del mercado bursátil es mayor en economías menos inflacionarias y menos volátiles.

En suma, la estabilidad económica es el mejor estímulo al desarrollo del mercado de capitales. Como se mencionó

¹⁶ La volatilidad es medida como la desviación estándar de la variable. Es interesante anotar que en el contexto latinoamericano Brasil constituye una excepción a la regla de que la volatilidad implica mercados de capitales poco profundos.

Cuadro III.6
DETERMINANTES DE LA PROFUNDIDAD DEL MERCADO DE CAPITALES
EJERCICIO DE CORTE TRANSVERSAL
PROMEDIOS 1985-1992
(Estadísticos t entre paréntesis)

Variable Dependiente: Ln (Capitalización de mercado/PIB)

	Ecuación 1	Ecuación 2	Ecuación 3	Ecuación 4
Constante	2.6644 (2.90) ***	0.0322 (0.02)	1.9389 (1.19)	2.2236 (1.43)
Ln (Inflación)	-0.3649 (-3.25) ***			
Ln (PIB per cápita)	0.1678 (1.89) *			
Volatilidad inflación		-0.2887 (-2.90) ***		
Volatilidad PIB per cápita		0.6027 (2.01) *		
Volatilidad devaluación real			-0.4355 (-2.09) **	-0.5708 (-3.07) ***
Ln (Inversión/PIB)		1.0610 (2.66) **	0.8130 (1.91) *	
Ln (Ahorro doméstico/PIB)				0.8060 (1.80) *
R ²	0.3691	0.3755	0.2976	0.2934
DW	1.8753	1.9267	1.8765	1.9433
Número de observaciones	40	40	40	40
Método de estimación	MCO	MCO	MCO	MCO

*: Significativo al 10%

**: Significativo al 5%

***: Significativo al 1%

anteriormente, la estabilidad económica además de favorecer la inversión -en sí mismo un determinante del tamaño del mercado de capitales- contribuye directamente a crear las condiciones propicias para el desarrollo del mercado. Más aún, como se aprecia en el Cuadro III.9, la volatilidad de las variables macro depende en buena medida de su propio nivel. Así las cosas, la mejor receta para tener baja volatilidad en las tasas de inflación y devaluación es tener bajos niveles en dichas variables. Algo opuesto ocurre con la volatilidad en el PIB per cápita, que depende inversamente del nivel de ingreso.

Un ejercicio similar a los de corte transversal se hizo para el caso colombiano con series de tiempo para el periodo 1950-1994 (Cuadro III.10). En primer lugar se realizaron estimaciones

En suma, la estabilidad económica es el mejor estímulo al desarrollo del mercado de capitales.

Cuadro III.7
DETERMINANTES DE LA PROFUNDIDAD DEL MERCADO DE CAPITALES
EJERCICIO DE CORTE TRANSVERSAL
PROMEDIOS 1985-1992
(Estadísticos t entre paréntesis)

Variable Dependiente: Ln (Valor total transado/PIB)			
	Ecuación 1	Ecuación 2	Ecuación 3
Constante	-0.0199 (0.02)	-2.4438 (-1.28)	-0.6228 (-0.32)
Ln (Inflación)	-0.3745 (2.75)***		
Ln (PIB per cápita)	0.3350 (2.93)***		
Volatilidad devaluación real		-0.4254 (-1.73) *	-0.6861 (-2.79)***
Ln (Inversión/PIB)		1.8355 (3.59)***	
Ln (Ahorro doméstico/PIB)			1.4205 (2.56) *
R ²	0.4101	0.4087	0.3241
DW	1.9982	1.8554	1.7410
Número de observaciones	39	39	39
Método de estimación	MCO	MCO	MCO

*: Significativo al 10%

**: Significativo al 5%

***: Significativo al 1%

para los determinantes del valor total transado en acciones como porcentaje del PIB. De manera contundente esta variable depende negativamente de la inflación y de la tasa de interés real. Las volatilidades que resultaron significativas en los ejercicios de corte transversal no resultaron relevantes en este caso.

De otra parte, dos fenómenos que influyeron de manera importante en la evolución reciente del mercado accionario debenser considerados. Por una parte, se presentó un importante flujo de capitales hacia la economía durante los años 1992 y 1993 y, por otra parte, en 1994 los procesos de privatización incrementaron el negocio bursátil¹⁷. Ambos fenómenos se capturaron mediante dummies que resultaron significativas.

La mejor receta para tener baja volatilidad es controlar la inflación.

En Colombia, la inflación y las altas tasas de interés van en detrimento de las transacciones del mercado accionario...

¹⁷ Mientras que en 1990 y 1991 el valor total transado en acciones representó el 0.22% y el 0.60% del PIB respectivamente, en 1992 y 1993 esta cifra ascendió a 1.45% y 1.66% del PIB respectivamente. En 1994 dicha cifra se elevó al 4.3% del PIB.

Cuadro III.8
DETERMINANTES DE LA PROFUNDIDAD FINANCIERA
EJERCICIO DE CORTE TRANSVERSAL
PROMEDIOS 1985-1992
(Estadísticos t entre paréntesis)

Variable Dependiente: Ln (M2/PIB)

	Ecuación 1	Ecuación 2	Ecuación 3	Ecuación 4
Constante	3.3949 (8.35) ***	2.4744 (3.87) ***	2.6789 (3.28) ***	4.4073 (5.38) ***
LN (Inflación)	-0.2139 (-4.31) ***			
Ln (PIB per cápita)	0.1228 (3.12) ***			
Volatilidad inflación		-0.1130 (-2.46) **		
Volatilidad PIB per cápita				
Volatilidad devaluación real			-0.1813 (-1.73) *	-0.3091 (-3.16) ***
Ln (Inversión/PIB)		0.5622 (2.85) ***	0.5800 (2.71) ***	
Ln (Ahorro doméstico/PIB)				0.1062 (0.46)
R ²	0.5452	0.3932	0.3472	0.2334
DW	1.9181	1.6762	1.5128	1.5310
Número de observaciones	40	40	40	39
Método de estimación	MCO	MCO	MCO	MCO

*: Significativo al 10%

**: Significativo al 5%

***: Significativo al 1%

La profundidad financiera, por otra parte, también reacciona frente a la inflación y la tasa de interés real, aunque con signo positivo. Una dummy para el período 1992-1994 también resultó significativa. Al igual que para el mercado accionario, en el caso colombiano la volatilidad de diferentes variables no resultó significativa, hecho que contrasta de nuevo con lo hallado en los ejercicios de corte transversal.

En suma, altas tasas de interés e inflaciones elevadas han marcado períodos de expansión de los cuasidineros y de contracción del mercado de acciones en Colombia durante los últimos 55 años.

... mientras que esas variables van de la mano de la expansión de los cuasidineros.

Cuadro III.9
RELACION VOLATILIDAD - NIVEL
(Estadísticos t entre paréntesis)

Ejercicio de Corte Transversal	Variable dependiente: volatilidad de:					
	Inflación	Tasa de interés nominal	Tasas de interés real	Devaluación nominal	Devaluación real	PIB per cápita
Constante	1.3613 (9.61)***	1.1557 (6.49)***	2.7909 (14.99)***	2.6105 (22.00)***	2.8233 (21.73)***	1.2751 (13.31)***
Inflación _t	0.0171 (11.42)***					
Tasa de interés nominal _t		0.0128 (9.58)***				
Tasa de interés real _t			0.0437 (3.05)***			
Devaluación Nominal _t				0.0119 (8.92)***		
Devaluación Real _t					0.1075 (2.81)***	
PIB per cápita _t						-0.00003 (-4.52)***
R ²	0.7730	0.7073	0.2005	0.6824	0.1720	0.3494
DW	1.9487	1.9527	2.1713	2.0015	2.3448	1.9274
No de Observaciones	40	40	39	39	40	40
Método de Estimación	AR1	MCO	MCO	MCO	MCO	MCO

*: significativo al 10%

**: significativo al 5%

***: significativo al 1%

Cuadro III.10
COLOMBIA: DETERMINANTES DE LA PROFUNDIDAD
DEL MERCADO DE CAPITALES
(Estadísticos t entre paréntesis)

Variable dependiente: (Valor total transado en acciones/PIB) _t			Variable dependiente (M2/PIB) _t	
Período	1950-1993	1950-1994	Período	1950-1994
Constante	1.2443 (7.84)***	1.5288 (5.28)***	Constante	3.0599 (3.10)***
Tasa de interés real _t	-0.0314 (-3.71)***	-0.0405 (-3.04)***	Tasa de interés real _t	0.2741 (4.56)***
Inflación _t	-0.0251 (-3.78)***	-0.0319 (-2.91)***	Inflación _t	0.1323 (2.74)***
Dummy 1992-1993	0.8031 (4.36)***		(M2/PIB) _{t-1}	0.7260 (9.12)***
Dummy 1994		3.1913 (12.27)***	Dummy 1992-1994	4.5881 (4.64)***
R ²	0.5463	0.8063	R ²	0.9675
DW	1.8257	1.6010	DW	2.1583
Número de observaciones	44	45	Número de observaciones	45
Método de estimación	AR1	AR1	Método de estimación	AR1

*: Significativo al 10%

**: Significativo al 5%

***: Significativo al 1%

IV. TENDENCIAS RECIENTES Y PERSPECTIVAS DE LA OFERTA DE ACTIVOS FINANCIEROS

1. Los instrumentos de financiamiento de las empresas en Colombia

1.1 Tendencias generales

Las empresas privadas son demandantes importantes de recursos financieros debido a sus requerimientos de inversión. Sin embargo, las empresas colombianas se han caracterizado por una baja utilización del mercado de capitales no bancario como mecanismo de financiación. Como se mencionó antes, su principal fuente de recursos ha sido el endeudamiento con el sistema financiero.

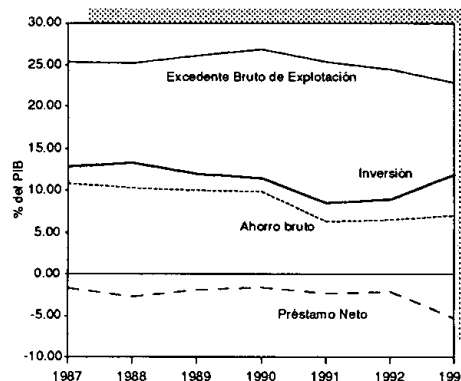
Tenjo (1995), en un estudio realizado para la Misión, basado en los datos de la Superintendencia de Sociedades analizó la estructura de financiación de las empresas privadas y su papel como oferentes de bonos y acciones. El propósito fue el de dilucidar las razones que explican este comportamiento y sugerir algunas recomendaciones de política orientadas a promover una mayor participación de los instrumentos emitidos por las empresas en el mercado de capitales.

De acuerdo con este estudio, los patrones de financiación y de inversión de las empresas han registrado variaciones significativas en los últimos años. Entre los cambios más sobresalientes aparece la caída en los niveles de ahorro a nivel de la firma y el acelerado crecimiento de la inversión, especialmente a partir de 1991¹. Tal y como se aprecia en el Gráfico IV.1, la diferencia entre ahorro e inversión se tradujo en un mayor endeudamiento. En efecto, el endeudamiento neto de las sociedades y cuasi-sociedades no financieras pasó de 1.63% del PIB en 1990 a 5.25% en 1993.

De acuerdo a los datos de Cuentas Nacionales la reducción en el ahorro es explicada por una caída en el excedente bruto de explotación. Muy probablemente este comportamiento es atribuible a la reducción en los márgenes de las empresas

Las empresas colombianas se han caracterizado por una baja utilización del mercado de capitales no bancario.

Gráfico IV.1
EVOLUCION DE LAS PRINCIPALES
VARIABLES REALES Y FINANCIERAS DE LAS
EMPRESAS



Fuente: Cuentas Nacionales

¹ Sánchez, Murcia y Oliva (1995) obtienen un resultado similar.

ocasionada por la apertura económica, así como a la mayor distribución de utilidades a los accionistas. Como se verá más adelante, el aumento en las utilidades distribuidas se explica por la mayor facilidad de endeudamiento externo, la disminución de las tasas de interés y la mayor disponibilidad de recursos financieros en el mercado doméstico. Todo ello favoreció la sustitución de recursos propios por recursos externos a las firmas.

En su trabajo, Tenjo (1995) sugiere que las empresas han enfrentado grandes restricciones financieras lo cual se ha traducido en un bajo nivel de sustituibilidad entre las diferentes fuentes de recursos. En otras palabras, las empresas carecen de flexibilidad en el momento de escoger sus fuentes de financiación. En condiciones de racionamiento las empresas se ven obligadas a maximizar sus recursos propios para financiar la inversión, con lo que incrementan la retención de utilidades. Así las cosas, recurren al mercado bancario doméstico para suplir las necesidades de financiamiento que no cubren con sus recursos propios, pues el acceso a recursos externos o al mercado de capitales no bancario, es aún más restringido (ver Cuadro IV.1). Sin embargo, la mayor disponibilidad de crédito externo e interno permitió, a partir de 1991, una disminución en la tasa de retención de utilidades².

1.2 Estructura financiera de las empresas colombianas

De acuerdo con los resultados de la Misión las restricciones de financiamiento son más fuertes para las empresas pequeñas e independientes (aquellas que no pertenecen a grupos

Las empresas carecen de flexibilidad en el momento de escoger sus fuentes de financiamiento.

Las restricciones de financiamiento son más fuertes para las empresas pequeñas que no pertenecen a grupos económicos.

**Cuadro IV.1
COLOMBIA: FUENTES DE RECURSOS PARA UNA MUESTRA DE 550
EMPRESAS MANUFACTURERAS 1984-1994
(Porcentajes sobre el total de fuentes)**

Periodo	Recursos propios	Endeudamiento			Emisión de acciones	Total	Utilidades retenidas(1)
		Total	% Corto plazo	% Largo plazo			
1984-86	16	80	82	18	4	100	14
1987-90	25	67	80	19	8	100	23
1991-94	33	55	87	13	12	100	17
Total	25	66	82	16	8	100	17

(1) como porcentaje de las utilidades operacionales
Fuente: Tenjo (1995)

² Sánchez, Murcia y Oliva (1995) documentan una tendencia similar.

económicos). Así mismo, las empresas extranjeras tienen, por lo general, menores restricciones que las empresas nacionales. Las empresas más racionadas presentan un mayor coeficiente de retención de utilidades, una mayor tasa de endeudamiento con el sistema financiero nacional y una menor participación en el mercado de capitales.

El que estas empresas registren un mayor nivel de endeudamiento con el mercado financiero nacional se explica porque disponen de un menor nivel de sustituibilidad entre las diferentes alternativas de financiación. Más aún, en un estudio reciente Sánchez et al. (1995) encuentran que hasta 1991 los recursos propios y el endeudamiento interno fueron complementarios en las empresas pequeñas.

En el Cuadro IV.2 se presenta la estructura de financiación de las firmas según su tamaño (medianas o grandes), pertenencia a grupos económicos y nacionalidad. Las firmas más pequeñas registran una mayor dependencia del endeudamiento como fuente de financiación y su retención de utilidades es mayor. Adicionalmente, se financian mediante la emisión de acciones en una proporción inferior a las firmas grandes y de grupo. Las firmas extranjeras no emiten porque lo hace la casa matriz en sus mercados de origen. Como un todo, las utilidades retenidas se redujeron y el pago de dividendos aumentó como proporción de las utilidades operacionales a partir de 1991.

De acuerdo con las cifras del Cuadro IV.3, el 48% de los recursos se destina a financiar la inversión en capital fijo, mientras los préstamos a terceros representan el 41% de los recursos (con una participación creciente). Con ello, la relación préstamos recibidos a préstamos otorgados es del orden de 68% (promedio 1984-1994) lo que implica un amplio reciclaje de los recursos de crédito que obtienen las firmas. Esto refleja un mayor grado de profundización financiera, especialmente de las empresas extranjeras y aquellas pertenecientes a grupos.

1.3. Financiación mediante instrumentos de mercado en Colombia

La financiación mediante la emisión de acciones y bonos ha ganado importancia, pese a que su participación todavía es muy reducida en comparación con los estándares internacionales. Algunos instrumentos recientemente introducidos en el mercado colombiano tales como las acciones preferenciales, los bonos obligatoriamente convertibles en acciones (BOCEAS) y los recibos de depósito estadounidenses (ADRs) y globales (GDRs), pueden ayudar a promover, en un futuro, un mayor dinamismo del mercado.

Las firmas pequeñas dependen más del endeudamiento y retienen una mayor proporción de las utilidades.

Las firmas se endeudan pero también prestan.

Cuadro IV.2
FUENTES DE RECURSOS Y DISTRIBUCION DE
BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS*
EMPRESAS MANUFACTURERAS 1984-1994

	Independ.	Grupo	Nacional	Extranj.	Medianas	Grandes
Recursos Propios						
1984-86	16	15	16	32	15	16
1987-90	26	31	28	26	22	27
1991-94	28	36	30	40	31	34
Total	24	28	25	33	23	27
Endeudamiento						
1984-86	80	83	79	100	80	80
1987-90	68	64	66	79	71	65
1991-94	62	55	60	57	54	56
Total	69	66	67	77	67	66
Emisión de Acciones						
1984-86	4	2	5	-32	5	4
1987-90	6	5	6	-5	7	8
1991-94	10	9	10	3	15	10
Total	7	6	7	-9	9	8
Total de Fuentes	100	100	100	100	100	100
Dividendos como % de las utilidades operacionales						
1984-86	17	28	18	50	8	24
1987-90	35	56	40	64	27	46
1991-94	49	82	66	55	28	68
Total	43	63	58	58	26	61
Utilidades retenidas como % de las utilidades operacionales						
1984-86	16	10	14	18	15	12
1987-90	24	22	24	22	23	21
1991-94	15	15	16	15	18	15
Total	18	15	17	16	19	16

* Para una muestra de 550 empresas.

Fuente: Tenjo (1995).

Como se mencionó anteriormente, *las acciones con dividendo preferencial mínimo y sin derecho a voto* fueron introducidas mediante la Ley 27 de 1990. Con ellas, los inversionistas que no tienen interés en el control de la empresa aseguran un rendimiento que se debe cancelar una vez constituida la reserva legal y antes de constituir cualquier otra reserva por parte de la empresa. Por su parte, el accionista mayoritario tiene la posibilidad de obtener nuevos recursos sin perder el control de la empresa. Recientemente, con la modificación al Código de Comercio (Ley 222 de 1995) se redujeron las condiciones y requisitos para su emisión y se aumentó la proporción que ese tipo de acciones puede representar en el capital social.

Cuadro IV.3

COMPOSICION DEL USO DE RECURSOS DE LAS EMPRESAS* Y NIVEL DE INTERMEDIACION DE RECURSOS 1984-1994

	Independ.	Grupo	Nacional	Extranj.	Medianas	Grandes	Total
Inversión de Capital Fijo							
1984-86	44	48	45	50	46	45	45
1987-90	45	43	45	37	44	44	44
1991-94	51	41	48	36	48	48	48
Total	49	49	47	38	46	47	47
Inversión Financiera							
1984-86	15	18	16	12	7	17	16
1987-90	9	19	13	20	6	13	13
1991-94	11	-1	8	1	5	8	7
Total	11	6	9	8	6	10	9
Préstamos							
1984-86	31	30	31	26	40	30	31
1987-90	42	34	39	40	45	38	39
1991-94	35	56	41	55	44	41	41
Total	37	48	40	48	44	40	40
Medios de Pago							
1984-86	9	5	5	12	8	8	8
1987-90	4	4	4	2	5	4	4
1991-94	3	4	4	8	4	3	3
Total	4	4	4	6	4	4	4
Total Usos	100	100	100	100	100	100	100
Relac. Prést. Otorgados / Prést. Recibidos							
1984-86	0.39	0.35	0.38	0.25	0.47	0.37	0.37
1987-90	0.62	0.52	0.59	0.51	0.62	0.59	0.57
1991-94	0.61	1.31	0.78	1.12	0.91	0.79	0.82
Total	0.58	0.90	0.68	0.79	0.71	0.69	0.68

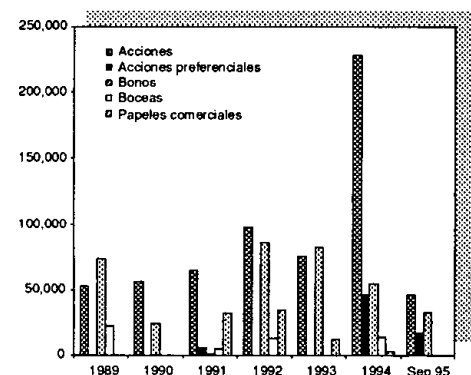
* Para una muestra de 550 empresas manufactureras
Fuente: Tenjo (1995)

Mediante los ADRs y GDRs los inversionistas extranjeros pueden invertir en una empresa colombiana sin intervenir en el mercado de capitales local. Simplemente se entregan las acciones a un banco depositario que emite recibos de depósito. El encargado de custodiar las acciones está obligado a cumplir en el país de origen todas las normas y requisitos que reglamenten la emisión de acciones locales.

Los bonos obligatoriamente convertibles en acciones existen desde 1965 en el país (aunque sólo hasta 1983 se reactivó su emisión). Constituyen una modalidad de activo financiero que combina un papel de renta fija, en donde el emisor se compromete a pagar un interés pactado por un periodo de tiempo y un papel de renta variable en el momento de su conversión en acciones.

La emisión de bonos obligatoriamente convertibles en acciones resulta una forma de capitalización útil cuando la empresa atraviesa por un periodo en el cual no puede ofrecer

Gráfico IV.2
OFERTAS PUBLICAS AUTORIZADAS 1989-1995
(Millones de pesos de 1993)



Fuente: Serrano (1995).

una rentabilidad adecuada sobre sus acciones. Adicionalmente el costo de la deuda es sensiblemente menor que el de un crédito con el sistema financiero, ya que el inversionista paga por el privilegio de especular sobre los precios futuros de las acciones y acepta un retorno menor.

En el Gráfico IV.2 se ilustra el valor de las ofertas públicas autorizadas por las Superintendencia de Valores para las sociedades y cuasi-sociedades financieras y no financieras. De acuerdo a las cifras reportadas, la emisión de acciones ordinarias fue especialmente dinámica en 1994. Sin embargo, en condiciones normales la participación de dichos instrumentos es muy inferior y estable. Para el periodo de análisis fluctuó entre \$100,000 y \$50,000 millones al año (en pesos de 1993).

Con todo, el incremento en la emisión de papeles del sector privado en 1994 no representó un incremento en la participación de las emisiones privadas dentro de las emisiones totales autorizadas. Por el contrario, de acuerdo con el Gráfico IV.3 dicha participación se ha reducido continuamente en virtud del dinamismo que han adquirido tanto los papeles del sector público, como la oferta pública de títulos valores resultantes de procesos de titularización. En el Cuadro IV.4 se ilustra la evolución de las emisiones de ADRs, las cuales han sido adquiridas en su mayoría por inversionistas extranjeros. Por último, en el Gráfico IV.4 se aprecia el impresionante crecimiento de la emisión de papeles en el mercado por parte de las empresas (161% por año entre 1993 y 1995). Sin embargo, esto representa en el agregado sólo el 0.3% del financiamiento de las empresas (ver Gráfico IV.5).

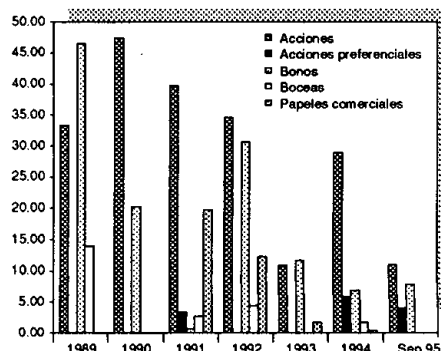
1.4 ¿Por qué no se utilizan los instrumentos de mercado en Colombia?

a. Acciones

La alta concentración de la propiedad de las empresas y la reticencia de los empresarios a ofrecer al público nuevas emisiones de acciones, por el temor a perder el control o a sufrir interferencia en el manejo de la empresa, son los factores que más limitan el desarrollo del mercado accionario privado. Por ello, no es sorprendente que prácticamente todas las nuevas emisiones se realicen bajo la modalidad de acciones sujetas al derecho preferente de los accionistas.

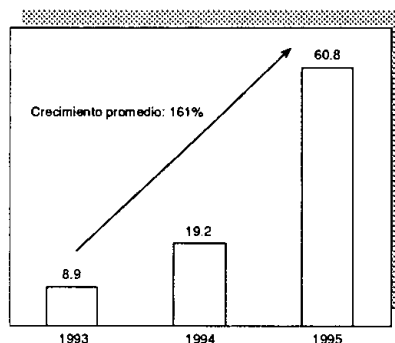
De acuerdo con la ley, los accionistas de las empresas tienen el derecho de comprar las nuevas emisiones en una proporción equivalente a su participación en la empresa. Sólo si renuncian a este derecho, las emisiones pueden ser compradas por nuevos inversionistas. En Colombia prácticamente la totalidad de las emisiones son compradas por los accionistas iniciales

Gráfico IV.3
PARTICIPACION DE LAS EMISIONES PRIVADAS EN LAS EMISIONES TOTALES AUTORIZADAS



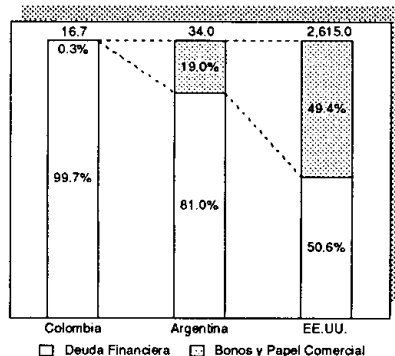
Fuente: Serrano (1995).

Gráfico IV.4
COLOMBIA: SALDO DE BONOS Y PAPELES COMERCIALES (Millones de dólares)



Fuente: Corfivalle - McKinsey

Gráfico IV.5
ENDEUDAMIENTO DEL MERCADO EMPRESARIAL (Billones de dólares)



Fuente: Corfivalle - McKinsey.

Cuadro IV.4
COLOCACIONES COLOMBIANAS DE RECIBOS DE DEPOSITO
ESTADINENSES
(Millones de US\$)

Fecha	Compañía	Valor total	Porcentaje colocado internamente
Enero-93	Corfivalle (B)	50	59
Octubre-93	Banco Ganadero (A y B)	107	67
Mayo-94	Cementos Diamante (B)	76	80
Junio-94	Carulla (B)	33	86
Septiembre-94	Cementos Paz del Río (A)	27	23
Septiembre-94	Papeles Nacionales (A)	39	71
Diciembre-94	Cadenalco (B)	43	78
Julio-95	BIC (B)	83	73

Nota: A son acciones ordinarias y B son acciones preferenciales.
Fuente: Superintendencia de Valores.

con lo que las empresas se capitalizan sin abrirse al público. Más aún, pocas empresas han utilizado los descuentos tributarios resultantes de la colocación de nuevas emisiones en manos de inversionistas institucionales³. Como se vio atrás, el número de empresas inscritas en bolsa no ha aumentado. Por el contrario ha disminuido en los últimos años, con una leve recuperación en 1993 y 1994.

El módulo especial de la Encuesta de Opinión Empresarial realizada por Fedesarrollo para la Misión corrobora estos resultados. En efecto, el 50% de las empresas consultadas señaló el temor a perder el control sobre la empresa como la principal razón para no inscribirse en una bolsa de valores y/o no emitir acciones. La segunda razón en importancia fue el temor a la entrada de capitales desconocidos (Cuadro IV.5).

Entre las demás razones por las cuales las empresas no emiten acciones el 15% respondió que "no es necesario o no les interesa". Al desagregar los resultados según el tamaño de las empresas, la razón fundamental por la cual las empresas pequeñas no emiten es por falta de demanda. La mayoría de las empresas también coincidió en que su estructura actual de financiación (fundamentalmente a través de endeudamiento con el sistema financiero nacional) es la menos costosa. También consideran que los desembolsos son más ágiles y se requieren menos trámites (Cuadro IV.6).

De las 366 empresas encuestadas el 98% no ha utilizado nunca la financiación mediante acciones preferenciales y el

De acuerdo con los resultados de la encuesta realizada por Fedesarrollo, el temor a perder el control es la principal razón para no emitir acciones públicamente.

Aunque también preocupa el ingreso de capitales desconocidos.

³ Decreto 2512 de 1987.

Cuadro IV.5 RAZONES PARA NO INSCRIBIRSE EN LA BOLSA ENCUESTA DE OPINION EMPRESARIAL

	Total nacional	Tamaño de la empresa		
		Grande	Mediana	Pequeña
Señale en orden de importancia las razones por las cuales su empresa no está inscrita (1= más importante, 9=menos importante)				
Permite a los principales accionistas mantener el control de la empresa	1.57	1.80	1.46	1.80
Para no hacer pública la información de la empresa por seguridad personal	4.12	4.37	3.84	3.63
Para no hacer pública la información de la empresa por seguridad frente a la competencia	4.95	4.44	4.40	5.57
Para no hacer pública la información de la empresa por otras razones	4.79	4.33	4.89	5.67
Impide el acceso de desconocidos a la empresa	3.14	3.18	3.09	2.92
Exceso de requisitos	5.07	5.07	5.27	3.10
Pérdida de control sobre el valor del patrimonio	4.21	4.04	4.18	3.90
Mayores costos	5.70	4.57	6.06	5.57
Desconocimiento de esta alternativa de financiación	6.75	8.75	7.32	3.50
Otros	1.83	2.19	1.87	1.36

Fuente: Módulo Especial Encuesta de Opinión Empresarial, Fedesarrollo (julio de 1995).

97% no ha utilizado el mecanismo de bonos obligatoriamente convertibles en acciones. En su mayoría son las empresas grandes las que han utilizado estos mecanismos y algunas pocas empresas de tamaño mediano. Como se mencionó, con la reforma del Código de Comercio se realizaron modificaciones que fomentarán en un futuro la emisión de acciones preferenciales.

Esta reforma también redujo el número de decisiones que requieren quórum especial, con lo cual ya no es necesario tener un porcentaje alto en el capital de las sociedades para controlarlas. Esto le permite a las sociedades abrirse más sin perder el control de la empresa. Paralelamente, la filosofía de la reforma es la de reforzar los mecanismos de protección a las minorías por medio de una mayor revelación (*disclosure*) de información, así como por la consolidación contable de los grupos económicos. Sin embargo, la elevada mayoría (78%) requerida para la distribución de utilidades sigue actuando en contra de la desconcentración de la propiedad. Esta decisión más que proteger los intereses de los pequeños y medianos inversionistas, restringe su acceso al mercado de capitales.

En suma, la baja participación de la emisión de acciones dentro de las fuentes de financiación de las empresas se debe principalmente a que los propietarios no desean perder el control de la empresa. Además, creen que la financiación mediante endeudamiento es menos costosa y más ágil. Esto es especialmente cierto en las empresas pequeñas.

En general, la reforma al Código de Comercio facilitará la emisión de acciones...

... pero, la mayoría requerida para la repartición de utilidades (78%) estimulará la concentración de la propiedad.

Cuadro IV.6

EMISIONES DE BONOS Y ACCIONES

ENCUESTA DE OPINION EMPRESARIAL

	Total nacional	Tamaño de la empresa		
		Grande	Mediana	Pequeña
¿Porqué su empresa no ha emitido acciones o bonos? (Señale en orden de importancia 1= más importante y 6= menos importante)*				
Emisión de Bonos				
Mayor costo frente al crédito bancario	2.24	1.76	2.47	2.22
Desconocimiento de este mecanismo	2.65	3.67	2.48	2.14
Falta de demanda	2.09	2.39	1.99	1.82
Demasiados requisitos	2.09	1.86	2.19	1.92
Otras**	1.17	1.32	1.21	1.40
Emisión de Acciones				
Mayor costo frente al crédito bancario	2.89	2.43	3.12	2.67
Falta de demanda	2.37	2.48	2.31	1.82
Demasiados requisitos	2.43	2.38	2.44	2.08
Permite a los accionistas mantener el control de la empresa	1.54	1.56	1.48	1.91
Otras**	1.28	1.40	1.22	1.40
2. Teniendo en cuenta la principal fuente de financiación en 1994 ¿Cuáles fueron las cuatro principales razones para escoger este esquema? (1 =más importante, 4 menos importante)*				
Permite a los accionistas mantener el control de la empresa	3.42	3.30	3.42	3.94
Menores costos financieros	2.30	1.54	2.60	2.67
Ventajas tributarias	3.90	3.60	3.98	4.00
Menor demora en los desembolsos	3.00	3.28	2.89	2.61
Desconocimiento de otras alternativas	4.71	4.94	4.59	4.67
No tiene acceso a otras fuentes	4.47	4.69	4.36	4.24
Otros	4.41	4.37	4.36	4.64

Fuente: Módulo Especial Encuesta de Opinión Empresarial, Fedesarrollo (julio de 1995).

* Entre menor sea el puntaje más importante es, en promedio, el factor señalado.

** La respuesta más frecuente en el rubro otros fue: no es necesario o no le interesa

b. Bonos

La emisión de bonos representa una fuente de financiación de menor costo (especialmente al no requerir aval sino una simple calificación), mayor plazo y flexibilidad en su diseño. Sin embargo, aún existen algunas desventajas que reducen significativamente su atractivo como fuente de financiación, particularmente en el caso de montos inferiores a US\$10 millones.

En un trabajo para la Misión, Serrano (1995) destaca varios elementos que desestiman el uso de este mecanismo. En primer lugar, pese a que el proceso de emisión de bonos se ha aligerado con la introducción de la oferta anticipada y la oferta pública, aún persisten múltiples requisitos y aprobaciones antes

y después de la emisión, lo cual toma tiempo y consume recursos administrativos. Esto se presenta como una desventaja si se compara con la consecución de un cupo de crédito bancario o una actualización del mismo. En efecto, las empresas encuestadas señalaron el exceso de trámites como uno de los principales desincentivos para la emisión de bonos (Cuadro IV.6). Adicionalmente, las empresas están más familiarizadas con los establecimientos de crédito y tienen mayor confianza en los banqueros tradicionales, especialmente si han mantenido vínculos con ellos.

En segundo lugar, para emitir bonos es necesario hacer pública la información de la empresa mientras que la información suministrada a los establecimientos bancarios para obtener créditos es de carácter reservado. Este problema se intensifica en el caso de las empresas pequeñas y medianas, donde la falta de transparencia en la información les cierra el acceso al mercado de capitales.

Adicionalmente, el mercado de papeles de renta fija es sumamente heterogéneo en sus productos. Cada emisor ofrece un papel con características muy particulares y esto reduce significativamente la sustituibilidad entre los diferentes tipos. Una mayor homogeneidad permitiría una mayor sustituibilidad y le daría más liquidez y mayor flexibilidad a las operaciones con papeles de renta fija.

1.5. Restricciones generales del mercado y recomendaciones de política

Los resultados del Cuadro IV.7, sugieren que la estructura de financiamiento actual de las empresas tenderá a mantenerse en el futuro. En efecto, de acuerdo con los planes para los próximos años, la reinversión de utilidades y el crédito bancario serán las fuentes más importantes de financiación de las empresas.

Esta estructura de financiamiento puede reflejar el que además de las restricciones específicas a los bonos y las acciones, existen otros problemas que afectan al mercado como un todo. El primero de ellos es la preferencia marcada, tanto de los oferentes como de los demandantes de crédito, por el corto plazo. Lo anterior es característico de las economías inflacionarias, debido a la incertidumbre de las tasas de interés. Tampoco existen mecanismos desarrollados de cobertura de riesgo en este campo. Esto se intensifica por unas costumbres financieras aversas al riesgo y por una clara reticencia de los inversionistas a cambiar sus prácticas de inversión, con las cuales se han sentido cómodos históricamente.

Las empresas no quieren hacer pública la información.

La falta de homogeneidad en las emisiones impide el desarrollo del mercado secundario.

Hay una marcada preferencia por instrumentos de corto plazo.

Entre las restricciones más importantes, es de destacar la total ausencia de *market makers*, indispensables para el desarrollo del mercado de capitales. En la mayoría de los casos las corporaciones financieras y las sociedades comisionistas, pese a tener un perfil adecuado para realizar actividades de banca de inversión, han orientado sus actividades en otra dirección. Esto es atribuible, en parte, al bajo nivel de capitalización de la mayoría de las sociedades comisionistas de bolsa frente a los riesgos de intermediación (por ejemplo *underwriting en firme*), concentrándose principalmente en actividades de corretaje. También existe una baja capacidad operacional e investigativa en muchas de ellas.

Otro de los problemas críticos es la carencia de promoción del mercado. Los intermediarios de valores tradicionalmente han jugado un papel pasivo en el mercado al no promover agresivamente diferentes alternativas de inversión. De acuerdo con la encuesta realizada por la Misión a los intermediarios del mercado de capitales, las firmas comisionistas de bolsa no desarrollan actividades de investigación dirigida a inversionistas y muy pocas realizan estudios de mercado. Adicionalmente, ninguna firma considera que la publicidad y mercadeo sean fundamentales en la estrategia competitiva.

Con todo, en los últimos años se ha fortalecido la emisión de acciones y de bonos como mecanismo de financiación de las empresas. Hacia el futuro, es de esperarse que esta tendencia continúe. Aun así, es necesario adoptar los correctivos requeridos

Se requiere la presencia de *market makers*.

Las sociedades comisionistas y las corporaciones financieras deben promover más agresivamente el mercado.

Cuadro IV.7 PLANES DE FINANCIACION FUTURA DE LAS EMPRESAS ENCUESTA DE OPINION EMPRESARIAL

	Total nacional	Tamaño de la empresa		
		Grande	Mediana	Pequeña
¿Cuáles son los planes para el financiamiento de la inversión en el futuro?				
Reinversión de utilidades	1.58	1.79	1.55	1.32
Crédito bancario interno	2.12	2.31	2.01	1.90
Emisión de bonos en el mercado doméstico	4.00	3.62	4.28	4.00
Crédito externo	2.63	2.17	2.91	2.53
Emisión de bonos en el mercado externo	6.26	5.33	5.50	4.67
Emisión de acciones en el mercado interno	3.96	4.03	3.39	5.00
Emisión de acciones en el mercado externo	4.80	4.46	5.00	6.00
Otro	2.83	3.94	2.55	2.33

Fuente: Módulo Especial Encuesta de Opinión Empresarial, Fedesarrollo

* Entre menor sea el puntaje más importante es, en promedio, el factor señalado.

para estimular la oferta de papeles y permitir que las medidas tomadas recientemente y los cambios estructurales de la economía se traduzcan efectivamente en una mayor profundización del mercado de capitales.

En primer lugar, la estabilidad macroeconómica, reflejada en tasas de interés en niveles aceptables, reglas monetarias claras y transparentes y una política fiscal que no desplace la inversión privada, son requisitos fundamentales, para desarrollar el mercado de bonos y acciones.

Es indispensable que el énfasis futuro sobre el desarrollo del mercado de capitales se coloque en el papel que deben desempeñar los intermediarios del mercado de valores en los aspectos relacionados con la promoción del mercado. Esto exige el desarrollo de su función como *market makers* y el fortalecimiento de su capacidad de *underwriting*. Para ello se requiere consolidar patrimonialmente a las sociedades comisionistas de bolsa, en especial con requerimientos diferenciales según las actividades desarrolladas, reorientar sus actividades hacia la banca de inversión y en particular hacia la intermediación del mercado de valores, así como estudiar la posibilidad de facilitar su acceso a recursos de financiamiento de última instancia. En este sentido se sugiere aumentar los requerimientos de capital de las firmas comisionistas, aunque no en un monto que ponga en peligro su permanencia en el mercado. Es decir, se debe evitar a toda costa que esta actividad se concentre. Para ello es importante establecer regímenes diferenciados de capital para diferentes actividades. Así mismo, tanto en las sociedades comisionistas de bolsa como en las corporaciones financieras tendrá que darse una mayor capacitación del recurso humano.

Es inaplazable que estos agentes diseñen estrategias agresivas de promoción de las diferentes alternativas de financiación a través del mercado de capitales. En la actualidad, el papel de los intermediarios y de los asesores en el mercado es muy reactivo. Se le presta servicio a los emisores una vez ellos están convencidos de la conveniencia de ir al mercado. Falta un trabajo sistemático de promoción de estos negocios que anticipe las necesidades de las empresas y mercadee las posibilidades que ofrece el mercado de capitales. Como se discute más adelante, las entidades de vigilancia y el Estado pueden ayudar a liderar este el proceso.

Es necesario evaluar las implicaciones de permitir a los intermediarios financieros de diversa índole realizar las tareas de *underwriting*. Con ello se introduciría mayor competencia en las labores de mercadeo y promoción de este tipo de instrumentos. Sin embargo, es preciso tener en cuenta que las ganancias

Reglas monetarias claras acompañadas de ortodoxia fiscal son requisitos indispensables para dinamizar la emisión de acciones y bonos.

Las corporaciones financieras y las firmas comisionistas deben asumir las tareas de promoción y desarrollo del mercado.

Para ello será necesario fortalecerlas patrimonialmente.

Su papel debe dejar de ser reactivo para convertirse en proactivo.

provenientes de una emisión se originan en su mayoría en las transacciones en el mercado secundario ya que sólo en un pequeño porcentaje son generadas por las comisiones de *underwriting*. Por ello, el que los bancos puedan participar en este tipo de actividades no resuelve por completo el problema si el mercado secundario continúa siendo estrecho. Más aún, se podría presentar un mayor conflicto de intereses dado que la emisión de bonos desplaza oportunidades en el otorgamiento de crédito por parte de los bancos. Además, ayudaría a consolidar el papel de los intermediarios cuando el propósito general es diversificar el mercado hacia mecanismos no intermediados.

Lo que se requiere es una mayor convergencia entre las firmas comisionistas de bolsa quienes deben tener la cultura empresarial para este tipo de negocios, las corporaciones financieras que tienen el capital necesario y las tesorerías que pueden dinamizar el mercado secundario. Por ello, se debe promover la integración entre las firmas comisionistas y los intermediarios financieros para que los primeros desarrollen tareas de mayoristas y los segundos de minoristas. Esto exige, por supuesto, que las corporaciones financieras desarrollen los canales de distribución y de contacto con el mercado, los cuales han estado virtualmente ausentes de sus actividades.

Otro elemento que resulta indispensable es organizar y revisar las restricciones y los requerimientos de información del mercado balcón. Ello con dos propósitos fundamentales. Primero, facilitar el acceso de las firmas pequeñas al mercado de capitales. Segundo, promover la participación de estas empresas con menores requisitos de información (como se vio, la razón fundamental por la cual éstas no emiten es la falta de demanda y los requisitos de información). En la medida en que los requerimientos para emisiones en el mercado balcón sean menores, las firmas también acudirán a este mercado cuando la agilidad en el desembolso sea una de las principales consideraciones.

En cuanto al mercado de papeles de renta fija sería útil homogeneizar el tipo de papeles ofrecidos de tal forma que sean fácilmente sustituibles. En este sentido sería útil homogeneizar la emisión de tal forma que se consideren equivalentes los papeles con la misma calificación. Igualmente se debe promover la práctica de aceptación del cumplimiento del papel sin importar la fecha de emisión.

De otra parte, pese a que el marco legal y regulatorio actual es adecuado y a que se han reducido significativamente los requerimientos de la oferta pública, el hecho de que no sea rentable emitir por montos menores a US\$10 millones es motivo

Es necesario propiciar una mayor complementación entre las corporaciones financieras y las firmas comisionistas.

De otra parte, el mercado balcón debe flexibilizarse para facilitar el acceso de firmas pequeñas que quieran revelar menos información.

de preocupación. Los inversionistas perciben que es más complejo y costoso endeudarse a través de este mecanismo, en comparación a otras alternativas. Esto sugiere que aún persisten dificultades relacionadas con los costos administrativos que consumen los trámites de las emisiones, o un desconocimiento de estos mecanismos.

En este sentido las políticas gubernamentales se podrían orientar hacia la relajación de los requerimientos de inversión de los inversionistas institucionales, el mejoramiento de los mecanismos de subasta de tal forma que el precio de los bonos sea determinado por el mercado, la participación de inversionistas extranjeros (así como de empresas comisionistas de bolsa extranjeras) y la agilización de los mecanismos de adjudicación y liquidación. Es necesario incrementar la liquidez del mercado y promover la profundización financiera.

Adicionalmente, la preferencia de los emisores y los inversionistas por el corto plazo sigue siendo uno de los factores que más restringe el desarrollo del mercado de bonos y acciones. Como se analiza más adelante, se deben revisar las restricciones que actualmente tienen los inversionistas institucionales para invertir en bonos y acciones. La promoción de fondos de capital de riesgo también sería útil para comenzar a romper esta preferencia, en la medida en que el perfil de inversiones de estos fondos es fundamentalmente de largo plazo.

El mercado primario de acciones en Colombia ha sido un instrumento esencialmente utilizado por las empresas consolidadas y maduras. Este hecho impone un obstáculo para el desarrollo del mercado de capitales al reducir el rango de potenciales oferentes. Para promover el acceso de las firmas nuevas o pequeñas existen otros mecanismos además del mercado balcón. La promoción de las emisiones mancomunadas mediante el mecanismo de fiducia, reduce los costos y el riesgo de estas emisiones. Igualmente, la promoción de fondos de capital de riesgo apunta en esta dirección. Este tipo de fondos pueden o bien garantizar las emisiones de estas firmas o realizar la emisión directamente. En un trabajo para la Misión, Zuleta (1995) sugiere que para fomentar los fondos de capital de riesgo será necesario que el gobierno considere la posibilidad de ofrecer beneficios tributarios sobre los rendimientos de sus inversiones así como sobre los recursos que destinen los inversionistas a la participación en este tipo de iniciativas. En Colombia existe un desconocimiento absoluto sobre este instrumento, además de no existir profesionales entrenados para su administración. Por ello es necesario que el gobierno impulse una serie de actividades tendientes a familiarizar a los empresarios con esta posibilidad. Esto se puede lograr

Subsisten problemas para la emisión de bonos en montos adecuados a las necesidades de las empresas.

Los Fondos de Capital de Riesgo pueden facilitar el acceso de las empresas pequeñas e innovadoras al mercado de capitales.

auspiciando una serie de talleres en las diferentes ciudades del país en los cuales se exponga el instrumento y se ilustre con las experiencias exitosas en otros países. Con todo, la inscripción de los fondos de capital de riesgo en las bolsas de valores será un objetivo de mediano plazo, toda vez que por su misma naturaleza estos fondos invierten en empresas en sus primeras etapas de desarrollo. Por último, se recomienda la elaboración de un proyecto de ley que flexibilice las condiciones de operación, tanto de los Fondos como de las Sociedades Administradoras de los mismos, siguiendo los lineamientos de la legislación de algunos países en los que estos fondos han sido exitosos. Así mismo, los gobiernos nacionales, regionales y locales podrían vincularse como proveedores directos de capital de riesgo, principalmente a las empresas medianas y pequeñas.

2. El financiamiento del sector público en Colombia

Este capítulo analiza el papel del sector público como oferente de instrumentos en el mercado de capitales. En los países desarrollados, el Estado ha jugado un papel primordial en el desarrollo del mercado de capitales, a través del ofrecimiento de títulos, en especial bonos de deuda del gobierno central y de las entidades territoriales. Adicionalmente, las entidades descentralizadas y empresas públicas han sido un agente importante para incrementar la oferta de instrumentos en algunos de nuestros vecinos latinoamericanos.

Este capítulo resume las principales conclusiones y recomendaciones derivadas de cuatro estudios realizados por la Misión sobre los instrumentos de deuda pública nacional, departamental y municipal, así como sobre los mecanismos de privatización y/o capitalización de las empresas de servicios públicos. En el caso de los instrumentos de deuda pública interna del gobierno nacional se le presta especial atención al papel que puede jugar la autoridad monetaria, toda vez que la legislación establece que en el futuro se deben unificar los instrumentos del tesoro con los utilizados para la estabilización monetaria.

2.1. El Financiamiento del Gobierno Nacional

El financiamiento de la Nación en el mercado local de capitales debe buscar como objetivos (i) la provisión de recursos de endeudamiento interno para la financiación del gasto del gobierno central, y (ii) la profundización y consolidación del mercado de capitales. Sin embargo, la temática propia de la Misión exige la concentración en el segundo aspecto⁴.

El financiamiento de la Nación puede y debe contribuir a la profundización y consolidación del mercado de capitales.

⁴ Al respecto, ver el trabajo de Bonilla y Moreno (1996) elaborado para la Misión.

En los últimos años el endeudamiento interno y externo del Gobierno Central ha ganado importancia como fuente de financiación. De acuerdo con las cifras del Cuadro IV.8, la deuda interna equivalió en 1995 al 6% del PIB, representada en cerca de 90% en los bonos denominados Títulos de Tesorería (TES) creados por la Ley 51 de 1990. Hacia el futuro, es previsible un incremento sustancial en la emisión de estos papeles que podría ascender a \$2,3 billones de pesos en 1997 y \$3,3 billones en 1998. Con todo, los esquemas, montos y plazos de colocación aún son característicos de un mercado incipiente, ilíquido y altamente intervenido.

Los ejemplos de otros países (Alemania, Japón, EE.UU.) son ilustrativos de la importancia de un instrumento de deuda soberana para desarrollar el mercado de capitales. El bajo riesgo de los instrumentos soberanos de deuda contribuye a la liquidez en el mercado secundario, a la vez que sirve de referencia para la curva de rendimiento. Adicionalmente, los instrumentos soberanos se utilizan para el control monetario a través de operaciones de mercado abierto por parte del banco central.

En Colombia, la Ley 31 de 1992 establece que a partir de 1999 es obligatorio sustituir los Títulos de Participación que emite el Banco de la República, con plazos inferiores a un año, por los bonos de la Nación. En este sentido, los TES se convertirán en el único instrumento soberano, evitando la segmentación del mercado y la competencia ineficaz entre los dos emisores. El control monetario del Banco de la República tendrá lugar a través de la compraventa de TES, de acuerdo a la práctica común en los países desarrollados.

La inmediata eliminación de las colocaciones obligatorias y convenidas de TES es un prerequisite para el funcionamiento de este esquema y para la profundización del mercado. Estas

La ley obliga la consolidación de los TES y los títulos de participación en un sólo instrumento a partir de 1999.

Cuadro IV.8
TITULOS DE TESORERIA - TES B
(\$ miles de millones)

	1993	1994	1995
Saldo	982.1	2091.4	3865.5
Colocaciones	1194.2	1700.4	2366.1
% Colocación a particulares	47.0	35.2	15.2
Memo:			
Total deuda interna			
Gobierno Central	2802.8	3444.1	5143.4
% TES - B	35.0	60.7	75.1

colocaciones tienen lugar entre entidades oficiales y limitan tanto el establecimiento de un esquema competitivo y transparente de emisión, como la profundización y liquidez del mercado secundario.

Para lograr este propósito, se recomienda la promoción de venta a través de bancos y corporaciones financieras. Adicionalmente, resulta importante promocionar el desarrollo activo de nuevos agentes colocadores y de *market-makers* nacionales, que impulsen este mercado. En especial, los *market-makers* tendrían que asumir una posición propia en el mercado y publicar cotizaciones diarias, que permitieran incrementar la profundización y liquidez del mercado secundario. De acuerdo con las prácticas internacionales, se podría ampliar la base de *underwriters* para los títulos de deuda pública permitiendo a los intermediarios financieros ejercer esta función.

De no lograrse una mayor profundización del mercados de TES podrían surgir algunas dificultades para lograr el objetivo señalado en la mencionada ley. De una parte, el Banco de la República pondría en entredicho su capacidad para ejercer el control monetario dada la inexistencia de un mercado secundario amplio para los TES. En este sentido, se deben garantizar mecanismos que doten al Banco de la República con un acervo de TES suficientemente amplio para ejercer las tareas de estabilización. Para ello, también es necesario que la estructura de plazos de dicho acervo corresponda con las necesidades de intervención en el mercado monetario. Dichos mecanismos pueden incluir, adicionalmente, figuras como la cartera en administración, o el swap de deuda externa por deuda interna por parte del gobierno nacional (y reservas internacionales por TES en los activos del Banco de la República)⁵.

Pero es necesario que para entonces se haya desarrollado un mercado secundario.

Si bien la unificación de instrumentos es la estrategia óptima desde el punto de vista del desarrollo del mercado de capitales, se puede establecer inicialmente un esquema de transición con cierta gradualidad al introducir un periodo inicial que permitiera una coexistencia temporal de TES a corto plazo (menos de un año) y TPs en la que los dos instrumentos se utilizaran para el control monetario (bajo una estricta coordinación entre los dos emisores). Adicionalmente, es necesario fortalecer el intercambio periódico de información sobre necesidades de financiamiento por parte de la Tesorería y sobre las condiciones del mercado monetario por parte del Banco de la República. Esta información deberá ser pública para que los agentes puedan tomar decisiones sobre los instrumentos de deuda pública ofrecidos en el mercado.

⁵ Mas (1995) analiza este punto.

En cuanto al diseño específico de los TES, es preferible ofrecer inicialmente una gama restringida de productos, para no confundir al mercado. Los plazos actualmente existentes deberán, sin embargo, ser ampliados en el mediano plazo, para crear una curva de referencia para instrumentos de plazos más largos. Un porcentaje de las emisiones se debe realizar en bonos a tasa flotante, los cuales permiten ampliar el espectro de inversionistas potenciales. Con todo, se recomienda limitar los montos de emisión de este último tipo de instrumentos para evitar que se aumente, de manera sustancial, el grado de indexación en la economía.

Finalmente, se resalta que el efecto de desplazamiento de los TES sobre el principal instrumento privado demandado en el mercado de valores (CDTs) es considerable. Por ello, es imperativo que el crecimiento en la emisión de estos papeles se modere y programe a fin de evitar un agotamiento del mercado para los instrumentos del sector privado.

2.2 El Financiamiento de las Entidades Territoriales

La descentralización administrativa recientemente adoptada en Colombia transfirió una amplia gama de competencias, en especial con respecto a inversiones en los sectores sociales y de infraestructura, a las administraciones centrales de los municipios y departamentos. Así mismo, destinó una proporción creciente de los recursos del gobierno nacional a las entidades territoriales.

Si bien la mayor necesidad y capacidad de apalancamiento de recursos por parte de los entes territoriales puede significar grandes oportunidades para el crecimiento del mercado de capitales, también conlleva importantes riesgos. Por un lado, se puede poner en juego la estabilidad macroeconómica del país si se agrava la situación de las finanzas públicas. De otra parte, se puede agudizar el problema de desplazamiento del sector privado.

Dado lo anterior, el análisis realizado por la Misión busca prestar especial atención a las oportunidades y riesgos, de tal manera que los instrumentos de deuda de los entes territoriales signifiquen una profundización del mercado de capitales, sin poner en peligro la estabilidad macroeconómica y el crecimiento de la inversión privada. Desde este punto de vista, resulta central la ley que debe ser expedida por el Congreso para reglamentar las operaciones de endeudamiento de los gobiernos regionales.

Si bien el endeudamiento y el déficit fiscal de los entes territoriales se mantienen en rangos aún aceptables, las finanzas

La emisión de papeles del gobierno central debe moderarse a fin de evitar un agotamiento del mercado para los instrumentos del sector privado.

La descentralización representa grandes oportunidades para el mercado de capitales.

Pero también tiene riesgos asociados al deterioro de las finanzas territoriales.

departamentales muestran un deterioro creciente, especialmente marcado en el caso de los nuevos departamentos. Por su parte, los municipios tienen un comportamiento heterogéneo que depende, en buena parte, de los niveles de pobreza. De hecho, los municipios más pobres cuentan con estructuras tributarias deficientes, alta dependencia de las transferencias y grandes dificultades para financiar sus gastos de funcionamiento.

De otra parte, los municipios menos pobres generan ahorro corriente pero tienen síntomas de sobre-endeudamiento. Si se juzga por los indicadores propuestos en el proyecto de ley, la emisión de instrumentos de deuda de estos entes podría verse limitada en el futuro, si no se procede de inmediato a reestructurar la deuda existente. Para evitar tal situación, los municipios y departamentos con mayores indicadores de servicio de la deuda podrían reestructurar sus obligaciones, mediante la transformación de créditos bancarios por bonos.

De cualquier manera, parece indispensable sanear las finanzas departamentales y municipales modificando el régimen tributario. Es necesario adecuar los sistemas tributarios a la nueva estructura descentralizada, incrementar el esfuerzo fiscal y la capacidad de gestión y administración de los entes territoriales.

De acuerdo a la situación financiera de los diferentes entes territoriales, la Misión considera que los entes con menor capacidad financiera requerirán de intermediarios pero los de mayor tamaño podrán recurrir directamente al mercado de bonos. Para el primer grupo resulta poco recomendable la implantación de un banco de primer piso especializado para préstamos a municipios y departamentos. Es improbable que una institución de este tipo sea capaz de asumir los riesgos ante un número de clientes tan limitado y con baja capacidad de ahorro. Como más realista y probable, se sugiere que FINDETER se mantenga únicamente como una entidad financiera de segundo piso con líneas de redescuento especializadas en el largo plazo. Esta entidad debería convertirse en privada o mixta y fondearse a través de la emisión de instrumentos de deuda y contratación de crédito externo. Las condiciones financieras permitirían obtener un margen de intermediación positivo. Por su parte, para la cofinanciación de proyectos territoriales, se propone una institución estatal especializada separada de las funciones de redescuento de la institución propuesta. Si bien la coordinación entre las financiaciones a través de líneas de redescuento y las de cofinanciación tienen ciertas ventajas, se limita la independencia de las dos actividades. Sólo una entidad con líneas de redescuento independiente, podrá evitar la politización de sus decisiones y emitir instrumentos en el mercado de capitales.

Los municipios y departamentos de mayor tamaño deben sustituir el crédito bancario con emisión de bonos.

FINDETER debe especializarse en el crédito a largo plazo.

La cofinanciación de proyectos territoriales la debe realizar una institución estatal diferente.

Con respecto a la emisión de bonos por parte de las entidades territoriales existen cuatro razones principales para su limitado desarrollo:

- Falta de conocimiento por parte de las entidades sobre esquemas y requerimientos.
- Precariedad de la información de los inversionistas sobre la situación financiera de los departamentos y municipios.
- Imposición de topes al rendimiento de estos instrumentos lo cual les resta competitividad frente a otros papeles.
- Restricción al endeudamiento adicional de los entes con capacidad de emisión.

Para promover el desarrollo del mercado de bonos es necesario diseñar mecanismos que permitan un flujo de información confiable y oportuno, especialmente en relación a las tasas de interés y los saldos de la deuda de los entes territoriales. En este sentido, resulta de especial importancia que los entes territoriales desarrollen bases contables de acuerdo con los manuales elaborados por la Contaduría General de la Nación. Basados en estos lineamientos, tanto la Contaduría como el Ministerio de Hacienda y Crédito Público podrían realizar una publicación sistemática y periódica con indicadores sobre el estado de las finanzas territoriales.

Por otra parte, para el mediano y largo plazo se propone el desarrollo de los llamados bonos de retorno, cuya principal característica consiste en estar garantizados por el retorno de proyectos de inversión específicos (titularizaciones). Estos instrumentos podrían ser emitidos por administraciones locales y regionales para financiar proyectos de infraestructura como acueductos y alcantarillados, electricidad y telecomunicaciones, entre otros. Un elemento esencial dentro de la estrategia propuesta para fomentar el mercado de bonos locales, es una posible exención tributaria sobre los rendimientos de los instrumentos de largo plazo dedicados a la financiación de proyectos de infraestructura, bajo la modalidad de bonos de retorno. Una exención de este tipo podría apoyar el desarrollo de estos instrumentos y ampliar las bases de financiación para proyectos de infraestructura bajo responsabilidad de las administraciones locales, al aumentar el premium asociado al mayor riesgo que implican estas inversiones. En este sentido, representarían un esquema de promoción, usado también en países desarrollados, para ampliar las bases de financiación, reduciendo la necesidad de financiamiento total a través de los presupuestos públicos. Adicionalmente, el desarrollo de este

Es necesario que los departamentos y municipios adopten los estándares contables sugeridos por la Contaduría General de la Nación.

El Ministerio de Hacienda debería publicar periódicamente la situación de las finanzas territoriales.

Una exención tributaria sobre los rendimientos de ciertas emisiones de entes territoriales podría ayudar a dinamizar el mercado.

mercado es importante en la medida en que se promueve la financiación de infraestructura para el desarrollo con ahorro doméstico, reduciendo así la vulnerabilidad cambiaria inherente a la financiación en el exterior.

Los límites de endeudamiento adicional propuestos por el proyecto de ley presentado por el ejecutivo tienen en cuenta la capacidad de ahorro para determinar los cupos de endeudamiento y en este sentido son adecuados y sanos para las finanzas territoriales. El proyecto propone dos indicadores. En primer lugar, como medida de flujo de endeudamiento se utilizaría la relación entre servicio de la deuda y ahorro primario. En segundo término, como medida del nivel de endeudamiento se propone la relación entre el saldo de la deuda y el ahorro primario. Si la entidad territorial cumple con los niveles máximos permitidos para estos indicadores la operación no requiere análisis por parte del Ministerio de Hacienda. Sin embargo, la utilización de este tipo de indicadores puede ocasionar algunos inconvenientes, si no se establecen consideraciones adicionales para la toma final de decisiones. De una parte, se trata de indicadores estáticos que hacen referencia sólo a un periodo en el tiempo. Por ello, no tienen en cuenta aspectos tales como los efectos de posibles reformas tributarias o, más sencillamente los periodos de gracia sobre amortizaciones. Por ejemplo, cuando acaban los periodos de gracia se eleva el servicio de la deuda. Así las cosas, es posible que de un año a otro los indicadores planteados se modifiquen sustancialmente. Otro inconveniente de los indicadores propuestos es que en la práctica gran parte del ajuste recaería sobre aquellos departamentos y municipios con mayor capacidad de endeudamiento y mayor posibilidad de emitir bonos en el mercado local.

Dado lo anterior, es necesario incluir un elemento adicional, bien sea para el análisis de primera instancia o como criterio de evaluación para la labor de segunda instancia que realizaría el Ministerio de Hacienda. Este indicador debe medir el flujo de ahorro primario del municipio, durante el periodo en el que se tendrá que pagar la deuda. Una vez se estima el flujo de ahorro primario se podría establecer que el valor presente neto del servicio de la deuda no excediera el 40% del valor presente neto del ahorro corriente.

Con respecto a la legislación propuesta y su incidencia sobre la posibilidad de emitir instrumentos de deuda por parte de los entes territoriales, se considera innecesario fijar tasas máximas para la emisión de instrumentos de deuda, ya que las subastas garantizan acceso a las mejores condiciones obtenibles en el mercado. Por último, el proceso de aprobación para la emisión es largo y complicado. En tal sentido, se sugiere la agilización de dichas aprobaciones por medio de la adopción de controles

Los indicadores propuestos en el proyecto de ley son necesarios pero deben complementarse con...

... medidas que permitan proyectar la evolución futura de las finanzas territoriales.

Se considera innecesario fijar topes sobre las tasas de este tipo de papeles.

sobre el nivel global de endeudamiento y no sobre las diferentes alternativas individuales de financiación (bonos, bancos comerciales, redescuento).

2.3 El financiamiento de las empresas de servicios públicos

Los recursos requeridos por las empresas de servicios públicos para financiar sus inversiones, así como la posibilidad de enajenar la propiedad accionaria en las mismas, son de especial importancia para la profundización del mercado local de capitales. De acuerdo con la Ley 142 de 1994, la Misión recomienda que en el menor tiempo posible estas empresas se conviertan en sociedades por acciones, con lo cual se aumentan las posibilidades de un papel activo de ellas en el mercado accionario. Es importante que a través de la Superintendencia de Servicios Públicos se insista en la transformación de todas las empresas de servicios públicos en sociedades por acciones en el plazo previsto por la Ley 142.

La Misión analizó las condiciones administrativas, financieras y regulatorias que permitirían el acceso de las empresas al mercado de capitales, bien sea para emitir instrumentos de deuda, instrumentos de capital o instrumentos híbridos⁶. La participación de empresas de servicios públicos en los mercados domésticos de capitales ha jugado un papel central en el desarrollo de los denominados mercados emergentes. Como se mencionó en la introducción, el tamaño, la profundización y la liquidez del mercado de capitales dependen crucialmente del rol que jueguen estas empresas. El tamaño de las empresas de servicios públicos es decisivo para la consolidación del mercado de capitales.

Para el caso colombiano, es necesario adoptar ciertos cambios de corte administrativo y normativo para que las empresas de servicios públicos puedan convertirse en actores centrales en el mercado de capitales. Esto es a todas luces aconsejable, toda vez que las restricciones fiscales limitan la disponibilidad de otras fuentes de financiamiento provenientes de la Nación. En efecto, la intermediación especializada de la FEN y FINDETER, el otorgamiento de créditos no reembolsables, los créditos bi- o multilaterales con respaldo de la Nación, la asunción y reprogramación de pasivos en casos de insolvencia o la capitalización de las empresas, serán opciones cada vez más limitadas.

Los principales obstáculos que restringen el acceso de las empresas de servicios públicos al mercado de capitales en la actualidad son:

De acuerdo con la Ley 142 de 1994, las empresas de servicios públicos deben convertirse en sociedades por acciones.

La participación de empresas de servicios públicos en los mercados domésticos de capitales ha jugado un papel central en el desarrollo de los denominados mercados emergentes.

⁶ Al respecto, ver Bonilla y Moreno (1996b).

- Deficiente gestión y capacidad gerencial.
- Incertidumbre regulatoria y normativa, en especial con respecto a tarifas y subsidios.
- Falta de definición sobre las responsabilidades de inversión en infraestructura en mercados débiles.
- Costos asociados con las convenciones colectivas y pasivos laborales de las empresas.
- Intervención política en la administración de las empresas con mayoría pública.

Dado lo anterior es poco probable que en el corto plazo las empresas de servicios públicos puedan acceder al mercado de capitales. Para agilizar ese proceso se proponen las siguientes acciones, muchas de las cuáles podrán ser más fácilmente logradas bajo esquemas de administración privada:

- Revisar las convenciones colectivas.
- Mejorar la administración de las empresas, especialmente en la selección y reducción de personal.
- Mejorar el recaudo de la cartera y reducir los niveles de pérdidas técnicas y negras.
- Adoptar esquemas de planeación financiera.
- Adoptar mecanismos adecuados de control interno.
- Introducir estructuras organizacionales en función de la satisfacción de los usuarios y remuneración según resultados.

Adicionalmente, es necesario establecer reglas permanentes en materia de subsidios y tarifas que permitan a los inversionistas particulares contar con información a mediano y largo plazo. En el corto plazo, puede ser necesario garantizar esquemas de autogeneración de los subsidios requeridos dentro del sector respectivo. Sin embargo, en el mediano y largo plazo las tarifas y, si fuera el caso, los subsidios directos a la demanda otorgados a través de esquemas fiduciarios, deben asegurar el cubrimiento de los costos y otorgar rentabilidades aceptables a las empresas.

De otra parte, se considera que el esquema tarifario y de subsidios actual no incentiva las inversiones en infraestructura en mercados débiles. Para este caso, se propone establecer subsidios adicionales, permitiendo estas inversiones y reduciendo el riesgo de las empresas.

Con relación al pasivo laboral, se sugiere verificar en cada empresa el cálculo actuarial y establecer mecanismos que aseguren su atención en forma adecuada. Adicionalmente, se propone un cambio legal que permita la conversión de expectativas pensionales en derechos accionarios en las empresas, de tal manera que se pueda establecer simultáneamente una solución al pasivo laboral y a la participación de los trabajadores en el capital accionario, según el mandato constitucional.

Los instrumentos de deuda podrían contemplar la emisión de bonos, titularizaciones, o instrumentos híbridos. En cuanto a los instrumentos de capital y los mecanismos de colocación que puedan servir para dinamizar el mercado de capitales cabe resaltar la oferta pública de una emisión primaria de acciones, la emisión de bonos convertibles en acciones, así como la enajenación de un paquete accionario.

La experiencia internacional (ver López de Silanes (1996) para el caso mexicano) indica que la presencia de sindicatos activos (y costosos), así como la venta de paquetes accionarios que no dan control de la empresa, reducen el precio de venta. El desempeño financiero y operativo de las empresas privatizables disminuye en la medida que se acerca el día de la venta, de ahí la existencia de una relación negativa entre el precio de venta final y el tiempo que dure todo el proceso. Es decir, la velocidad de las privatizaciones aumenta el premium pagado. Algo similar ocurre cuando se estimula la competencia en la subasta. Esto se logra reduciendo los requisitos que restringen la participación de agentes en las ofertas. En suma, más que dilatar el proceso reestructurando las empresas, hay que vender rápido y sin demasiadas restricciones.

Con respecto a los procesos de privatización o capitalización de las empresas se recomienda revisar la obligatoriedad, establecida en la Ley 226 de 1995 siguiendo algunas interpretaciones de los pronunciamientos de la Corte Constitucional y del Consejo de Estado, según la cual el precio al que se ofrecen las acciones a los trabajadores y al sector solidario constituye el precio mínimo para la oferta a inversionistas particulares. Este esquema podría ser flexibilizado, evitando ingresos reducidos o falta de competencia en el proceso.

Dadas las características de las empresas, en la mayoría de los casos se requerirá un inversionista estratégico que asuma el control y la administración de la empresa, y a quién se vendería en primera instancia a través de procesos en las bolsas de valores, una vez ofrecidas al sector solidario y los trabajadores, de acuerdo con el marco constitucional. Posteriormente, se podrían colocar las acciones en el mercado de valores, ampliando

Se propone convertir las expectativas pensionales en derechos accionarios.

Es deseable acelerar el proceso de privatizaciones.

Los inversionistas estratégicos que compren en primera instancia deben comprometerse a vender paquetes accionarios posteriormente.

así la oferta de acciones en Colombia. Es recomendable, que el bloque entero de acciones se venda al socio estratégico con la consecuente obligación de éste de vender un porcentaje determinado en las bolsas al público en general siguiendo procedimientos transparentes y abiertos; de esta manera se agilizaría y simplificaría el proceso de enajenación ampliando el acceso del público en general.

Se considera conveniente reglamentar la conversión de acciones ordinarias de propiedad del Estado en acciones preferenciales sin derecho a voto. Lo anterior permitiría el traslado del control sin tener que enajenar la mayoría accionaria, si por alguna razón ello no fuera posible.

En relación a casos sectoriales específicos, la posibilidad de vinculación de capital privado a algunas empresas de generación eléctrica aparece como algo prioritario. Estas empresas cuentan, además, con posibilidades de emisión de bonos y de titularización de sus carteras. Otras empresas actualmente integradas del mismo sector también pueden contribuir a ampliar el mercado de capitales, al convertirlas al menos en sociedades de economía mixta.

Para las empresas de distribución de energía eléctrica es viable su privatización o conversión en sociedades mixtas siempre y cuando se solucionen los principales problemas laborales y de gestión. Por su parte, las empresas de distribución de gas existentes y nuevas podrían vincularse, en el corto plazo, al mercado de valores.

Finalmente, en los sectores de telecomunicaciones, aseo y saneamiento básico existen grandes oportunidades tanto para la emisión y colocación de acciones como para la emisión de títulos de deuda. Para el sector de telecomunicaciones, los recursos en Colombia complementarían los provenientes del exterior. Por otro lado, dada la insuficiente capacidad de generación interna de fondos y el limitado tamaño de los proyectos de las empresas de acueducto y alcantarillado, no se vislumbran opciones inmediatas para su ingreso al mercado de capitales.

Cuando no se desee vender la mayoría accionaria, el Estado debe convertir sus acciones ordinarias en acciones preferenciales.

V. TENDENCIAS RECIENTES Y PERSPECTIVAS DE LA DEMANDA DE ACTIVOS FINANCIEROS

1. El papel de los Inversionistas Institucionales colombianos

1.1 Consideraciones generales

Al observar la experiencia internacional se puede concluir que la presencia de los inversionistas institucionales es el principal motor de crecimiento y desarrollo del mercado de capitales. Especialmente, en los países en desarrollo en los cuales el mercado de capitales se caracteriza por un círculo vicioso de baja demanda y oferta de activos, la presencia de los inversionistas institucionales ha permitido romperlo, al generar un círculo virtuoso de creciente demanda y oferta de papeles.

a. Efectos sobre el ahorro y la inversión

La relación entre el nivel de ahorro doméstico y la presencia de los inversionistas institucionales, especialmente de los fondos de pensiones, ha sido tema de gran controversia en la teoría económica sin que haya un resultado concluyente. Sobre lo único en lo que existe consenso es en que la presencia de los inversionistas institucionales tiene un efecto positivo sobre la composición del ahorro, dirigiéndolo hacia ahorro de largo plazo. Esto resulta en un beneficio enorme para los países en desarrollo en los cuales existe una escasez de recursos de largo plazo para financiar proyectos de gran envergadura y de lenta maduración.

Si los ahorradores adquieren confianza en los inversionistas institucionales se puede acumular en pocos años un volumen importante de recursos de largo plazo que alimenta el mercado de capitales. Debido a su tamaño y experiencia los inversionistas institucionales desarrollan la capacidad de exigir suficiente información de buena calidad y la habilidad para analizarla adecuadamente. Esto les permite dirigir los recursos hacia las actividades más rentables, generando así un efecto positivo sobre la inversión y el crecimiento económico. Obviamente, la asignación eficiente de los recursos depende de la existencia de un marco regulatorio adecuado que les permita cumplir con este objetivo.

Los inversionistas institucionales generan un círculo virtuoso de mayor demanda y oferta creciente de papeles.

Los fondos de pensiones estimulan el ahorro de largo plazo.

Además exigen buena información para la toma de decisiones de inversión.

b. Efectos sobre el mercado de capitales

Un mercado de capitales desarrollado no es un prerrequisito para el surgimiento de inversionistas institucionales. Experiencias como la de Chile permiten establecer que la rápida e importante acumulación de recursos y la gran demanda de activos que generan los inversionistas institucionales, conjuntamente con una regulación adecuada, pueden llevar al mercado de capitales al círculo virtuoso mencionado arriba¹.

Al crecer la demanda de activos de los inversionistas institucionales las empresas se ven estimuladas a emitir acciones y bonos como medio para financiarse pues tienen una mayor seguridad sobre la colocación de sus emisiones. El gobierno también encuentra en ellos una fuente importante de recursos. Se desarrolla así el mercado accionario y de deuda de largo plazo. Los inversionistas institucionales que cuentan con la capacidad de exigir un *disclosure* de alta calidad por parte de los emisores, promueven la mayor información y transparencia del mercado, lo cual a su vez contribuye a la fijación de precios eficientes. Por otra parte, generan mayor profundidad y liquidez al mercado secundario que ayuda a evitar movimientos bruscos de precios que se pueden presentar ante desequilibrios transitorios.

Los inversionistas institucionales han promovido la innovación financiera y la modernización del mercado. Ejemplos como el de Chile y Estados Unidos permiten corroborar que el desarrollo de la titularización de la economía y la creación de nuevos instrumentos se ha dado con el fin de satisfacer la creciente demanda de los inversionistas institucionales. Su presencia también ha contribuido a la modernización del mercado a través de la creación de centrales de registro, sofisticación de las bolsas, creación de centrales de depósito de valores, desarrollo de la actividad de calificación de riesgo y aplicación de nuevas tecnologías de información y telecomunicaciones al servicio de los inversionistas.

Otro punto interesante de resaltar es la influencia de los inversionistas institucionales en el manejo de las empresas

La presencia de inversionistas institucionales mejora la eficiencia en la valoración de activos.

Además, estimulan la innovación y modernización del mercado.

¹ Sin embargo, el tamaño de los inversionistas, el cual trae enormes ventajas para el desarrollo del mercado de capitales, depende de otros factores que es importante tener en cuenta. Por ejemplo, en el caso de los fondos de pensiones, la forma cómo se haya diseñado, negociado políticamente e implementado la reforma pensional determina la velocidad a la cual se trasladan los afiliados del antiguo sistema al de capitalización individual, y por lo tanto el monto de recursos manejados por los fondos y el ritmo al que se acumulan. Un análisis comparativo de estos aspectos se encuentra en Ayala (1995).

cuando se convierten en accionistas importantes. Sin embargo, en algunos países se intenta mantener un papel pasivo de los inversionistas en las empresas a través de límites por emisor que se imponen sobre las inversiones. Un último punto para mencionar es el papel que los inversionistas institucionales han tenido en el proceso de privatización de las empresas del Estado. En Chile, hacia la mitad de los años 80 se permitió la inversión en acciones de empresas en proceso de privatización. Con ello, se creó una oferta de activos para los inversionistas y se amplió efectivamente el tamaño del mercado de capitales.

1.2 La regulación

Debido a la importancia del marco regulatorio sobre el comportamiento de los inversionistas institucionales, algunos trabajos de la Misión se encargaron de analizar la experiencia colombiana y extranjera en esta materia. Lora y Salazar (1996a) evaluaron la conveniencia de la regulación a que están sujetas las actividades de los principales inversionistas institucionales en Colombia. Adicionalmente, se realizó un trabajo sobre los inversionistas institucionales en Chile (Fuica e Iglesias, 1995) y otro sobre los inversionistas institucionales en Estados Unidos (Chuppe, 1995). Con ellos se buscó establecer hacia dónde debe tender la regulación a medida que los inversionistas institucionales crecen y maduran. En un cuarto trabajo se comparó la regulación en los tres países y se extrajeron algunas lecciones para Colombia (Lora y Salazar, 1996b).

En los países en donde existe un mercado de capitales sólido, como Estados Unidos, no se requiere de un cuerpo regulatorio detallado sobre las inversiones de los inversionistas institucionales. Es más, se tiende a creer que una regulación muy restrictiva anula los beneficios que pueden traer estos inversionistas al mercado de capitales. Por lo tanto, aunque la regulación prudencial sobre los inversionistas es bastante fuerte, el régimen de inversiones es muy sencillo, de carácter general y brinda gran libertad a los inversionistas en la asignación de sus portafolios². Sin embargo, con el fin de evitar inversiones demasiado riesgosas o problemas de riesgo moral se aplica para casi todos los grupos de inversionistas la regla del hombre prudente³. Pero la regulación, salvo muy contadas excepciones, no establece límites cuantitativos o cualitativos sobre las inversiones⁴. Por otra parte, la regulación norteamericana le da una gran importancia a la revelación de información por parte de los inversionistas. Otro elemento importante en el caso norteamericano es la importancia de la autorregulación.

Como efecto colateral se mejora la administración de las empresas.

Cuando el mercado de capitales está consolidado se requiere de regulación menos restrictiva sobre los inversionistas institucionales.

² Ver Chuppe, T. (1995).

En los países en desarrollo la ausencia de un mercado sólido y transparente implica la necesidad de una regulación detallada sobre los inversionistas institucionales, por lo menos en la etapa inicial del sistema. Por lo general, el régimen de inversiones en estos países comprende tres clases de cláusulas:

- Límites máximos de inversión por tipo de instrumento y emisor.
- Condiciones de rentabilidad mínima.
- Reglas de valoración de activos.

Esta regulación tiene el propósito de garantizar la estabilidad del sistema mediante el desestimulo a las inversiones demasiado riesgosas y la promoción de la diversificación del portafolio. Por otra parte, genera la confianza necesaria de los ahorradores en los inversionistas institucionales para incentivar el crecimiento del sistema. Sin embargo, es necesario que la regulación evolucione y se flexibilice con el paso del tiempo como en el caso chileno (Fuica e Iglesias, 1995).

Chile es un ejemplo exitoso en esta materia. Desde que se crearon los fondos de pensiones privados a comienzos de los años 80, el sistema de inversionistas institucionales ha experimentado un crecimiento acelerado. A su vez, la política económica y la regulación han respondido y evolucionado de manera favorable frente al mayor tamaño y experiencia de los inversionistas.

1.3 Los inversionistas institucionales en Colombia

En Colombia existe una amplia gama de inversionistas institucionales que manejan diferentes tipos de ahorro

En los países en desarrollo la regulación es, inicialmente, más restrictiva.

En Colombia existe una amplia gama de inversionistas institucionales que manejan diferentes tipos de ahorro.

³ La regla del hombre prudente es la principal norma a la cual deben regirse los fondos de pensiones privados, las compañías de seguros y los llamados *bank trusts*. La regla simplemente establece que el plan de inversiones debe realizarse para satisfacer los intereses de los participantes o afiliados. Sugiere que los planes de inversión deben ser diversificados de manera a minimizar el riesgo de grandes pérdidas y los administradores de éstos deben actuar con inteligencia, cuidado, prudencia y diligencia. Por otra parte, en el caso de los fondos mutuos de los Estados Unidos la base de la regulación es la perfecta información (*full disclosure*). Hay que recordar, por ejemplo que existen fondos mutuos que se especializan en inversiones de alto riesgo y la regulación permite este comportamiento siempre y cuando el grado de exposición al riesgo de las inversiones coincida con lo estipulado en el momento de la creación del fondo, es decir, que los participantes desde el inicio conozcan el objetivo y el plan de inversiones del fondo.

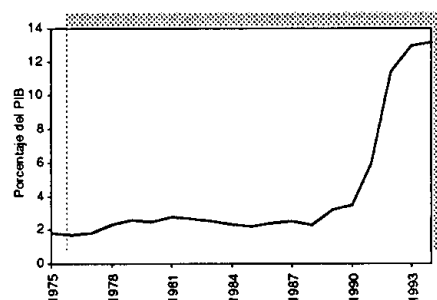
⁴ Por ejemplo, debido a que las compañías de seguros compraron en los años 80 un monto importante de los llamados "*junk bonds*" (papeles de alto riesgo), algunos Estados en sus leyes han impuesto el requisito de que las compañías sólo inviertan en papeles de alta calidad.

(contractual, forzoso y voluntario) e invierten en el mercado de capitales. Como puede observarse en el Gráfico V.1, en los últimos años, como consecuencia de las reformas estructurales llevadas a cabo en el sector financiero y laboral y del proceso de apertura hacia el capital extranjero, el ahorro institucional ha presentado un crecimiento mayor al del resto de la economía. Actualmente, se cuenta con los fondos de pensiones, los fondos de cesantías, las compañías de seguros y capitalización, los fondos mutuos de inversión, los fondos de inversión, los fondos de valores, las sociedades fiduciarias, los fondos comunes ordinarios y las corporaciones financieras.

El tamaño de los inversionistas institucionales en la economía colombiana es pequeño cuando se compara con otros países (Cuadro V.1). En 1994 el ahorro institucional alcanzó 13.2% del PIB mientras que en los Estados Unidos esta cifra fue de 152% y en Chile de 62%. De acuerdo con el mismo cuadro, los mayores inversionistas institucionales en Colombia son las sociedades fiduciarias, los fondos comunes ordinarios y el sector asegurador. Los fondos de pensiones y cesantías son todavía pequeños pero se espera que tengan un crecimiento importante en los próximos años⁵.

Lora y Salazar (1996a) analizaron los fondos de pensiones, los fondos de cesantías, las compañías de seguros y capitalización y los fondos mutuos de inversión. De acuerdo con las

Gráfico V.1
EVOLUCION DEL AHORRO CONTRACTUAL
EN COLOMBIA, 1975-1994



Fuente: Superintendencia de Valores y Superintendencia Bancaria.

Sin embargo, el tamaño de los inversionistas institucionales en la economía colombiana es pequeño cuando se compara con otros países.

Cuadro V.1

AHORRO CONTRACTUAL POR TIPO DE INVERSIONISTA INSTITUCIONAL, 1994

Inversionista	Saldo en \$ millones	Participación en total (%)	Participación en el PIB (%)
Sector asegurador (1)	1.036,002	14.4	1.89
Fondos de inversión (2)	86,699	1.2	0.16
Fondos mutuos (3)	160,184	2.2	0.29
Fondos comunes ordinarios (4)	1.032,101	14.3	1.88
Fondos cesantías	352,336	4.9	0.64
Fondos de pensiones	28,676	0.4	0.05
Fondos de valores	54,756	0.8	0.10
Sociedades fiduciarias (5)	3,133,310	43.4	5.71
Corporaciones financieras	675,719	9.4	1.23
Fondos de capital extranjero	659,647	9.1	1.20
Total	7,219,430	100	13.2

(1) Reservas técnicas más matemáticas.

(2) y (3) Suscripciones del público y valorizaciones.

(4) Bancos y corporaciones financieras.

(5) Cuentas de fideicomitentes (fideicomisos y administración mobiliaria).

La última cifra para los fondos comunes ordinarios corresponde a marzo de 1994.

Fuente: Superintendencia de Valores (1994) y Superintendencia Bancaria.

proyecciones realizadas en el estudio, todos los grupos de inversionistas institucionales tienen potenciales para crecer en el mediano plazo, especialmente los fondos de pensiones, a medida que crezca la afiliación de los trabajadores y se acumulen gradualmente los fondos de jubilación (Gráfico V.2). El estudio calculó para los cuatro tipos de inversionistas mencionados, que los recursos que manejarían representarían entre 8.6% y 11.6% del PIB en el año 2000, mientras que este porcentaje fue de 3.7% en 1994. Es decir, los montos invertidos por estos cuatro tipos de inversionistas se multiplicarían entre tres y cuatro veces en el término de 6 años.

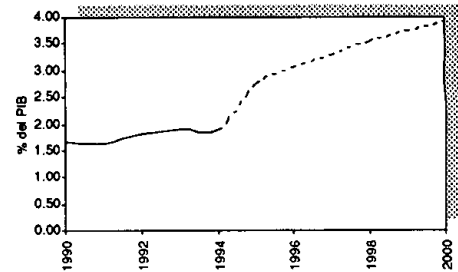
Para el desarrollo del mercado de capitales no es solamente importante el monto de recursos manejado por los inversionistas institucionales sino también la composición de sus portafolios de inversión. De acuerdo con las cifras del Gráfico V.3, en julio de 1995 los fondos de pensiones invirtieron cerca del 2% de su portafolio en acciones (el límite de inversión en este tipo de papel es del 30%). Por su parte, el 25% de las inversiones correspondían a papeles oficiales y del Banco de la República y el 55% a papeles del sector privado (44% en instrumentos de renta fija emitidos por instituciones financieras). Si se toman las cifras para el caso de los fondos de pensiones en Chile encontramos que el portafolio está compuesto en un 40% por papeles estatales de renta fija, en un 32% en acciones, en un 14% por letras hipotecarias, en un 6% en papeles de instituciones financieras y en un 6% en bonos (Gráfico V.4). En el caso de los Estados Unidos, los fondos invierten el 42% de sus recursos en acciones, el 34% en papeles de renta fija y el resto en otras inversiones. Es decir, el portafolio de los fondos de pensiones en Colombia está más concentrado en papeles de renta fija de corto plazo que en el caso de los otros países estudiados.

Esta tendencia es aún más marcada en el caso de los fondos de cesantías, en donde la inversión en acciones alcanza una participación menor al 1% (70% en papeles de renta fija emitidos por instituciones financieras). En el caso de las compañías de seguros y los fondos mutuos de inversión, la inversión en acciones tiene un mayor peso en el portafolio (en diciembre de 1994 alcanzó 39%). Sin embargo, este porcentaje está lejos del límite impuesto por la regulación (60% y 80%, respectivamente).

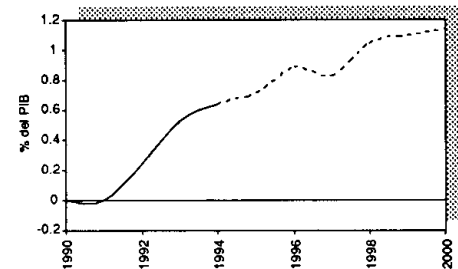
⁵ Ayala (1995) sostiene que el desempeño de los fondos de pensiones privados colombianos es el más atrasado en Latinoamérica. Su argumento se basa en que el Instituto de Seguros Sociales compite con los fondos privados, con ventajas en cuanto a los beneficios para ciertos grupos de población. Lo anterior se ha agravado dada la falta de un plazo para el traslado de los afiliados de un sistema a otro y la lentitud en el cierre de las cajas de previsión. Por supuesto se ha retrasado el paso de los trabajadores de un sistema a otro.

Gráfico V.2
RECURSOS DEL SECTOR ASEGURADOR,
FONDOS DE PENSIONES Y CESANTIAS Y
FONDOS MUTUOS DE INVERSION, 1990-2000

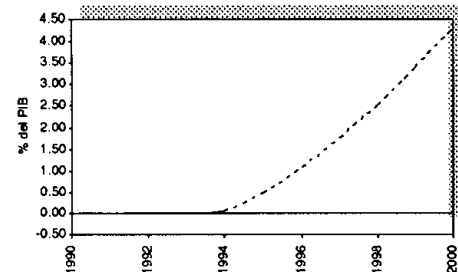
Sector asegurador
(1990-1994 observado, 1995-2000 estimado)



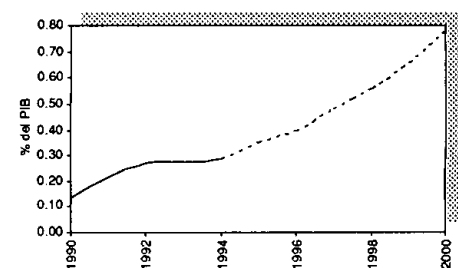
Fondos de cesantías
(1990-1994 observado, 1995-2000 estimado)



Fondos de pensiones
(1990-1994 observado, 1995-2000 estimado)



Fondos mutuos
(1990-1994 observado, 1995-2000 estimado)



Fuente: Lora y Salazar (1996a).

1.4 La regulación en Colombia

Las inversiones de los fondos de pensiones y cesantías (regulados y supervisados por la Superintendencia Bancaria) están sujetas a límites por instrumento, por grupos de instrumentos, por emisor y a reglas de valoración de activos de acuerdo con la Resolución 200 de 1995⁶. Además, los fondos de pensiones y cesantías deben cumplir con requerimientos de rentabilidad mínima de sus inversiones, la cual se define en función de la rentabilidad promedio de los fondos, de la rentabilidad de un portafolio sintético de renta fija diseñado por la Superintendencia Bancaria y de la rentabilidad de las acciones, calculada con base en un promedio de los índices de las tres bolsas del país.

Las compañías de seguros, también reguladas y supervisadas por la Superintendencia Bancaria, enfrentan dos regímenes de inversión, uno para el 40% de las reservas técnicas y otro para el resto de las reservas y demás fondos. En ambos casos se imponen límites máximos por instrumento y por emisor. También están sometidas a reglas de valoración de activos de acuerdo con la Resolución 200 de 1995.

Los fondos mutuos de inversión (no manejados por las sociedades fiduciarias) son regulados por la Superintendencia de Valores y supervisados por Dancoop (Departamento Administrativo Nacional de Cooperativas). En la actualidad existe un proyecto de ley que busca trasladar la supervisión a la primera de estas entidades.

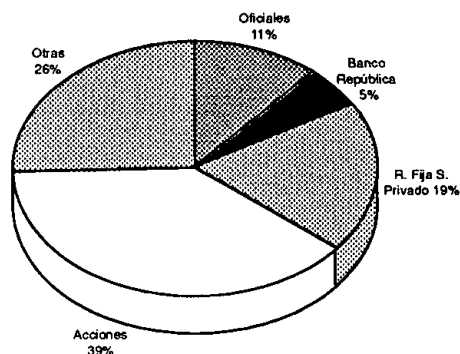
Estos inversionistas también están sujetos a límites de inversión por instrumento y por emisor y valoran sus activos de acuerdo con la Circular Externa 14 de 1989 de la Supervalores. Vale la pena anotar que tienen un límite mínimo de inversión en acciones de 15%. Con todo, en la práctica el porcentaje observado ha sido muy superior (39%).

Antes de evaluar la regulación, la Misión realizó una serie de entrevistas con representantes del sector para oír sus críticas en cuanto al diseño de la misma (estructura de topes, cálculo de la rentabilidad mínima y metodología de la Resolución 200).

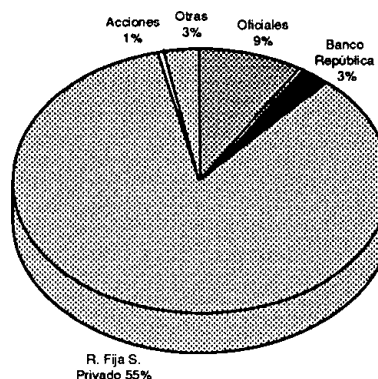
⁶ La Resolución 200 de 1995 tiene como objetivo obligar a los inversionistas a que valoren sus inversiones de acuerdo con el valor de mercado, con el consecuente efecto sobre sus estados financieros. Con este fin, los inversionistas deben calificar y valorar adecuadamente sus activos, registrar las pérdidas o ganancias resultantes de la exposición al riesgo de mercado, solvencia y jurídico. De acuerdo con la clasificación de las inversiones (renta fija a tasa fija, renta fija a tasa variable y renta variable), la Superintendencia Bancaria desarrolla las reglas de valoración para cada una de las categorías.

Gráfico V.3
COMPOSICION DEL PORTAFOLIO DE LOS
INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

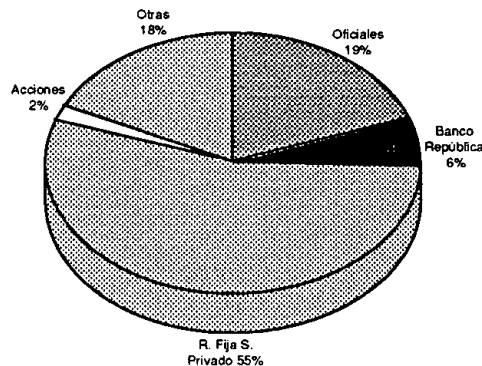
Seguros y capitalización
(Diciembre de 1994)



Fondos de cesantías
(Julio de 1995)



Fondos de pensiones
(Julio de 1995)



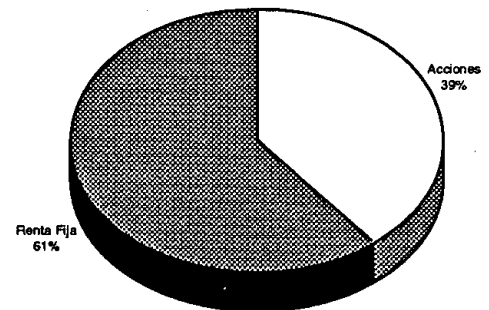
Posteriormente se evaluaron estas apreciaciones con base en un modelo de simulación diseñado para reproducir un comportamiento hipotético de los inversionistas.

Las opiniones recibidas (algunas de las cuales fueron refutadas en los estudios) pueden resumirse de la siguiente manera: el sector asegurador considera que la Ley 45 de 1990 no amplió realmente el abanico de posibilidades de inversión para las compañías de seguros. Por problemas de oferta, muchas de las posibilidades de inversión (en papeles no tradicionales) no se dan en la práctica. Con ello, el régimen privilegia la inversión en papeles oficiales y del Banco de la República. El sector acepta la conveniencia de tener dos regímenes de inversión pero considera que éstos no tienen en cuenta los diferentes plazos en los negocios dentro de la actividad aseguradora (seguros de vida versus generales). Por otra parte, se considera que la norma de valoración de activos sesga las inversiones hacia el corto plazo (en contra de los objetivos de los inversionistas institucionales). Un problema adicional mencionado es que aunque la regulación es detallada y estricta no establece límites a la concentración de la propiedad accionaria. En este punto hay que tener en cuenta que debido al plazo y cuantía de los recursos que manejan, varias compañías de seguros actúan como cabezas de grupos de inversión, desde donde ejercen el control de las empresas. La regulación no restringe el control de las empresas ni exige ningún tipo de diversificación de la inversión en acciones para evitar la concentración de riesgo por sectores.

Por su parte, los fondos de pensiones y cesantías expresaron diversas críticas sobre la regulación de sus inversiones. Por un lado, consideran que el régimen de inversión es bastante amplio, pero al tener en cuenta la rentabilidad mínima que deben garantizar a los afiliados las posibilidades se ven limitadas al tratar de evitar riesgos. Por otro lado, la reglamentación sobre rentabilidad mínima conlleva a la homogenización de los portafolios. Como esta exigencia se basa parcialmente en el rendimiento promedio de los fondos y además como ningún fondo puede tener un peso mayor del 20% dentro de este promedio, la estrategia más segura para cumplir con la rentabilidad mínima es no alejarse del comportamiento de los demás.

De otra parte, como la definición de la rentabilidad mínima depende también de la rentabilidad de un portafolio de referencia (de renta fija) diseñado por la Superintendencia Bancaria, puede darse una tendencia por parte de todos los fondos a reproducir dicho portafolio sintético, lo cual refuerza el fenómeno de homogenización. Esta homogenización de los portafolios lleva, además, a que el riesgo de todo el sistema sea mayor a pesar de

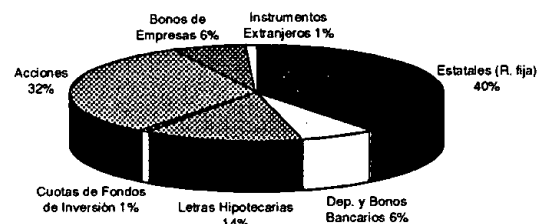
Fondos mutuos
(Diciembre de 1994)



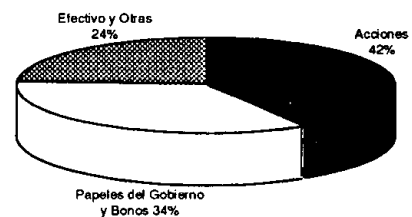
Fuente: Superintendencia Bancaria y Asociación Nacional de Fondos Mutuos de inversión.

Gráfico V.4
PORTAFOLIO DE INVERSIONES DE LOS
FONDOS DE PENSIONES EN CHILE Y
ESTADOS UNIDOS

Chile
Portafolio de los Fondos de Pensiones



Estados Unidos
Portafolio de los Fondos de Pensiones



Fuente: Chuppe (1995) y Fuica e Iglesias (1995)

que el riesgo individual (de cada fondo) se esté minimizando. Es decir, el peligro de riesgo sistémico es mayor en la medida en que los portafolios están invertidos de la misma manera y concentrados en pocos papeles.

Adicionalmente, se detecta un problema de asimetría en la medida en que los excesos de rentabilidad favorecen a los afiliados mientras que los déficits van en contra del patrimonio de las administradoras. De la misma manera que el sector asegurador, los fondos de pensiones y cesantías temen que la Resolución 200 los conduzca a concentrar sus inversiones en el corto plazo. Por último, consideran que existen problemas de estrechez en la oferta de papeles, que no permiten que los recursos de largo plazo con los que cuentan sean invertidos en acciones o papeles con el mismo plazo.

A pesar de que todos los inversionistas institucionales opinan que los objetivos generales de la Resolución 200 son válidos y sanos, consideran que ésta no distingue entre el horizonte de la inversión y el plazo del papel, lo cual induce una mayor variabilidad a los rendimientos de los portafolios (debido a los cambios de valoración). Por último, la crítica más importante por parte de los fondos mutuos de inversión es que han sido afectados negativamente por la labor de supervisión efectuada por Dancoop, entidad que carece de la capacidad técnica para ejercer una vigilancia adecuada.

Algunas de estas críticas trataron de evaluarse a través de un modelo de simulación de asignación de portafolio (Lora y Salazar, 1996a). El modelo consiste en maximizar una función de utilidad para el inversionista institucional. Dicha función depende positivamente del rendimiento y negativamente del riesgo de su portafolio. Se consideran ciertas restricciones, algunas impuestas por el mercado (condiciones de velocidad de ajuste y de liquidez) y otras por la regulación (valoración a precios de mercado, topes a las inversiones y, en algunos casos, exigencias de rentabilidad mínima).

Lo interesante del modelo es que permite considerar, simultáneamente, dentro de cada grupo de inversionistas (fondos de pensiones, fondos de cesantías, etc.) varios agentes, cada uno de los cuales da un peso diferente al riesgo dentro de sus preferencias. Esto permite detectar qué tipo de circunstancias o restricciones relacionadas con la regulación llevan a que el comportamiento de los diferentes agentes tienda a asemejarse. De la misma manera, el modelo considera varios períodos consecutivos de tiempo, con el fin de poder analizar los efectos sobre el valor de los activos de un incremento o disminución de las tasas de interés. El modelo incorpora algunas restricciones que impiden rotar los portafolios plenamente de un período a

Según los Fondos de Pensiones, la actual regulación propicia una homogenización de los portafolios lo cual eleva el riesgo del sistema.

Un modelo de simulación permitió evaluar la validez de estas apreciaciones.

otro, ya sea por limitaciones de oferta, costos de ajuste o problemas de información. Por último, el modelo sólo considera cuatro papeles con el propósito de simplificar el análisis: acciones, títulos de participación, papeles de tesorería o TES y certificados de depósito a término.

El ejercicio de simulación parte de un escenario base para cada grupo de inversionistas, en ausencia de regulación pero con las restricciones propias del mercado. Sucesivamente, se incorporan cada uno de los instrumentos regulatorios sobre las inversiones y se analizan sus efectos sobre la asignación del portafolio de cada inversionista.

Los resultados sugieren, en el caso de los fondos de pensiones y cesantías, que la imposición de una rentabilidad mínima induce un sesgo hacia papeles oficiales y de corto plazo. Además, si el peso dado al promedio de la rentabilidad de todo el sistema es elevado habrá una tendencia a una homogenización de los portafolios. De la misma manera, si el peso dado al portafolio de referencia es elevado, habrá una tendencia a invertir únicamente en papeles de renta fija. Más aún, sea cual sea la definición de la rentabilidad mínima, la rentabilidad observada de los fondos se reduce con respecto al escenario en el cual no se impone esta restricción.

Para todos los grupos de inversionistas se encuentra que la imposición de una estructura compleja de topes a las inversiones fácilmente puede inducir un resultado perverso. Con este tipo de normas se busca una diversificación del portafolio. Sin embargo, dadas las complementariedades que pueden existir entre los diferentes activos el resultado puede ser el opuesto. Por ejemplo, puede ocurrir que al imponer un tope a la inversión en papeles de corto plazo se desestimula la inversión en acciones. Este escenario resultaría si el papel al que se le impuso el límite es el complementario de las acciones de acuerdo con las preferencias (riesgo-rendimiento) de los inversionistas. Cabe señalar que en la mayoría de los casos los topes son altos y no restrictivos. En el caso de las compañías de seguros, la existencia de un doble régimen de inversión le deja poca flexibilidad a las compañías para que asignen su portafolio. Los resultados del modelo sugieren que en períodos de alza en las tasas de interés la Resolución 200 sesga las inversiones hacia el corto plazo (pero ocurre lo contrario cuando disminuyen las tasas).

1.5 Recomendaciones de Política

a. Deben adoptarse mecanismos expeditos para autorizar nuevas formas de inversión.

Las regulaciones actuales están atrasadas frente a los desarrollos del mercado financiero y de capitales, especialmente

De acuerdo con los resultados, la fórmula de rentabilidad mínima induce un sesgo hacia las inversiones en renta fija y su homogenización.

Paradójicamente la rentabilidad mínima reduce la rentabilidad del sistema.

Puede ocurrir que los topes a las inversiones de corto plazo desestimen la inversión en acciones.

en el caso de las aseguradoras y los fondos mutuos de inversión. Se recomienda incluir cuando menos las opciones de inversión aceptadas para otros grupos de inversionistas institucionales, la cual debe ser automática cuando se cumplan ciertos requisitos mínimos establecidos (por ejemplo, transadas en bolsa o el contar con calificación de riesgo).

b. Deben simplificarse los sistemas de topes máximos de inversión que aplican a todos los grupos de inversionistas institucionales.

La fijación de topes máximos es justificable como mecanismo de diversificación de las inversiones y de limitación del riesgo. Lo primero requiere un sistema sencillo de topes que no es el que existe en la actualidad. Lo segundo sólo es justificable cuando no hay formas más directas de control del riesgo, y por lo tanto debe desaparecer como criterio de fijación de los topes en la medida en que se consolide la adopción de las reglas de valoración de activos.

Más específicamente, en relación con los topes máximos, para las compañías de seguros se recomienda eliminar la separación entre el 40% de las reservas y el resto de inversiones admisibles, separación que no sirve ningún propósito claro. También se recomienda consolidar algunos grupos de papeles con el objeto de simplificar el sistema de topes, especialmente los que aplican actualmente a las inversiones admisibles. Debe tenerse en cuenta al respecto que el rígido sistema de topes se aplica por igual a los distintos negocios aseguradores, sin tener en cuenta el horizonte temporal de los riesgos cubiertos ni las necesidades de liquidez. Puesto que no sería deseable establecer diferentes sistemas de topes para los diferentes negocios aseguradores, debe avanzarse hacia un sistema común más sencillo.

En los casos de los fondos de pensiones y de cesantías también es recomendable que la estructura de topes máximos sea simplificada al máximo, dejando un solo nivel de topes por instrumento. En la actualidad las inversiones de estos fondos están regidas por topes por instrumentos y por emisor, y hay además topes por grupos de instrumentos a diversos niveles de agregación. Puesto que algunos de estos topes no consultan las limitaciones de oferta, en la práctica pueden privilegiar las inversiones en papeles oficiales o en instrumentos de renta fija, en desmedro de otras alternativas más favorables para el desarrollo del mercado de capitales (como es la inversión en acciones). Además, la estructura de topes no tiene en cuenta la naturaleza complementaria que puede existir entre las demandas de distintos tipos de papeles por razones de diversificación de riesgo o de compensación de plazos.

Se recomienda revisar la estructura vigente de topes a las inversiones.

El sistema de topes máximos ha buscado inducir mayores inversiones en acciones, pero como se vio anteriormente no es la forma más adecuada de perseguir este propósito. Para lograr dicho objetivo resultaría más efectivo fijar directamente un porcentaje mínimo de inversión en acciones, como de hecho se hace en el caso de los fondos mutuos. Específicamente, se podría fijar un mínimo inversión en acciones para los fondos de pensiones y cesantías, ubicado entre el 3% y 5% del valor del fondo y al cual podría llegarse de manera gradual, lo cual actualmente no enfrentaría problemas de oferta. Sin embargo, hay que reconocer que este tipo de medidas “represivas” puede prestarse a manipulaciones indeseables y hay que recordar que el fin último de los fondos es maximizar el valor de las pensiones de los trabajadores. Alternativamente a las medidas de topes o de mínimos de inversión en renta variable, sería posible diseñar políticas que permitan asumir más riesgos por parte de los fondos, por ejemplo a través de ciertas modificaciones en la fórmula de rentabilidad mínima, las cuales se sugieren más adelante.

c. Promover la oferta de acciones y otros instrumentos

Las inversiones de los cuatro grupos de inversionistas institucionales considerados se multiplicarán en términos reales entre 3 y 4 veces en el curso de cinco o seis años. Si el mercado de capitales crece al mismo ritmo que el PIB, estas demandas sobrepasarán ampliamente la oferta primaria de papeles. Las restricciones por el lado de la oferta de acciones serán aún más severas, ya que si se adoptan las medidas que aquí se recomiendan para estimular este tipo de inversiones (como la de fijar un porcentaje mínimo de inversión en este tipo de instrumento en el caso de los fondos de pensiones y cesantías), la demanda de acciones crecerá mucho más rápido. Además es necesario lograr una mayor diversificación en la oferta de papeles, ya que las experiencias de otros países muestran que puede crearse un círculo virtuoso entre el desarrollo de ciertos inversionistas institucionales y el de nuevas modalidades de inversión a través del mercado. En este punto vale la pena hacer énfasis en la mayor oferta de instrumentos que se podría generar al adelantar y agilizar el proceso de privatización de las empresas del Estado.

d. Apoyar el desarrollo de sistemas de calificación de riesgo

La regulación sobre topes máximos ha buscado, entre otros objetivos, la limitación del riesgo que pueden asumir los inversionistas. Pero este no es un objetivo que sea razonable buscar con ese instrumento, porque los límites de inversión se hacen por tipo de papel y no de acuerdo con criterios explícitos de riesgo. Las reglas de valoración de activos son una forma más

Se podría fijar un mínimo a la inversión en acciones para los Fondos de Pensiones y Cesantías.

Las privatizaciones aparecen de nuevo como esenciales para estimular la oferta de papeles.

directa de lograr ese propósito, y su consolidación debe facilitarse apoyando el desarrollo de sistemas de calificación de riesgo. Al respecto se propone que la Superintendencia de Valores adopte disposiciones necesarias para asegurar la calificación de todas las emisiones de papeles de renta fija con plazos superiores a un año. Para ello es fundamental que se amplíe el número de firmas calificadoras, estrictamente independientes y sin intereses en los negocios que se realizan en el mercado. La calificación puede servir además como criterio automático para autorizar la inversión en nuevos papeles por parte de los inversionistas institucionales.

e. Evitar las decisiones discrecionales por parte de la Superintendencia Bancaria en la definición de las reglas de valoración de activos

Debido a la ausencia de mercados para valorar algunas inversiones, existe el riesgo de intervenciones administrativas discrecionales de parte de la Superintendencia Bancaria en la aprobación de los métodos de valoración que proponen las entidades y en otros aspectos operativos de la regulación. Algunas de estas decisiones discrecionales serán inevitables mientras se consolida el sistema y hasta cuando se amplíen los sistemas de calificación de riesgos. Pero deben tratar de minimizarse. El activismo regulatorio de la Superintendencia Bancaria podría generar incertidumbre y desconfianza y a la larga castiga la innovación y el desarrollo del mercado de capitales.

f. Se deben realizar algunas modificaciones a la fórmula de la rentabilidad mínima

Se debe utilizar el promedio móvil de varios períodos de la rentabilidad real. La definición actual de rentabilidad mínima para los fondos de pensiones y cesantías se basa parcialmente en un cálculo de la rentabilidad promedio de los fondos del grupo, lo cual tiende a desestimular la toma de riesgos, tiende a homogenizar los portafolios de los fondos, y reduce la rentabilidad ofrecida a los afiliados. Estas desventajas se deben a la inclusión de las inversiones más riesgosas y volátiles en dicho cálculo, como son las acciones. Parcialmente, la rentabilidad mínima también se basa en un portafolio de referencia que está exento de las dificultades anteriores pero que genera desconfianza entre los fondos porque es definido en forma administrativa y puede ser cambiado arbitrariamente. Un problema adicional del método de aplicación de la rentabilidad mínima consiste en que trata en forma asimétrica las ganancias extraordinarias, que deben ser distribuidas entre los afiliados, y las pérdidas extraordinarias, que deben ir a cargo del patrimonio de las administradoras de los fondos. Esta asimetría inhibe la

Pese a los costos involucrados, la calificación de papeles es vital para el desarrollo del mercado.

adopción de riesgos y tiende a reducir la rentabilidad de los afiliados. El uso de promedios móviles de varios períodos para calcular dicha rentabilidad mínima es una corrección precaria a esta dificultad debido a que las tasas de interés pueden experimentar cambios de naturaleza permanente.

Para corregir esta serie de deficiencias, se recomienda adoptar no un nivel específico de rentabilidad mínima sino una banda dentro de la cual pueda fluctuar la rentabilidad de los fondos. Si la rentabilidad del fondo resulta superior al techo de la banda, un porcentaje del excedente se destina a un fondo de estabilización. Si resulta menor al límite inferior, la administradora deberá afectar el fondo de estabilización y, si éste es insuficiente, su patrimonio. El nivel alrededor del cual se fijaría la banda sería el promedio de la rentabilidad del portafolio de los fondos (o uno exógeno) de manera que no sea susceptible de alteraciones administrativas. Por otra parte, el límite inferior asegura al afiliado que el fondo asignará su portafolio de una forma adecuada entre papeles de renta fija y acciones, y de esta manera podrá obtener con seguridad una rentabilidad mínima. El techo se constituiría en un estímulo para invertir en papeles como acciones que son los que eventualmente generan rendimientos elevados y permiten engrosar el fondo de estabilización. Por otra parte, la rentabilidad mínima debe calcularse no en valores nominales, como se hace en la actualidad, sino en valores reales (descontando la inflación), utilizando el promedio de varios períodos (en la actualidad son 24 meses, que es un número razonable).

En primera instancia el punto medio de la banda debe reflejar la rentabilidad de un portafolio que incluya inversiones en acciones. Es necesario impulsar activamente una mayor inversión en acciones en las primeras etapas de desarrollo del mercado. Se trata de una actividad con enormes externalidades que debido a problemas de coordinación requiere ser promovida por medio de la regulación. Sin embargo, ésta debe asegurarse de propiciar una adecuada rotación por parte de las acciones en manos de los fondos, así como de mecanismos que eviten una mayor concentración de la propiedad accionaria. Una vez el mercado haya madurado se debe revisar la metodología de cálculo de la franja de rentabilidad, la cual debe simplificarse al tomar como punto de referencia el rendimiento de los papeles del tesoro (cero riesgo).

g. Unificar en una sola entidad la autorización de inversiones y la vigilancia de los fondos mutuos de inversión

En el caso particular de los fondos mutuos, la regulación de inversiones está entorpecida por el hecho de que la autorización

Se recomienda adoptar no un nivel específico de rentabilidad mínima sino una banda dentro de la cual pueda fluctuar la rentabilidad de los fondos.

El nivel alrededor del cual se fijaría la banda sería el promedio de la rentabilidad del portafolio de los fondos.

El punto medio de la banda debe reflejar la rentabilidad de un portafolio que incluya inversiones en acciones.

Una vez el mercado haya madurado se debe revisar la metodología de cálculo de la franja de rentabilidad, la cual debe simplificarse al tomar como punto de referencia el rendimiento de los papeles del tesoro (cero riesgo).

de inversiones está a cargo de la Superintendencia de Valores, mientras que la vigilancia está a cargo de Dancoop. Esta situación ha dificultado la participación de los fondos mutuos en nuevas formas de inversión y, en general, en el mercado de capitales. Se recomienda unificar estas funciones en la Superintendencia de Valores o la Bancaria, según se considere más conveniente por el conocimiento del sector y la capacidad efectiva de supervisión.

h. Promover el uso del depósito de valores a través de una legislación que considere como actividad de alto riesgo la no utilización de éste

Lo anterior se debería complementar con una agresiva estrategia de mercadeo que deje ver cuáles son las bondades de este sistema (Cárdenas y Rojas, 1996) y así promueva la utilización de las centrales de depósito de valores.

i. Avanzar gradualmente hacia esquemas de regulación más sencillos

De acuerdo con la experiencia internacional, una regulación estricta es necesaria en un comienzo pero se debe, en el mediano y largo plazo, a medida que los inversionistas institucionales van adquiriendo mayor tamaño y experiencia, avanzar gradualmente hacia sistemas de regulación más sencillos, con mínima intervención de las entidades reguladoras y un máximo apoyo de la información pública de calificadoras de riesgo y de *disclosure* por parte de inversionistas y emisores. En los países en desarrollo este ideal está entorpecido por las imperfecciones de los mercados financieros y de capitales, por el uso poco extendido de las calificaciones de riesgo y por la falta de cultura financiera y de transparencia en la información.

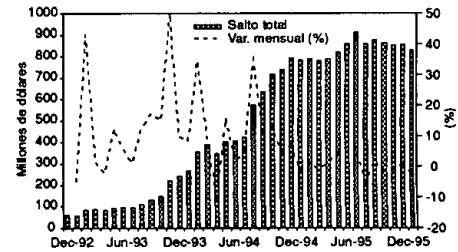
2. La inversión extranjera de portafolio en Colombia

2.1 Consideraciones generales

En la última década y especialmente desde 1990 se ha presentado un auge importante de la inversión extranjera de portafolio hacia los países emergentes. Esto se ha debido en parte a factores que han "expulsado" los capitales desde los países industrializados como fueron el descenso en las tasas de interés internacionales entre 1989 y 1993 y las menores perspectivas de crecimiento en estos países. Por otra parte, han influido factores domésticos en los países receptores entre los cuales hay que destacar las reformas económicas y estructurales para liberalizar los mercados llevadas a cabo en Asia y América Latina, las cuales atrajeron grandes flujos de capital hacia estos países.

Colombia no ha sido una excepción a este fenómeno. Con base en cifras a enero de 1996, existen 156 fondos de inversión autorizados, provenientes en su mayoría de Estados Unidos y de Gran Bretaña. De acuerdo con la información del Gráfico V.5, el saldo de inversión extranjera de portafolio a esta misma fecha se estima en US\$829 millones. Este saldo puede descomponerse en: i) inversión en el mercado doméstico (Gráfico V.6) y ii) inversión extranjera en recibos de depósitos, más conocida como inversión en programas ADRs o GDRs, es decir en instrumentos que representan acciones vendidas internacionalmente (Gráfico V.7).

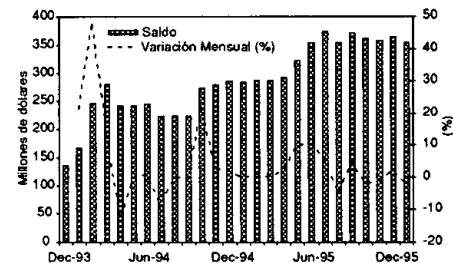
Gráfico V.5
INVERSION EXTRANJERA DE PORTAFOLIO EN COLOMBIA



Fuente: Superintendencia de Valores.

El primer componente representa un poco más de un tercio de la inversión extranjera de portafolio total. Su comportamiento fue dinámico hasta junio de 1995 y desde entonces ha permanecido estable, alrededor de los US\$350 millones (Gráfico V.6). Por su parte, el segundo componente tiene un mayor peso dentro de la inversión extranjera de portafolio total y presentó un comportamiento más dinámico, especialmente entre diciembre de 1993 y septiembre de 1994, cuando se le compara con el comportamiento de la inversión en acciones en el mercado doméstico. Desde finales de 1994, su crecimiento ha sido bajo (como consecuencia de la reducción en el volumen de emisión de ADRs) y su nivel ha permanecido alrededor de los US\$500 millones. La importancia de la inversión extranjera en programas ADRs/GDRs se debe a que tanto los inversionistas extranjeros como las compañías colombianas (que han utilizado este mecanismo) prefieren este tipo de inversión/financiamiento. Los primeros prefieren este tipo de instrumentos por su liquidez y facilidad de compra (no necesitan proceso especial de aprobación para invertir en este tipo de papel). Por su parte, las compañías colombianas han encontrado esta alternativa de financiamiento menos costosa frente a la de un crédito en el mercado doméstico. Adicionalmente, han utilizado de manera importante esta forma de financiación pues permite establecer un *track-record* en el mercado internacional para suplir necesidades futuras de financiamiento a través de emisión de acciones o deuda.

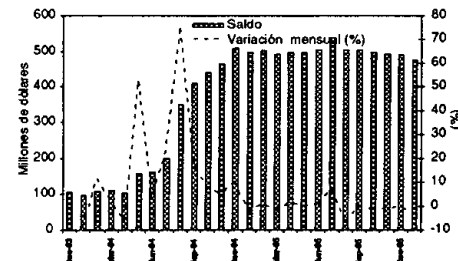
Gráfico V.6
INVERSION EXTRANJERA DE PORTAFOLIO EN EL MERCADO DOMESTICO



Fuente: Superintendencia de Valores.

De acuerdo con los resultados del trabajo realizado por Kleiman (1996) para la Misión, los fondos de inversión extranjera realizan una diferenciación de los mercados antes de operar en alguno de ellos. Dentro de este proceso de diferenciación analizan indicadores macroeconómicos como crecimiento real del PIB, tasa de inflación, situación fiscal, monetaria y de balanza de pagos y posición de reservas internacionales. También se interesan por el avance alcanzado en materia de reformas estructurales como la liberalización del mercado financiero, la independencia del banco central y los procesos de privatización.

Gráfico V.7
INVERSION EXTRANJERA DE PORTAFOLIO PROGRAMAS DRs



Fuente: Superintendencia de Valores.

La regulación, el grado de liberalización, el nivel de solvencia y sofisticación del mercado financiero son factores importantes para la selección de los mercados por parte de los fondos de inversión extranjera. Inclusive se preocupan por variables políticas y sociales como el desempleo, la pobreza, la violencia etc. Generalmente consultan las agencias calificadoras internacionales como Standard and Poor's, Moody's e IBCA con el fin de conocer el nivel de riesgo asignado al país.

Pero los elementos fundamentales para los fondos de inversión extranjera son obviamente los relacionados con las condiciones del mercado de valores dentro del cual piensan actuar. Por lo general, desean tener el mismo tratamiento que los inversionistas nacionales. Dispendiosos y demorados procesos de aprobación y registro, limitaciones para actuar en ciertos mercados y problemas de repatriación de capitales y ganancias pueden desestimular la inversión en un país. Normalmente buscan mercados donde existan (o por lo menos se inicien esfuerzos para crearlas) condiciones, reglas o estándares internacionales en materia de procesos de oferta pública, de información y transparencia, de contabilidad, de requerimientos de capital, de sanciones al uso privilegiado de información y operaciones indebidas, de normas éticas en la conducta de los agentes involucrados, etc. Prefieren mercados en donde exista cierto nivel de eficiencia y sofisticación en los procesos de transacción y también donde haya un mercado líquido con buenos niveles de capitalización, un número adecuado de compañías inscritas y un volumen transado importante, con el fin de que sus transacciones (que son de magnitud importante cuando se compara con el tamaño del mercado colombiano) no afecten de manera significativa la fijación de precios. Por último, las cuestiones tributarias son fundamentales en el proceso de inversión.

2.2 Marco regulatorio

El ente encargado de diseñar la política frente a la inversión extranjera de portafolio es el Departamento Nacional de Planeación. La Superintendencia de Valores tiene a su cargo la labor de regulación, aprobación y monitoreo, mientras que el Banco de la República asume la función de registro de divisas y cambios. El marco jurídico actual para la inversión extranjera (Estatuto de Inversiones Internacionales⁷) está basado en dos principios:

La mayor parte de la inversión extranjera de portafolio en Colombia ha estado asociada a los programas ADRs y GDRs.

Los inversionistas extranjeros le dan peso a la estabilidad macroeconómica, la regulación del mercado y la independencia del Banco Central.

⁷ Este estatuto incluye las Resoluciones 51 y 52 de 1991; 53, 55, 56 y 57 de 1992 y 60 de 1993 del CONPES y además los Decretos 2348 de 1993; 98, 1812, 2012 y 2764 de 1994 y 517 de 1995.

- Igualdad en el trato entre inversionistas extranjeros y nacionales.
- Libertad de la inversión en cualquier sector económico.

A su vez, dentro de los inversionistas de portafolio extranjeros distingue dos tipos de fondos de inversión los cuales reciben un tratamiento diferente: i) los fondos institucionales (fondos de pensiones, fondos mutuos de inversión, fondos país, fondos de cobertura de riesgo y fondos ómnibus⁸), que requieren de la aprobación de la Superintendencia de Valores para su funcionamiento, y ii) los fondos individuales que no están sujetos a dicha exigencia y sólo deben registrar sus transacciones en el Banco de la República (como toda inversión extranjera).

Existen dos modalidades de aprobación de un fondo de inversión institucional, la automática y la ordinaria. Esta última no requiere de documentación específica (simplemente se evalúa la solicitud con base en la idoneidad y trayectoria del fondo) y no debe durar más de 28 días calendario. Por su parte, la aprobación automática, modalidad creada con el fin de simplificar el trámite de autorización de los fondos, requiere de documentos específicos que demuestren:

- Que la administradora del fondo está sometida a la vigilancia de una autoridad gubernamental que regula y supervisa el mercado de valores en su domicilio.
- Que su acción esté inscrita en una de las principales bolsas del mundo, o que tenga inversiones efectivas de la magnitud que pretende realizar en Colombia en tres o más mercados emergentes, o que tenga un capital suscrito mayor a cincuenta millones de dólares de Estados Unidos.
- Que el fondo ejecute órdenes de compra de inversionistas institucionales cuya actividad este vigilada por una entidad gubernamental del país de origen.

Adicionalmente, la operación de los fondos de inversión extranjera está sujeta a varios requisitos. Por una parte, todo fondo de inversión extranjera debe tener un administrador, el cual tiene funciones específicas de registro en el Banco de la República, de reporte de la información necesaria a la Supervalores y de verificación de cumplimiento de la legislación colombiana. Por otra parte, existen varios pasos que deben

⁸ Autorizados por la Resolución 53 del DNP. Un fondo ómnibus es un fondo dentro del cual se pueden abrir varias subcuentas de inversión.

cumplirse en el proceso de compra y venta de acciones los cuales se explican con detalle en el trabajo de Rosenberg y Torres (1996) realizado para la Misión.

Así mismo, existen limitaciones a las inversiones que vale la pena mencionar:

- No está permitida la inversión en algunos sectores económicos (industrias de defensa nacional y seguridad, de materiales radioactivos no producidos en Colombia). Existen restricciones a las inversiones en el sector inmobiliario y titularizaciones inmobiliarias.
- La inversión en ciertos sectores requiere de aprobación del DNP (por ejemplo, los servicios públicos y el sector financiero cuando se quiere invertir más del 10% del capital accionario de cualquier institución).
- Los fondos institucionales y ómnibus no pueden poseer más de 10% y 40%, respectivamente, de las acciones de una compañía (cada subcuenta del fondo ómnibus está sujeta a un límite del 10%).
- Se limita la inversión de los fondos individuales en renta fija a aquéllas con plazos mayores a un año.
- Ningún fondo extranjero puede invertir en papeles del Gobierno o del Banco de la República emitidos con fines monetarios.
- Para los fondos institucionales existe un límite del 20% del capital del fondo para las inversiones en instrumentos de deuda del Gobierno o entidades públicas y de 20% para las inversiones en instrumentos emitidos por instituciones financieras.

En el caso de las inversiones de renta fija, se exige al igual que para los inversionistas domésticos el pago de impuesto a la renta del 35% pero los fondos no pueden deducir de sus impuestos todos los costos locales (lo cual si está permitido para los inversionistas nacionales). Efectivamente, la Reforma Tributaria de 1995 permitió deducir algunos costos como los directos e indirectos para el administrador del fondo, las pérdidas de los ejercicios anteriores y la devaluación sufrida por la inversión. Pero no hubo ningún cambio en cuanto a reducciones de otros costos como los de la inflación, los de asesoría fiscal y legal, asesoría de investigación de mercadeo y los costos para el custodio relacionados con el servicio para transacciones en Colombia.

2.3 ¿Cómo nos ven los inversionistas extranjeros?

Para evaluar la competitividad colombiana en materia de inversión extranjera de portafolio, la Misión efectuó entre julio y octubre de 1995 una encuesta a 48 fondos extranjeros (cerca de 30% de los inversionistas extranjeros de portafolio vigentes en Colombia). El trabajo de Rosenberg y Torres (1996) reporta los resultados en detalle.

De acuerdo con los resultados, los fondos de inversión buscan en los países emergentes una mayor diversificación de sus portafolios y un mayor retorno global. Los principales riesgos se relacionan con la iliquidez del mercado, la falta de información y transparencia y la inestabilidad política y/o económica. Las inversiones son generalmente de mediano plazo y de nivel de riesgos mediano. Por lo general se dirigen a instrumentos de renta variable (acciones y recibos de depósito), bonos convertibles en acciones y bonos públicos. La mayoría de los fondos piensa incrementar sus inversiones en los mercados emergentes, a pesar de lo ocurrido a comienzos de 1995 en México.

El manejo macroeconómico y la buena calidad en la dirección de las empresas fueron los factores que incentivaron a los fondos de inversión extranjera de portafolio a invertir en el mercado colombiano. Sin embargo, se pudieron detectar algunas deficiencias en cuanto a condiciones del mercado, marco regulatorio y operativo.

A nivel de funcionamiento del mercado, el mayor problema encontrado por los fondos es el proceso de autorización. Los fondos consideran que los requisitos exigidos en cuanto a traducción, consularización y notarización son excesivos, dispendiosos, costosos e innecesarios en la medida en que no son exigidos en la mayoría de los otros mercados latinoamericanos. De acuerdo con la encuesta, se estableció que el tiempo que exige la consecución, preparación y presentación de los documentos por parte de la administradora del fondo y sus asesores y el proceso de aprobación por parte de la Superintendencia de Valores puede tomar hasta 11 meses, lo cual se convierte en un elemento poco atractivo para invertir en Colombia.

Adicionalmente, en el caso particular de los fondos ingleses se cuestionó el proceso de aprobación automática ya que en la Gran Bretaña la bolsa es autorregulada. Esto obliga a los inversionistas ingleses a incurrir en mayores trámites que en los otros países, por ejemplo Estados Unidos.

Por lo general, los fondos de inversión extranjera utilizan un custodio internacional el cual maneja asuntos legales y las inversiones. En Colombia, se exige que el fondo cuente con un

Los fondos extranjeros consideran que los requisitos exigidos en cuanto a traducción, consularización y notarización son excesivos, dispendiosos, costosos e innecesarios en la medida en que no son exigidos en la mayoría de los otros mercados latinoamericanos.

administrador local, requisito que se convierte en un costo administrativo adicional. Sin embargo, a pesar de que se deben seguir numerosos pasos en el proceso de compra y venta de acciones, los fondos no reportaron mayores problemas en cuanto a este aspecto.

Los fondos de inversión extranjera expresan que en el mercado colombiano son más atractivos los instrumentos de capital que los de deuda. La razón es de carácter tributario debido a la discriminación en contra de los segundos (que de paso viola el principio de igualdad en el tratamiento de inversionistas nacionales y extranjeros). En concreto, los inversionistas extranjeros no pueden deducir de sus impuestos todos los costos locales (cosa que si ocurre con los nacionales). Se considera además que los cambios a este respecto contenidos en la última Reforma Tributaria, en la práctica, no son suficientes y que por lo tanto todavía es poco atractivo invertir en papeles de renta fija. Esto debe ser un elemento de preocupación, pues los fondos a su vez expresaron que estaban interesados en los proyectos de infraestructura colombianos financiados a través de instrumentos de deuda.

Otra preocupación fundamental para los fondos extranjeros que quieren venir a invertir en Colombia tiene que ver con los problemas de falta de liquidez, alta concentración de la propiedad accionaria, insuficiente información y transparencia del mercado colombiano. Con todo, la calidad de la información macroeconómica se consideró adecuada, pero la de la información diaria del mercado y de las compañías listadas en bolsa se clasificó por debajo del promedio de los mercados emergentes e inclusive del promedio de los mercados latinoamericanos. Además, los fondos expresaron que el servicio prestado por los comisionistas locales es deficiente. En suma, el mercado colombiano fue calificado entre los tres menos atractivos de Latinoamérica y los cinco menos atractivos entre los mercados emergentes a nivel global.

2.4 Recomendaciones de política

Las perspectivas de la inversión extranjera de portafolio dependen indiscutiblemente de los esfuerzos que realice el gobierno para modificar el actual régimen. Pese a los grandes avances recientes por parte de la Supervalores, es preciso mejorar ciertas condiciones desfavorables existentes en el mercado colombiano las cuales hacen del país un mercado emergente poco competitivo en materia de inversión extranjera.

Por ello debe facilitarse el proceso de aprobación de los fondos, mediante la eliminación de la traducción, consularización y demás obstáculos a la autorización automática.

Los fondos de inversión extranjera expresan que en el mercado colombiano son más atractivos los instrumentos de capital que los de deuda.

La calidad de la información macroeconómica se consideró adecuada, pero la de la información diaria del mercado y de las compañías listadas en bolsa se clasificó por debajo del promedio de los mercados emergentes.

De otra parte, subsisten obstáculos que no hacen atractiva la inversión en papeles de renta fija emitidos por entidades descentralizadas o compañías listadas en bolsa. Las necesidades de inversión en infraestructura en los próximos años serán imposibles de satisfacerse si no existe un complemento de inversión extranjera. La mayoría de los proyectos de infraestructura se titularizarán a través de instrumentos de renta fija, los cuales no son atractivos para los inversionistas por no poder deducir todos los costos incurridos.

Otros aspectos de índole general contribuirían a atraer inversionistas extranjeros. Por ejemplo, se recomienda fortalecer mediante asistencia técnica, entrenamiento de personal y esfuerzos en el área de sistematización, la labor de la Superintendencia de Valores. Esto, con el fin de mejorar el monitoreo, la vigilancia del mercado y la transmisión de información al mercado.

Es urgente aumentar la liquidez del mercado. Esto puede darse a través de un estímulo a la actividad de *market-making* por parte de los agentes del mercado bursátil. Adicionalmente, una mayor profundización puede lograrse a través de mayor oferta, que podría ser generada, por ejemplo, por el avance en los procesos de privatización en los cuales los inversionistas se mostraron interesados y otras medidas discutidas en cuanto a este aspecto en un capítulo especial de la Misión.

Un mayor nivel de *disclosure* de los emisores, es indispensable para promover la transparencia en el mercado. Esto puede lograrse, por ejemplo, a través del requisito de publicar los balances consolidados de los emisores de acciones, complementándose con la exigencia de información a las compañías no inscritas en bolsa.

Como se mencionó antes, la actividad de los comisionistas de bolsa en Colombia no cuenta con la capitalización adecuada ni con las capacidades técnicas suficientes para satisfacer las necesidades de los fondos de inversión extranjera. Los inversionistas extranjeros cuestionan algunas prácticas toleradas y los bajos requerimientos profesionales de los comisionistas.

Por ello debe facilitarse el proceso de aprobación de los fondos, mediante la eliminación de la traducción, consularización y demás obstáculos a la autorización automática.

VI. NUEVOS PRODUCTOS: TITULARIZACIONES, PROJECT FINANCE Y LEASING HABITACIONAL

1. Titularizaciones¹

La titularización es una alternativa de financiamiento que implica la emisión de títulos valores respaldada en diferentes tipos de activos. La diferencia principal entre la titularización y la emisión tradicional de deuda o capital accionario, es el respaldo de los instrumentos financieros por el valor y flujo proveniente de un portafolio o activo específico y determinado, sin respaldo adicional por parte del emisor. La titularización puede tener como objeto la emisión de títulos valores de contenido crediticio o de participación.

Este instrumento puede estar respaldado en un activo presente, como un inmueble o futuro, como los son ingresos por tarifas, peajes u otros relacionados con un proyecto a ser construido. En algunos casos los flujos son indeterminados, es decir, dependen de la realización y operación del proyecto (aunque cuentan usualmente con garantías directas o indirectas). El esquema de la titularización involucra generalmente un esquema en el cual un grupo de activos es transferido de un desarrollador u originador a una entidad de objeto específico o una compañía proyecto que, a su vez, emite los títulos valores respaldados en el valor y flujo de los activos transferidos.

La titularización de activos, bajo esquemas regulatorios, tributarios y financieros distintos, ha surgido como una alternativa importante en los países desarrollados, especialmente en el mercado hipotecario de los EE.UU., el Reino Unido y Francia. Los esquemas usados han incluido principalmente los créditos hipotecarios de vivienda, las carteras de tarjetas de crédito, la cartera comercial de empresas no-financieras, los créditos de consumo, los cánones de leasing, los inmuebles, las acciones y los flujos provenientes de proyectos de infraestructura.

Esta alternativa de inversión puede traer beneficios específicos a los emisores e inversionistas. Para los emisores puede

La titularización implica la emisión de títulos valores respaldada por el valor y flujo proveniente de un portafolio o activo específico.

La titularización de activos ha incluido principalmente los créditos hipotecarios de vivienda, las carteras de tarjetas de crédito, la cartera comercial de empresas no-financieras, los créditos de consumo, los cánones de leasing, los inmuebles, las acciones y los flujos provenientes de proyectos de infraestructura.

¹ Esta sección se basa en el trabajo de Selfinver (1996) elaborado para la Misión.

significar entre otros: (i) reducción de las necesidades de capital y de los costos de financiamiento, (ii) redistribución y diversificación de riesgos, (iii) diversificación y ampliación de las fuentes de financiamiento, y (iv) mayor rotación de activos. Para los inversionistas, los principales beneficios incluyen: (i) posibilidad de mejores retornos, (ii) mejores posibilidades de evaluación de inversiones y diversificación de riesgos, (iii) ampliación de las alternativas de inversión, y (iv) acceso a novedosos instrumentos líquidos.

En Colombia la legislación sustantiva se encuentra ampliamente desarrollada, al punto que es comparable con la de los países más avanzados en la materia. Las principales definiciones se encuentran contenidas en la Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores. Colombia cuenta con un completo desarrollo normativo donde elementos centrales como los vehículos para efectuar las titularizaciones y conseguir un efectivo aislamiento de los activos titularizados del resto de activos del originador se encuentran convenientemente definidos. Sin embargo, las reglamentaciones contables son aun escasas y sujetas a agudas controversias. Lo anterior, especialmente por las provisiones de cubrimiento requeridas para la titularización de la cartera financiera.

La titularización en Colombia se ha concentrado en tres tipos de activos: inmuebles y proyectos inmobiliarios, cartera de instituciones financieras y cartera de empresas industriales. El monto total de las ofertas públicas aprobadas de procesos de titularización a agosto de 1995, según datos de la Superintendencia de Valores, era de \$216 mil millones. La relativa homogeneidad, seguridad y existencia de una base amplia de estadísticas (que permite calcular flujos y riesgos) hace de la cartera hipotecaria de vivienda el activo titularizable por excelencia. Por otra parte, continuamente el mercado está identificando otros activos que presentan características similares y que constituyen buenas oportunidades de titularización.

De acuerdo con una encuesta desarrollada para la Misión, el mecanismo de titularización cuenta con un ambiente favorable por parte de originadores en el sector financiero e inmobiliario. Existen algunas expectativas en entidades del sector real, entidades territoriales y concesionarios de obras de infraestructura. Por las características de los títulos, las mayores posibilidades de desarrollo se encuentran en las carteras del sector financiero, especialmente la hipotecaria de vivienda, y en los flujos de las obras de infraestructura, en aquellos casos en que el Estado, a través de diversos mecanismos, garantiza un flujo mínimo o aumenta la predicibilidad de los flujos. Una primera aproximación al monto de activos titularizables muestra

En Colombia la legislación sustantiva se encuentra ampliamente desarrollada.

La titularización en Colombia se ha concentrado en tres tipos de activos: inmuebles y proyectos inmobiliarios, cartera de instituciones financieras y cartera de empresas industriales.

El monto de activos titularizables muestra que en Colombia existe un potencial de \$15 billones.

que en Colombia existe un potencial \$15 billones con previsibilidad de flujo, las suficientes bases estadísticas que permitan cuantificar los riesgos, y la homogeneidad requerida por este mecanismo.

Dentro del mercado del inversionista institucional, las características de seguridad y rentabilidad del instrumento son claramente percibidas y se podría esperar una destacada participación de las titularizaciones en sus portafolios en caso de existir una oferta suficiente. Sin embargo, un desarrollo rápido de estas emisiones en el corto plazo tropezaría con la limitación de posibilidades de inversión de los inversionistas institucionales. Para lograr una ampliación del volumen que podría ser absorbido por los inversionistas, es necesario el desarrollo de un activo y eficiente mercado secundario para estos títulos, reduciendo gradualmente las limitaciones de inversión establecidas, y simultáneamente ampliando la capacitación sobre la estructuración de titularizaciones y el manejo adecuado de portafolios.

De acuerdo con lo anterior, una cuantificación preliminar del monto que los inversionistas institucionales podrían invertir en títulos con las características de las titularizaciones presenta un monto aproximado de \$850 mil millones. La diferencia entre el potencial de emisión y la capacidad de inversión refleja el desbalance típico de una economía en desarrollo y particularmente la estrechez del mercado de capitales en Colombia.

Para el desarrollo del mecanismo de titularizaciones la Misión considera necesario:

- Desarrollar y definir una metodología para el cálculo de los índices de siniestralidad para diferenciar y cuantificar los riesgos más importantes a que están expuestos los activos titularizables.
- Complementar ciertos vacíos existentes en las normas y en las regulaciones, así como diseminar la información correspondiente a todas las instancias y el personal de los entes regulatorios y de vigilancia. Esta recomendación, está basada en la necesidad de clarificar ciertos aspectos relativos a los patrimonios autónomos tales como su independencia contable de los estados financieros del originador (Balance General y P & G) en caso de insolvencia de éste.
- Solicitar el máximo esfuerzo para que, en los procesos de calificación de los títulos por parte de las sociedades calificadoras de valores, se calcule el riesgo inherente a los activos titularizados independientemente del resto de los activos del originador.

Para lograr una ampliación del volumen que podría ser absorbido por los inversionistas, es necesario el desarrollo de un activo y eficiente mercado secundario para estos títulos.

- Continuar con el proceso de reglamentación contable de los diversos tipos de titularización (cartera del sector real, cánones de leasing, inmuebles y proyectos de construcción, flujos futuros, etc.) y definir con exactitud la metodología para su valoración dentro de los portafolios.
- Revisar la reglamentación sobre el cálculo de la ponderación por riesgo de las carteras titularizadas del sector financiero.
- Promocionar la creación de sociedades titularizadoras que asuman la totalidad de los riesgos correspondientes a los activos titularizados.

2. Financiación de Proyectos de Infraestructura

En términos generales, todos los esquemas de financiación estructurada de proyectos de infraestructura reflejan una financiación por fuera del balance del desarrollador o promotor del proyecto, ya que la emisión de participación en la compañía proyecto, o la emisión de deuda para financiar el proyecto, son respaldados por el flujo y los activos del mismo proyecto. Sin embargo, la falta de predicibilidad de los flujos de los proyectos, su alto riesgo, y su largo período de maduración, implican que estos esquemas requieren de mecanismos de cubrimiento de riesgo y garantías adicionales.

La financiación privada de proyectos de infraestructura a través de esquemas de "*project finance*" incluye, por ejemplo, la construcción y operación de plantas de generación eléctrica, gasoductos y concesiones viales. En el caso de estos últimos, también se puede considerar como opción la titularización de la deuda o de una participación del proyecto una vez esté en operación, con base en los peajes y el tráfico esperado. Este último esquema podría constituirse en una fuente importante para el desarrollo del mercado de capitales colombiano, dado el tamaño de los proyectos y la eliminación del riesgo de construcción.

Las crecientes necesidades en estos sectores, así como los cambios introducidos que buscan financiar gran parte de estos proyectos con la participación de inversionistas particulares, abren un posible espacio para colocar instrumentos financieros en el mercado local de capitales. El análisis elaborado para la Misión por Herz (1996) se centra en esquemas, instrumentos y procedimientos que permitan financiar en el mercado local de capitales las altas inversiones que el Gobierno Nacional se ha propuesto para los próximos años en materia de infraestructura. En este sentido, se identifican de manera general, las condiciones y los esquemas financieros que permitan colocar instrumentos

Los esquemas de financiación estructurada de proyectos de infraestructura reflejan una financiación por fuera del balance del desarrollador o promotor del proyecto.

El "*project finance*" se puede utilizar para la construcción y operación de plantas de generación eléctrica, gasoductos y concesiones viales.

de deuda o capital en el mercado local de capitales para financiar un monto importante de proyectos a través del mercado interno de valores, teniendo en cuenta y solucionando los problemas encontrados en los proyectos hasta ahora adelantados. En especial, se destacan posibles esquemas de asignación de riesgos, considerando que estos esquemas son flexibles y dependen de la madurez de la regulación actual y de la experiencia con los procesos de financiación privada ya existente en el país.

Los planes existentes para la financiación de proyectos de infraestructura con participación privada son amplios y ambiciosos, y como tales señalan un potencial importante para profundizar el mercado local de capitales. Sin embargo, los riesgos inherentes a los proyectos y la falta de conocimiento por parte de los demandantes requieren clarificar y fijar contractualmente la asignación y mitigación de estos riesgos. El análisis sugiere unas bases para la distribución de los diferentes riesgos entre los agentes. Para aquellos asumidos por el Estado, se deben crear esquemas de garantías que aseguren la liquidez necesaria y el pago oportuno una vez ocurra el siniestro.

Resulta factible e importante en el actual estado de desarrollo del programa de financiación privada de infraestructura, dado el interés de profundizar el mercado de capitales, crear apoyo institucional para instrumentos de garantías y de participación directa del Estado. En este sentido, se puede pensar en la creación de una entidad o fondo con un doble propósito: por un lado, otorgar garantías y mejorar la rentabilidad de los proyectos, así como la predicibilidad de los flujos a través de instrumentos específicos que faciliten el financiamiento privado; por otro lado, colocar instrumentos de deuda y capital directamente por parte del fondo, que amplíen así la oferta en el mercado.

Los productos que debe proveer el fondo sugerido deben incluir instrumentos contingentes o de garantías ante posibles siniestros así como instrumentos de participación financiera directa por parte del Estado. Los primeros incluyen, por ejemplo, (i) garantía de refinanciación después del financiamiento inicial del proyecto; (ii) garantía de acceso a divisas para el repago del proyecto; (iii) una facilidad que permita a los inversionistas escoger entre el repago de los intereses en moneda local o extranjera; y (iv) garantías de obligaciones de pago de entidades estatales, como seguro de última instancia.

Por su parte, algunos mecanismos de participación directa del Estado, que pueden reducir la percepción de riesgo de los inversionistas y, a la vez, mejorar la rentabilidad del proyecto, incluyen: (i) fondos de deuda para infraestructura; (ii) participación directa del Estado; y (iii) participación temporal del Estado.

Los planes existentes con participación privada señalan un potencial importante para profundizar el mercado local de capitales.

Se requiere crear una entidad o fondo con un doble propósito: por un lado, otorgar garantías y mejorar la rentabilidad de los proyectos, por otro lado, colocar instrumentos de deuda y capital directamente, que amplíen así la oferta en el mercado.

Es menester identificar aquellos obstáculos legales que limitan la entrada de inversionistas locales o extranjeros para financiar esta clase de proyectos en el mercado local de capitales. Por un lado, cabe destacar que las recientes normas legales sobre concesiones y participación privada de infraestructura están consagradas principalmente en el Estatuto de Contratación del Estado (Ley 80 de 1993), así como en la Ley de Transporte (Ley 105 de 1993), la Ley Eléctrica (Ley 143 de 1994), y la Ley de Servicios Públicos Domiciliarios (Ley 142 de 1994). En términos generales, las leyes han creado un marco normativo que permite y facilita que una entidad estatal contratante ceda el derecho de la prestación, operación o explotación de un servicio público. Por su parte, también quedan cubiertos los esquemas de construcción, explotación o conservación de una obra o bien de uso público por cuenta y riesgo del concesionario.

Para facilitar la financiación de proyectos en el país, es importante eliminar las actuales cláusulas exorbitantes. En el más inmediato plazo, es importante ampliar, en la medida de lo posible, la aplicación del derecho privado en el proceso licitatorio y contractual de las concesiones en infraestructura con la ventaja de una mayor flexibilidad para asegurar la financiación requerida. Adicionalmente, sería importante que el Estado emitiera regulaciones generales sobre las normas legales que estipulan la necesidad de mantener el equilibrio económico de los contratos de concesión y las condiciones de indemnización mientras existan las cláusulas exorbitantes de terminación, modificación o terminación unilateral, o en casos de caducidad y reversión. Si bien los aspectos mencionados anteriormente pueden ser pactados en cada caso a través del contrato correspondiente, unos lineamientos básicos emitidos por el Ministerio de Hacienda como fórmula general serían de suma importancia para establecer una mayor claridad y estabilidad.

Otra área con problemas específicos es la presupuestación de las garantías o indemnizaciones del Estado. En una primera instancia resulta oportuno reglamentar las garantías en el sentido tradicional vs. pasivos contingentes en los que incurrir las entidades contratantes. Lo anterior resulta de suma importancia, para imponer una mayor disciplina en los usos de garantías en las contrataciones de financiación, construcción y operación privada de proyectos de infraestructura. En este mismo sentido, es importante mencionar que, según lo estipulado, ninguna autoridad estatal puede contraer obligaciones sobre apropiaciones inexistentes, o en exceso de un saldo disponible, sin la autorización del CONFIS, para comprometer vigencias futuras. En este sentido, siempre y cuando se usen vigencias futuras para las indemnizaciones o garantías en mención, resulta importante establecer de manera reglamentaria que la apropiación

Para facilitar la financiación de proyectos en el país, es importante eliminar las actuales cláusulas exorbitantes y ampliar en la medida de lo posible la aplicación del derecho privado en el proceso licitatorio y contractual de las concesiones de infraestructura.

correspondiente haya sido aprobada por el CONFIS antes de iniciar el proceso licitatorio, como parece ser la intención de la recientemente expedida Ley Orgánica de Presupuesto. Lo anterior otorga seguridad a los inversionistas y permite al Estado cuantificar las garantías de antemano.

Por otro lado, si las garantías se establecen a través de cupo de endeudamiento, es importante asegurar un desembolso oportuno cuando ocurra el siniestro correspondiente, a través de vehículos financieros, que sirvan de puente de liquidez o recursos entregados en administración fiduciaria para tal fin. Con respecto a este último punto, vale la pena destacar que se debe proceder a eliminar las dudas existentes sobre el uso de fiducias mercantiles para la administración y el manejo de recursos fiscales.

Finalmente, con respecto al tema presupuestal, es importante aclarar los aspectos que permiten el recaudo de tasas legales, como peajes o tarifas, por parte del inversionista privado. Este flujo de caja, si bien, en algunos casos debe ser presupuestado como ingreso público, debe entrar directamente al proyecto para permitir un repago inmediato de la deuda. Este aspecto no ha creado problemas actualmente en Colombia, sin embargo su aclaración regulatoria despejaría posibles incertidumbres.

Es preciso destacar que la normatividad vigente no consagra un tratamiento fiscal concreto y específico para la financiación de proyectos a través de los esquemas aquí contemplados. Lo anterior implica, que se viene aplicando lo establecido para cualquier tipo de sociedad, a pesar de que los proyectos de infraestructura tienen por lo menos tres aspectos importantes y especiales que cabe destacar: (i) una etapa de altos costos sin ingresos, (ii) un período inicial con alta liquidez de caja pero limitadas utilidades, y (iii) una duración limitada en el tiempo, por lo cuál los inversionistas pretenden poder distribuir excesos de caja lo antes posible.

En este sentido, la aplicación de las normas financieras, contables y tributarias generales limitan la posibilidad de liquidez para los socios de las compañías-proyecto, cuya existencia está limitada por el período de la concesión. Uno de los principales inconvenientes que para la compañía-proyecto contiene la aplicación de estas normas generales, está relacionado con las disposiciones que reducen el flujo de caja, y por ende la capacidad de repago de la deuda y de "girar" utilidades a los inversionistas o desarrolladores. Algunas disposiciones al respecto incluyen retenciones en la fuente, anticipo sobre el impuesto a la renta, generación de reservas mínimas para cumplir con lo establecido en las normas legales, entre otras.

Con respecto a estos puntos, vale la pena pensar en condiciones tributarias que permitan a las compañías-proyecto aplicar normas especiales, especialmente en la fase de construcción, y, posiblemente, en la etapa inicial de operación. Adicionalmente, deben ser revisadas posibles fórmulas que amplíen la posibilidad de repartir excedentes de flujo de caja a los inversionistas aún cuándo no se producen utilidades. Estas normas no buscan subsidios, sino aplicaciones especiales para las circunstancias en el tiempo de las compañías-proyecto.

Con respecto a las regulaciones sectoriales, es importante anotar que muchas de las normas establecidas son recientes y aún no es factible considerar todas las implicaciones existentes. Sin embargo, cabe especificar, de manera muy general, que la estabilidad y transparencia de las regulaciones resulta en esta etapa inicial, especialmente en los sectores de energía eléctrica y gas, más importante que ajustes o cambios constantes. Sin embargo, es necesario ampliar las regulaciones existentes con desarrollos complementarios, que le otorguen mayor claridad, estabilidad y seguridad al inversionista. De manera similar, es importante establecer claridad y estabilidad a mediano y largo plazo en materia de tarifas para los servicios públicos. En especial, debe contemplarse una política de cubrimiento de los costos marginales de largo plazo, y una política que logre el saneamiento financiero de las entidades públicas y privadas en los sectores en mención. Finalmente, es menester recalcar la necesidad de clarificar los esquemas procedimentales y de cubrimiento de sobre costos de construcción en el sector transporte.

Esquemas que promocionen e incentiven el uso de instrumentos financieros en el mercado local de capitales en la financiación de proyectos de infraestructura, pueden ser de índole muy distinta. Sin embargo, es importante que el país y sus autoridades tengan conciencia del costo adicional que significa una mayor financiación en el mercado local de capitales. Lo anterior, es el caso por las primas mayores que se requerirán inicialmente para promover una participación de inversionistas en proyectos con altos riesgos, largos períodos de maduración y sin pleno conocimiento de las implicaciones regulatorias en cada sector. Esto puede ser el caso en una fase inicial de aprendizaje por parte de los inversionistas locales. En el mediano y largo plazo, sin embargo, el mercado local podría significar una fuente altamente competitiva, pues el mayor costo mencionado, podría ser compensado con una menor consideración de riesgos relacionados con el factor soberano, así como la eliminación de riesgos cambiarios y de convertibilidad. Una alternativa factible es la de combinar esquemas de financiación externa e interna, estableciendo esquemas promocionales para esta última.

Vale la pena pensar en condiciones tributarias que permitan a las compañías-proyecto aplicar normas especiales, especialmente en la fase de construcción, y, posiblemente, en la etapa inicial de operación.

La estabilidad y transparencia de las regulaciones resulta en esta etapa inicial, especialmente en los sectores de energía eléctrica y gas, más importante que ajustes o cambios constantes.

Esquemas proactivos para promover la financiación de proyectos de infraestructura a través del mercado local de capitales incluyen: (1) obligaciones, estipuladas en los pliegos de licitación, de involucrar esquemas para el desarrollo del mercado de capitales bien sea a través de instrumentos de capital o de deuda; (2) puntajes adicionales en la evaluación de las propuestas que incluyen estos instrumentos; y (3) otorgamiento de garantías, sólo si se tienen en cuenta esquemas de desarrollo del mercado local de capitales. En términos generales, es recomendable usar esquemas que dejan a los desarrolladores privados un mayor grado de libertad. En vez de obligaciones o condicionamientos, es más factible otorgar "premios" para propuestas que incluyan componentes dirigidos hacia el mercado local de capitales, tales como puntajes adicionales, o si se quiere establecer mecanismos más proactivos, se pueden otorgar ventajas tributarias adicionales (por ejemplo reducción o deducción del impuesto de renta) para esquemas de desarrollo del mercado de capitales.

Finalmente, en una fase de transición y ampliación hacia la financiación local de proyectos de infraestructura el Estado puede crear mecanismos directos para dinamizar el mercado de capitales a través de la colocación de títulos de participación en el fondo de garantías arriba mencionado, o la creación de un banco de inversión especializado cuyas acciones podrían ser colocadas en el mercado de capitales. Adicionalmente, y de acuerdo con los esquemas mencionados, el Estado puede contemplar la promoción de fondos especializados en la inversión en diferentes sectores de infraestructura. Estos fondos, a su vez, podrían canalizar recursos de deuda como de capital obtenidos en el mercado público. Se deben crear las condiciones para que agencias de crédito establecidas en el país incluyan la calificación de proyectos dentro de los productos ofrecidos. La calificación de riesgo de los proyectos de infraestructura sería un elemento importante para posibilitar la participación de inversionistas institucionales en esta clase de financiaciones en el mercado local.

En resumen, proyectos de infraestructura financiados por inversionistas particulares pueden ser, al menos en el mediano plazo, una fuente importante para ampliar la oferta de instrumentos a largo plazo en el mercado de capitales. Dadas las características de riesgo y plazo, el mercado puede estar inclinado a demandar inicialmente otros instrumentos menos complicados. De ahí, se deduce la necesidad de: (i) establecer esquemas claros de procedimientos licitatorios; (ii) establecer fórmulas generales para la mitigación de riesgos y para garantías por parte del Estado, (iii) eliminar restricciones y obstáculos

Se pueden otorgar ventajas tributarias adicionales (por ejemplo reducción o deducción del impuesto de renta) para esquemas de desarrollo del mercado de capitales.

El Estado puede crear mecanismos directos para dinamizar el mercado de capitales a través de la colocación de títulos de participación en el fondo de garantías.

Se deben crear las condiciones para que agencias de crédito establecidas en el país incluyan la calificación de proyectos dentro de los productos ofrecidos.

normativos a esta clase de financiación, (iv) crear esquemas de promoción de índole reglamentaria e institucional para fomentar la participación del público en la financiación de proyectos de infraestructura en el mercado local de capitales.

3. El Leasing Habitacional en Colombia

El déficit habitacional en la mayoría de los países latinoamericanos, incluido Colombia, ha sido creciente en los últimos años. Chile ha sido una interesante excepción donde la política de vivienda ha buscado complementar las acciones del Estado con instrumentos de oferta y demanda, con la activa participación del sector privado. Esto le ha permitido tener un déficit habitacional decreciente. En los últimos 5 años en Chile se ha venido diseñando un instrumento novedoso de financiamiento de vivienda para los sectores de más bajos ingresos, denominado "leasing habitacional", dirigido a aquellas familias que tienen vivienda arrendada sin la capacidad de ahorro para una cuota inicial. Este instrumento tiene una conexión estrecha con el mercado de capitales a través de dos canales: la titularización de los flujos de los arrendamientos y la conformación de Fondos de Ahorro y Vivienda especializados que invierten el ahorro de los arrendatarios en el mercado de capitales.

No se trata del instrumento tradicional del leasing inmobiliario, sino de una adecuación especial para la vivienda social. La principal ventaja del leasing habitacional consiste en que no se requiere cuota inicial para comprar vivienda, lo cual es muy apropiado para los sectores de más bajos ingresos. Si bien el pago inicial del subsidio completo puede ser más oportuno desde el punto de vista de política sectorial, esta alternativa contempla un desarrollo del mercado de capitales a través de pagos diferidos en el tiempo.

Pese a los esfuerzos realizados por los últimos gobiernos, el país tiene un déficit habitacional cualitativo y cuantitativo de alrededor de 2 millones de viviendas. Este déficit podría ser creciente si no se adoptan soluciones audaces que contribuyan a una reducción significativa en un período razonable.

3.1 Condiciones para la puesta en marcha en Colombia del leasing habitacional

a. Condiciones Financieras

Para que un importante segmento de demandantes potenciales de vivienda acceda al sistema de leasing habitacional, las condiciones financieras más importantes identificadas por la Misión son las siguientes:

El "leasing habitacional" está dirigido a aquellas familias que tienen vivienda arrendada sin la capacidad de ahorro para una cuota inicial.

El país tiene un déficit habitacional cualitativo y cuantitativo de alrededor de 2 millones de viviendas.

- Niveles decrecientes de inflación.
- Ingresos reales crecientes (con ello es posible introducir algún escalamiento en las cuotas mensuales que permita reducir la proporción de éstas dentro de los ingresos mensuales).
- Mantener un sistema de subsidio que se entregue al principio del contrato de leasing, con el fin de reducir los requerimientos de cuota mensual.
- Diseñar un esquema de leasing con opción de compra del 10% para reducir el monto de las cuotas mensuales.

Dentro de estas condiciones, se encuentra que hay un segmento que hoy destina al arrendamiento una proporción similar de su ingreso a la que destinaría en cuotas mensuales dentro de un contrato de leasing y manteniendo una proporción razonable entre el pago por arrendamiento y el avalúo de la propiedad. Es conveniente cuantificar en estudios posteriores el tamaño de este segmento de arrendatarios.

b. Condiciones Institucionales

Es deseable utilizar, en lo posible, entidades existentes para el cumplimiento de las diferentes funciones en la práctica del instrumento. Sin embargo, es necesario prever, que las entidades existentes deberán especializarse y profesionalizarse suficientemente para el éxito de su puesta en marcha. Para la definición preliminar del tipo de entidades que pueden participar en el desarrollo del leasing habitacional en Colombia se sugiere tener en cuenta los siguientes criterios básicos:

- Las entidades que realicen las funciones inmobiliarias deben ser entidades con capacidad profesional en el manejo financiero de instrumentos como la titularización y al mismo tiempo disponer de la capacidad operativa para asegurar una buena administración de los inmuebles de su propiedad durante la larga vida de los contratos de leasing.
- Aunque cualquier entidad financiera de crédito estaría en la posibilidad de administrar cuentas de ahorro y su inversión, este instrumento debería propiciar ante todo el fortalecimiento del mercado de capitales en el país.
- El esquema institucional debería ser lo más flexible posible en el sentido de que permita a muchas entidades afines transformarse o especializarse en la función respectiva dentro del sistema que se diseñe.

Las sociedades inmobiliarias deberían ser especializadas y tener la capacidad profesional para participar en el mercado de capitales, así como estar suficientemente capitalizadas. Sus principales fuentes de recursos serían el capital propio, la emisión de bonos, el crédito, y la captación. Con todo, la titularización debe ser el instrumento preferido (los títulos pueden ser emitidos por sociedades fiduciarias).

Podrían cumplir las funciones de las sociedades inmobiliarias, entre otras, las siguientes entidades (adecuando sus niveles actuales de capital):

- Sociedades inmobiliarias especiales que se creen para el efecto con requisitos legales preestablecidos.
- Las Corporaciones de Ahorro y Vivienda.
- Filiales constituidas por las Compañías de Financiamiento Comercial especializadas o no en leasing.

Una posible organización del sector implicaría que las entidades financieras administrarían las cuentas de los usuarios, efectuarían el recaudo, asignarían los recursos a la entidad correspondiente, enviarían los extractos y cobrarían las comisiones. Esta función puede ser desarrollada en Colombia, por ejemplo, por los bancos, las corporaciones de ahorro y vivienda, las compañías de financiamiento comercial y las corporaciones financieras. Sin embargo, se requiere una red con una amplia cobertura geográfica, lo cual coloca a los bancos y a las Corporaciones de Ahorro y Vivienda en una mejor posición para este servicio. Se podría pensar en que la función de invertir las cuotas de ahorro de los arrendatarios en títulos valores del mercado de capitales pueda ser desarrollada por las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías y por las sociedades fiduciarias creando fondos especializados.

c. Condiciones legales

Se considera absolutamente necesario introducir en la legislación colombiana la figura del "leasing habitacional" tal como se ha entendido en este contexto (dirigida a resolver masivamente el problema habitacional de los sectores de más bajos ingresos). Esto con el fin de evitar la necesidad de aplicar otras normas vigentes, por ejemplo en materia de arrendamientos o de contratos de leasing, que harían inoperante el nuevo sistema. Esto de por si requeriría una ley.

Aunque existen entidades en Colombia con funciones afines a las de las "sociedades inmobiliarias", tales como las corpo-

raciones de ahorro y vivienda y las compañías de financiamiento comercial especializadas en leasing, sería necesario darles legalmente las atribuciones necesarias para celebrar los contratos de leasing habitacional. Si se tratase de entidades nuevas, también se requerirían normas legales especiales.

Para administrar las cuentas de ahorro por parte de las entidades financieras no se requerirían autorizaciones especiales. Las sociedades administradoras de los fondos de pensiones y cesantías requerirían una autorización legal especial para administrar los fondos de ahorro y vivienda. Dado lo anterior, las alternativas legales disponibles son las siguientes:

- Introducir modificaciones legales parciales, pero tipificando mediante ley el contrato de leasing habitacional.
- Utilizar el instrumento de la titularización para desarrollar todo el proceso.
- Someter al Congreso un proyecto de ley especial, para definir un marco legal integral, que no deje áreas grises en ninguno de los campos relevantes.

VII. INSTRUMENTOS DE COBERTURA DE RIESGO Y MERCADOS SOBRE EL MOSTRADOR

El desarrollo de cualquier actividad cuyos resultados sólo se puedan conocer en el futuro comprende necesariamente la existencia de riesgos, ya que es imposible anticipar la evolución de variables relevantes. En particular, la presencia de incertidumbre afecta negativamente la actividad económica y el bienestar, en la medida en que no se llevan a cabo proyectos deseables, con capacidad de generar crecimiento en el futuro. Los recursos no destinados a estos proyectos se canalizan entonces hacia usos alternativos que posiblemente no son los mejores, de forma tal que también resulta distorsionada la asignación de recursos en la economía.

Es necesario tener en cuenta que el impacto potencial del riesgo depende del grado de aversión al mismo que tengan los agentes. Los especuladores, por ejemplo, encuentran en situaciones riesgosas posibilidades de obtener beneficios y actúan en consecuencia. Sin embargo, en el agregado los agentes son, en mayor o menor grado, aversos al riesgo. Lo anterior implica que la economía se beneficia de la existencia de mecanismos que permitan contrarrestar riesgos en la medida en que, en el neto, se hace viable un número positivo de proyectos que en condiciones de riesgo descubierto no se llevarían a cabo. Como corolario, la asignación de recursos se torna más eficiente.

Si en el esfuerzo de contrarrestar o cubrir el riesgo participa un gran número de agentes, es posible crear mercados eficientes donde las demandas y ofertas de posibilidades de cobertura son amplias. Arrow y Debreu, por ejemplo, demostraron que en un mundo ideal donde existieran mercados y títulos para todas las futuras contingencias, los individuos podrían construir portafolios de cobertura que asignarían eficientemente recursos y riesgos en la economía como un todo. Se lograría incluso replicar los resultados (precios y cantidades) de una economía bajo competencia perfecta en ausencia de riesgo.

Sin embargo, en el mundo real no existen mercados para todo tipo de contingencias, de manera que el riesgo no puede ser cubierto completamente. Por esta razón, para mejorar la asignación de recursos y elevar el bienestar es necesario mejorar las posibilidades de cobertura. En la Parte III ya se realizó una

El riesgo distorsiona la asignación de recursos en la economía.

Por lo tanto, la cobertura de riesgos eleva el bienestar de la sociedad.

aproximación a la cuantificación del impacto del riesgo en la economía colombiana, a través de la inversión. En este capítulo se analizan los instrumentos de cobertura actualmente existentes en Colombia y se propone la creación de otros mecanismos aún no disponibles en el país.

1. Los riesgos en la economía colombiana

El riesgo es un fenómeno relacionado con el futuro y como tal debe medirse a partir de variables que miren hacia adelante. Por ejemplo, la evolución del precio de una opción, que es un producto que da el derecho a comprar o vender un activo en el futuro, permitiría cuantificar el riesgo. Sin embargo, en Colombia no existen opciones, ni herramientas similares, razón por la cual es necesario recurrir a mediciones alternativas de riesgo, inevitablemente relacionadas con hechos ya pasados. Una posibilidad es suponer que las variables económicas son generadas por procesos estocásticos. El riesgo, entonces, se calcula como la desviación estándar o volatilidad de la variable escogida¹.

Con base en la comparación del riesgo asociado con la inflación, la devaluación y el rendimiento bursátil, construidos a partir de datos mensuales, para un grupo de países latinoamericanos se puede decir que Colombia es en términos macroeconómicos la economía más estable y, por lo tanto, la más predecible.

Cómo se aprecia en los gráficos VII.1 a VII.4, Colombia exhibe la menor volatilidad en las tasas de inflación con relación a la devaluación y a los retornos bursátiles, analizados a partir de la información recogida en Harvey (1995) para el período 1976-1992 (Cuadro VII.1). Colombia es el mercado emergente de América Latina más rentable y menos volátil o riesgoso (un resultado similar se obtiene al analizar una muestra de 26 países desarrollados y en desarrollo durante el período 1985-1992 (Gráfico VII.5)). Sin embargo, las autocorrelaciones de primer orden revelan que los retornos en Colombia son los más predecibles, factor que lejos de ser positivo revela un alto grado de imperfección del mercado.

Sin embargo, el análisis del riesgo en la economía colombiana, no se debe limitar únicamente a las comparaciones internacio-

Gráfico VII.1
VOLATILIDAD INFLACION ANUAL
(Desviación estándar últimos 12 meses)

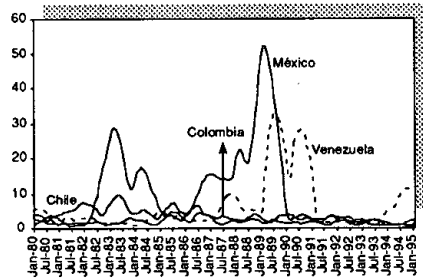


Gráfico VII.2
VOLATILIDAD INFLACION ANUAL
(Desviación estándar últimos 12 meses)

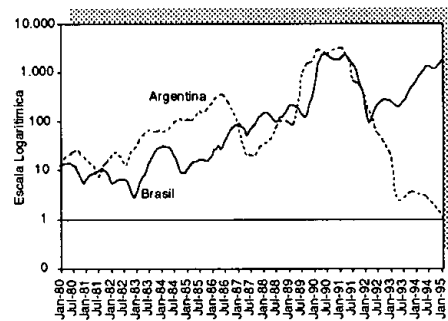


Gráfico VII.3
VOLATILIDAD DEVALUACION ANUAL
(Desviación estándar últimos 12 meses)

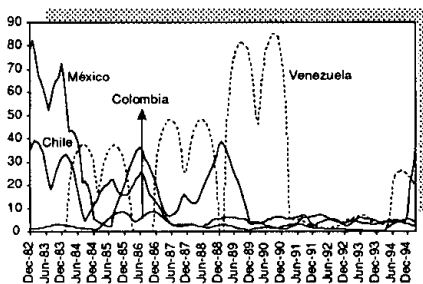
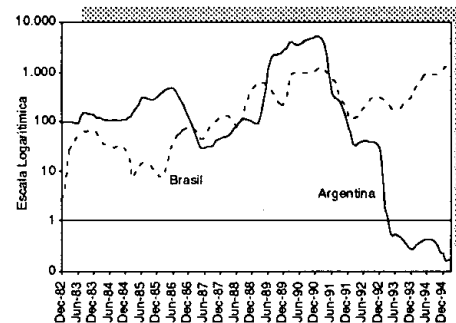


Gráfico VII.4
VOLATILIDAD DEVALUACION ANUAL
(Desviación estándar últimos 12 meses)



¹ Una medida alternativa, ampliamente utilizada, es el coeficiente de variación (desviación estándar dividida por la media), el cual hace comparable la volatilidad o riesgo de dos o más variables medidas en escalas distintas. Sin embargo, cuando se utilizan las variables definidas en términos de tasas de crecimiento es preferible utilizar la desviación estándar (el coeficiente de variación resulta demasiado alto para variables cuyo promedio de crecimiento sea cercano a cero).

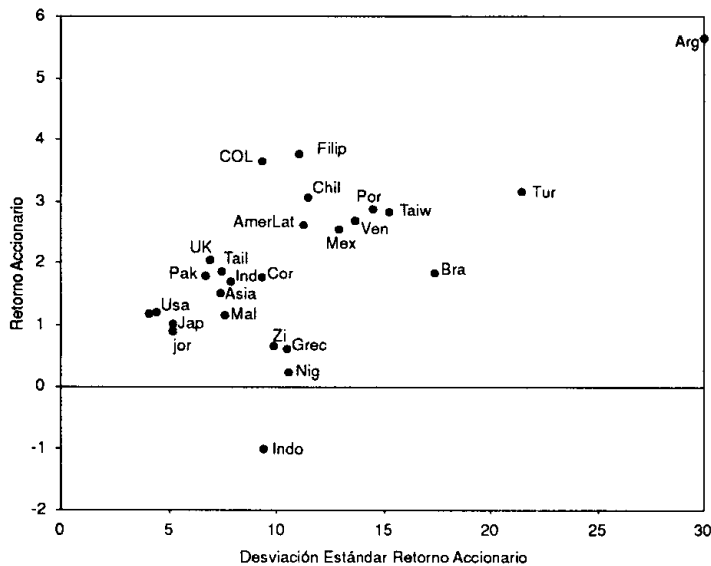
Cuadro VII.1 COMPORTAMIENTO DE LOS RETORNOS BURSATILES EN AMERICA LATINA

	Inicio de la muestra	Promedio geométrico	Desviación estándar	Autocorrelación de primer orden
Argentina	Enero de 1976	27.02	105.06	0.05
Brasil	Enero de 1976	4.71	60.83	0.03
Chile	Enero de 1976	30.90	39.84	0.17
México	Enero de 1976	19.02	45.00	0.25
Venezuela	Enero de 1985	26.23	47.52	0.27
Colombia	Enero de 1985	40.27	32.57	0.49

Fuente: Harvey (1995).

nales. Es necesario conocer más a fondo la evolución de los diferentes riesgos macroeconómicos del país y establecer si existen relaciones entre ellos. Por ello, se construyeron bases de datos de periodicidad diaria para la devaluación, la tasa de interés real y el retorno bursátil; en el caso de la inflación, se elaboró una serie mensual. El Gráfico VII.6 muestra que esta última es la variable macroeconómica menos volátil o riesgosa del país (desviación estándar máxima inferior al 2.5%), seguida en su orden por la tasa de interés real, la tasa de devaluación y el IBB, que de lejos ha tenido el comportamiento más volátil en el pasado reciente² (ver Gráfico VII.7).

**Gráfico VII.5
RENTABILIDAD Y RIESGO EN ALGUNOS MERCADOS
ACCIONARIOS
(Promedios 1985-1992)**



Vale la pena comentar brevemente la evolución reciente de la tasa de cambio, cuyo manejo ha estado sujeto a importantes transformaciones con claras implicaciones en materia de riesgo. Desde la promulgación del Decreto 444 de 1968 hasta el 30 de junio de 1991, la devaluación nominal en Colombia se definió administrativamente y de acuerdo con el sistema de las minidevaluaciones. A partir del mes de julio de 1991 se inició un proceso de liberación del mercado de divisas en el país, que le dió a las fuerzas de la oferta y la demanda un mayor peso en la determinación del nivel de la tasa de cambio. El comportamiento de la devaluación se presenta en el Gráfico VII.8.

Por su parte, la volatilidad asociada a la devaluación (Gráfico VII.9) ha presentado tres etapas claramente diferenciadas. La primera, de una muy baja volatilidad, se extendió hasta el primer semestre de 1991. Posteriormente se inició una época de gran volatilidad cambiaria que terminó en el último trimestre de 1993 y que presentó un pico muy acentuado durante el tercer trimestre de 1992³. Finalmente, se presentó una estabilización de la volatilidad a partir de 1994, aunque en un nivel superior al registrado en la primera etapa (antes de julio de 1991). La coincidencia entre las transiciones de una etapa a la siguiente y los principales cambios que se han producido en materia de regulación cambiaria es indudable. La etapa de alta volatilidad estuvo antecedida por el fin de las minidevaluaciones y por la creación de una tasa de cambio "de mercado", determinada en bolsa de acuerdo con el descuento existente para la venta del certificado de cambio. La compra de éste en bolsa por parte del Banco de la República hacía posible garantizar un descuento máximo del título, con lo cual se creó implícitamente una "banda" cambiaria con un piso mínimo. Al lo largo de esta etapa de alta volatilidad, los períodos de volatilidad ascendente y luego descendente (a partir del tercer trimestre de 1992) guardan una estrecha relación con la inestabilidad de los flujos de capital hacia el país. Finalmente, la etapa de estabilización que se inició a comienzos de 1994 estuvo determinada por la adopción explícita de un sistema de bandas cambiarias deslizantes, el cual aún se encuentra en operación.

La evolución institucional del manejo de la tasa de cambio ha alterado notoriamente el riesgo cambiario a lo largo de esta década: actualmente hay un mayor riesgo que el que existía hace sólo unos años. La razón es que el riesgo inherente al

Gráfico VII.6
COLOMBIA: VOLATILIDAD INFLACION ANUAL
(Desviación estándar últimos 12 meses)

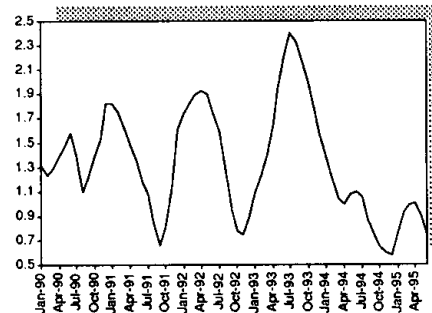


Gráfico VII.7
COLOMBIA: VOLATILIDAD DEVALUACION, RENDIMIENTO BURSATIL Y TASA DE INTERES
(Desviación estándar últimos 12 meses)

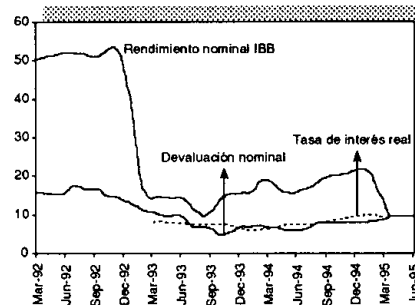
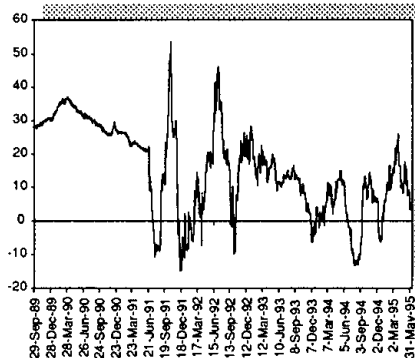


Gráfico VII.8
DEVALUACION NOMINAL
(Variación anualizada la tasa de cambio nominal de los últimos 90 días)



² La desviación estándar de la variación del rendimiento (trimestral) del IBB aquí presentado alcanzó niveles superiores al 50% durante 1992.

³ En los últimos meses de 1992 la volatilidad fue entre 6 y 8 veces superior a la que se observó con anterioridad a junio de 1991.

mercado cambiario era cubierto en buena parte por la intervención explícita del Banco Central.

Para determinar si existen relaciones entre los riesgos macroeconómicos en Colombia, se llevaron a cabo pruebas de cointegración. Los ejercicios no arrojaron resultados positivos, lo que implica que la eventual creación de un derivado para cubrir riesgos cambiarios, no servirá para cubrir el riesgo asociado con el mercado accionario. Es necesario, sin embargo, hacer una salvedad importante acerca de los resultados. La periodicidad diaria de las variables permitió hacer estimaciones con un gran número de observaciones, pero con el inconveniente de cubrir un período muy corto de tiempo (3 ó 4 años). Por lo tanto, la conclusión de la no existencia de cointegración se limita al período de apertura, lo cual no obsta para que en períodos más largos de análisis, en el futuro, aparezcan resultados diferentes.

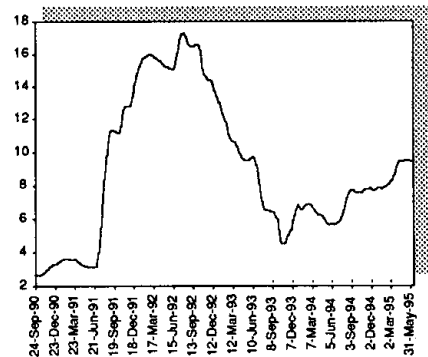
2. Instrumentos de Cobertura de Riesgo en Colombia: situación actual y perspectivas

2.1. Situación Actual

La oferta de instrumentos de cobertura de riesgo en Colombia era mínima o nula hace apenas una década. Desde entonces ha surgido un número reducido de mecanismos de baja sofisticación, que inició en el país una cultura alrededor del uso de estos instrumentos. Su evolución ha sido diversa, pero tienen en común una participación marginal en las transacciones del sector financiero como un todo y una serie de problemas que les ha impedido desarrollarse de una forma más dinámica. Su futuro se encuentra aún más en peligro en la medida en que desde hace un tiempo se discute la posibilidad de crear instrumentos más sofisticados en el país, similares a los derivados o instrumentos de cobertura utilizados en los mercados internacionales. La corta lista de instrumentos existentes en el país se compone de los carruseles, las operaciones a plazo, los forwards de tasa de cambio y los swaps de títulos valores.

Los carruseles, sucesiones de operaciones predefinidas con el mismo título como pivote (donde la primera de ellas generalmente es bursátil), aparecieron en 1987 y fueron el primer derivado utilizado en el mercado colombiano. Se buscó con su creación aislar la liquidez futura de un título de la del resto de la economía, lo cual convirtió este derivado en una valiosa herramienta para medir expectativas acerca de la liquidez futura del sistema. Sin embargo, un fuerte cambio en las tasas de interés y un mal uso de los carruseles fueron factores determinantes de la crisis bursátil de 1988, fenómeno que afectó el uso del instrumento. Una vez superada la crisis, las firmas

Gráfico VII.9
DEVALUACION NOMINAL
(Variación anualizada de la tasa de cambio nominal de los últimos 90 días)



La oferta de instrumentos de cobertura en Colombia era inexistente hasta hace pocos años y es aún muy precaria.

comisionistas revivieron e innovaron la figura del carrusel, con el fin de satisfacer las necesidades crecientes y cada vez más sofisticadas del dinámico sector de los fondos fiduciarios.

Entre las ventajas que ofrecen los carruseles están facilitar la planeación hasta cierto punto de la liquidez de los portafolios y ser la base a partir de la cual crear derivados más sofisticados. La posibilidad de diferir los resultados de ciertas operaciones fue una práctica contable que favoreció el desarrollo de los carruseles en el pasado, pero la valoración a precios de mercado afectó de manera importante esta opción. Por otro lado, su principal desventaja radica en su iliquidez, en la medida en que los títulos involucrados en un carrusel no pueden venderse antes del plazo pactado⁴. Así, aunque el carrusel permite construir expectativas de tasas de interés futuras, su iliquidez impide que sirva de base para construir una curva de rendimientos.

Las operaciones a plazo son el segundo instrumento de cobertura existente en el país. Consisten en operaciones bursátiles de compraventa de títulos en las que se pacta la entrega y el pago correspondiente para una fecha futura. Al igual que en el caso de los futuros, se exigen garantías ajustables a lo largo del plazo de la operación.

A diferencia de los carruseles, donde algunas de las operaciones de la secuencia no son bursátiles, la operación a plazo sí lo es, lo cual garantiza la conformación de un precio de mercado y el acceso a los fondos de garantías de las bolsas. Numerosas reformas se han adoptado en el pasado reciente con respecto a las operaciones a plazo. Se han mejorado los esquemas de garantías, se unificaron los plazos de negociación (cada quince días) y se establecieron dos tipos de operaciones a plazos sobre acciones.

Los swaps de títulos valores (no confundir con los swaps tradicionales que se transan en los mercados desarrollados) se configuran mediante el intercambio de papeles con plazos diferentes, ajustando las tasas de rendimiento para lograr condiciones de indiferencia. Se configuran cuando se intercambia un papel de largo plazo (sin liquidez a su precio de registro) por uno de plazo más corto con rendimientos (por debajo del mercado) que compensan la pérdida potencial del papel de largo plazo. El resultado es una reestructuración de plazos y de portafolio, y para ciertos casos se logra además colocar papeles en condiciones de liquidez.

La valoración a precios de mercados ha afectado los carruseles.

Las operaciones a plazo han sufrido numerosas reformas con el fin de adaptarlas a la realidad actual y son ejemplo de un derivado que se ha desarrollado en las bolsas de valores del país.

⁴ La única forma de obtener liquidez temporal es mediante un repo con el título como respaldo.

Estos swaps aparecieron en Colombia entre 1993 y 1994, en una época en que las tasas de interés aumentaron más allá de las expectativas de los inversionistas. En estas circunstancias era posible la estructuración de plazos y mejorar la situación de liquidez de varios intermediarios, sin afectar su situación presente de pérdidas o ganancias. Esta aparente ventaja fue en muchos casos su gran defecto. Hoy varios portafolios registran importantes pérdidas originadas en el diferimiento de las pérdidas pasadas.

Es indudable que el swap de títulos valores no presenta muchas oportunidades en un futuro próximo, dado que existen dificultades y riesgos en desarrollar este tipo de operaciones. Las resoluciones 200 y 96, expedidas respectivamente por las superintendencias Bancaria y de Valores, buscan entre otros objetivos controlar y hacer revelar a las entidades la verdadera situación de los instrumentos en el mercado. El resultado se ha empezado a sentir: se han requerido fuertes ajustes de provisiones por parte de las entidades, y en algunos casos no ha quedado otro camino que abandonar este mercado.

Las operaciones forward que se hacen en Colombia tienen como subyacente principal la tasa de cambio. Son contratos donde un comprador se obliga a comprar y un vendedor a vender un monto de divisas determinado a un precio también determinado en una fecha futura. Sin embargo, si no se requiere la entrega futura de divisas se establece una tasa de referencia (por ejemplo la Tasa Representativa del Mercado) para que el comprador o el vendedor cubra la diferencia que se presente entre la tasa fijada y la tasa de referencia. Estas operaciones buscan ante todo cubrir riesgos cambiarios derivados de operaciones de importación o exportación.

3. Beneficios y obstáculos en la incorporación de derivados más sofisticados

La situación actual de la cobertura de riesgo en el país revela una contradicción interna muy delicada que es necesario subsanar antes de pensar en nuevos instrumentos o en reformas relacionadas con ellos. Por un lado, los agentes productivos enfrentan riesgos que sólo pueden cubrir deficientemente y por ende se ven afectados por ellos, tal como se analizó en las secciones anteriores y en la Parte III. En este sentido, el terreno está abonado para introducir mecanismos de cobertura mejor diseñados y más eficientes, tal como ha sido la experiencia de otras economías en desarrollo. Pero por otra parte, prácticamente nadie en el sector financiero, en la comunidad empresarial o en las entidades gubernamentales está capacitado para participar, en el presente inmediato, en la transacción de derivados más sofisticados con real conocimiento de causa y profesionalismo⁵.

Los swaps de títulos valores también se han visto afectados por la valoración a precios de mercado.

En Colombia existe un elevado nivel de desconocimiento alrededor de los instrumentos derivados sofisticados.

Al interior del sistema financiero, por ejemplo, se tienen grandes dificultades en cumplir el *mark-to-market* que exigen las resoluciones 96 y 200, ya que se cuenta con pocos sistemas de análisis de riesgo de balance, o bases de datos para analizar escenarios de comportamiento de portafolios bajo diferentes supuestos. Por obvias razones, se conoce todavía menos acerca de metodologías para determinar precios de derivados sofisticados.

Si en el futuro se quiere que las necesidades de cobertura sean satisfechas por agentes e instrumentos idóneos, la mayor inversión que el país debe hacer debe ir dirigida a conformar y entrenar un grupo de comisionistas altamente especializados, capacitar a los proveedores de software y hardware, y actualizar a las compañías que ofrecen servicios de contabilidad y asesorías legales.

En cuanto a la estructuración del mercado, es necesario definir si como primera medida es deseable crear sólo una bolsa de futuros y opciones, o si también se va a permitir la existencia de un mercado sobre-el-mostrador (OTC). Cabe anotar que, de acuerdo con *The Economist* (1996), un poco más de la mitad de los derivados que se transan en el mundo no pasan por las bolsas o, lo que es lo mismo, se transan en el mercado OTC, donde se producen y mercadean los derivados más sofisticados y especializados⁶. La existencia de más de una plaza, además de la bolsa, para canalizar, mercadear y transar los derivados evita otorgar poderes cuasi-monopólicos a esta última, con los beneficios adicionales que trae la competencia. La Misión recomienda, por lo tanto, adoptar un sistema donde coexistan la bolsa de derivados y el OTC.

Como segunda premisa fundamental hay que definir los productos con los cuales fundar el mercado. Basados en la volatilidad de las variables macroeconómicas se recomiendan, en primera instancia, los forwards y opciones sobre un índice de tasas de interés de corto plazo y sobre la tasa de cambio peso-dólar. Mercados activos con estos instrumentos como base darán lugar al surgimiento de otros derivados (e.g. swaps) en el futuro. Por otra parte, el mercado de bonos se vería beneficiado con la creación de un derivado sobre un instrumento con 3 a 5

Es deseable que coexista una bolsa de futuros y opciones con un mercado sobre el mostrador (OTC).

Basados en la volatilidad de las variables macroeconómicas se recomiendan, en primera instancia, los forwards y opciones sobre un índice de tasas de interés de corto plazo y sobre la tasa de cambio peso-dólar.

⁵ Es importante aclarar que ciertas instancias del Gobierno han adquirido una valiosa experiencia en el manejo de herramientas de cobertura, en la medida en que han recibido asesoría internacional para manejar el riesgo cambiario de la deuda externa.

⁶ Generalmente las innovaciones se producen en el OTC y una vez ganan aceptación entre el público pasan, a veces con ligeros cambios, a ser registrados en la bolsa.

años de madurez, en la medida en que el mecanismo que genere el precio de dicho derivado ayudaría a extender la curva de rendimiento (*yield curve*) en Colombia. Los futuros y opciones sobre índices bursátiles o acciones individuales deben posponerse para etapas posteriores en que el mercado sea más maduro.

Adicionalmente, como se mencionó arriba, las bolsas de valores han adecuado las operaciones a plazo a las realidades del mercado actual. Una idea aún en desarrollo en las bolsas, cuya maduración debe apoyarse, es la creación de una operación a plazo de cumplimiento financiero sobre títulos de renta fija, que trate de acoplar la mayor parte de las características operativas y financieras de las bolsas de futuros internacionales a la realidad legal y a las condiciones de riesgo imperantes en el mercado nacional. Una primera característica de este producto debe ser la estandarización del instrumento subyacente con el fin de minimizar el riesgo emisor y garantizar una oferta constante y periódica a los inversionistas del mercado. En segundo lugar, se debe estandarizar el plazo de la cobertura, acoplándolo de la mejor manera posible al plazo que los inversionistas desean para su portafolio. El título que mejor cumple con las condiciones anteriormente descritas es el TES emitido con tasa fija a un año, con el compromiso de entregarlo de forma estandarizada 90 días antes de su vencimiento. Una tercera característica debe ser la estandarización del valor nominal del instrumento subyacente, de forma tal que se facilite su manejo operativo y se amplíe su acceso al mayor número de agentes posibles. En este sentido se estudia la posibilidad de establecer un valor por compromiso de \$100'000.000 representados en TES de las características anteriormente descritas.

Vale la pena señalar que el instrumento gozaría de garantías especiales entregadas a la bolsa por parte de las partes comprometidas. Estas garantías están técnicamente diseñadas para cubrir en todo momento los riesgos derivados de las variaciones de las tasas de mercado y para no lastimar financieramente la viabilidad de la operación.

La tercera premisa fundamental tiene que ver con la regulación. En el caso colombiano la legislación no contempla expresamente la posibilidad de crear un mercado de derivados y por lo tanto se deben dar pasos en este sentido. Por otra parte, internacionalmente hay tendencias hacia un sistema unificado de regulación, en la medida en que, trátase de bolsa de valores, de derivados o del mercado OTC, se deben proteger los fondos del público y propender por la integración financiera del mercado. Por esta razón, en las circunstancias actuales sería deseable

que los mercados de derivados quedaran bajo la vigilancia de la Superintendencia de Valores⁷.

Una vez sentados estos principios básicos, es necesario precisar algunos aspectos referentes a la bolsa de futuros y a las transacciones OTC. Este informe inicia con los que atañen a la bolsa de futuros, tema sobre el cual la experiencia internacional es muy ilustrativa⁸. Un punto fundamental es cuándo crear la bolsa y posteriormente cuándo introducir en ella nuevos contratos. La enseñanza internacional muestra que períodos de mayor volatilidad de precios e inflación creciente, durante los cuales los agentes perciben mayores riesgos y aumenta por lo tanto su interés en cubrirse, resultan propicios para introducir derivados. Sin embargo, aún si la inflación es estable pero su nivel es alto, los futuros y las opciones son oportunidades atractivas. El caso colombiano cumple este requisito, así como el de un creciente déficit en cuenta corriente.

Por otra parte, es importante crear una masa crítica de contratos negociados en un período no muy largo de tiempo⁹. Los mercados estudiados enseñan que si no se sobrepasa un volumen de 5.000 contratos diarios en menos de tres años, la bolsa no tiene oportunidades reales de continuar en expansión y empieza a desaparecer¹⁰. La mayoría de las bolsas transa sus productos electrónicamente y la *clearinghouse* opera separadamente de la bolsa.

El mayor beneficio que el estudio de los nuevos mercados internacionales de derivados puede dejarle a Colombia es señalarle los errores que no deben repetirse. A continuación se presenta una lista de puntos fundamentales:

3.1. Organización del mercado

- Evitar que demasiadas instancias tengan poder decisorio en la organización de la bolsa. Lo mejor es poner una sola

⁷ En la Parte VIII se discuten con más detalle los temas relacionados con la vigilancia de los mercados de derivados, en el contexto de una estructura idónea para la supervisión futura de la totalidad del mercado de capitales.

⁸ En un trabajo para la Misión, Powers (1995) llevó a cabo una encuesta entre 12 mercados de derivados creados en 8 países durante los últimos 15 años (uno en Brasil, dos en España, uno en Filipinas, uno en Sudáfrica, 3 en Malasia, uno en Austria, dos en Italia y uno en Estados Unidos).

⁹ Cabe anotar que la mayoría de las nuevas bolsas de derivados transan principalmente futuros, con las opciones en un segundo plano.

¹⁰ Un caso análogo ocurre con la introducción de nuevos contratos en mercados desarrollados.

Colombia cumple con los requisitos en términos de entorno macroeconómico para crear mercados de derivados sofisticados.

persona con gran experiencia al frente de todo y un comité asesor de reducido tamaño para apoyarla.

- Los *market-makers* son muy importantes para el éxito de la bolsa. Por esta razón, importantes esfuerzos deben dirigirse a identificar este tipo de agentes.
- Obtener compromisos legales por parte de los agentes que tengan interés en convertirse en *market-makers*, ya que muchos prometen participar y luego no lo hacen.
- Las *clearinghouses* deben establecer altos requerimientos de capital para sus miembros. Por esta razón, es mejor que estos sean pocos y que los demás miembros hagan el *clearing* a través de ellos.

3.2. Mercadeo

- El mercadeo de la bolsa es un punto muy delicado. No se deben malgastar recursos en publicidad general. Es preferible que los recursos sean utilizados por las firmas para armar una base de clientes.
- Se deben evitar al máximo los grandes seminarios, que resultan muy caros y poco efectivos.
- Por el contrario, se deben enfocar los esfuerzos hacia la realización de seminarios pequeños y especializados que se ocupen de temas muy específicos tales como el manejo del riesgo en un segmento del mercado.
- Anticiparse a cuellos de botella que sufrieron algunos mercados de derivados en otras latitudes al momento de iniciar operaciones. A manera de ejemplo, se pueden mencionar: (i) evitar que los participantes no dispongan de una base de datos de buen tamaño o (ii) impedir que carezcan de modelos de análisis adecuados.

3.3. Aspectos regulatorios

- Dar cabida a la autorregulación y conferir a la administración de la bolsa independencia para llevar a cabo auditorías e investigaciones disciplinarias es un requisito indispensable. Además, sin duda alguna será una exigencia por parte de la comunidad internacional.
- Los entes gubernamentales encargados de la regulación deben estar altamente preparados. En la medida de lo

Los *market-makers* son fundamentales...

... y a las *clearinghouses* debe imponérseles altos requerimientos de capital.

La autorregulación debe promoverse y será una exigencia de la comunidad internacional.

posible, deben reunirse con entes regulatorios de otros países donde ya existan mercados de derivados.

- Permitir que la bolsa tenga iniciativa en términos de regulación y someta sus proyectos a las autoridades competentes, las cuales deben pronunciarse con la mayor celeridad posible.

La observación de las anteriores recomendaciones es muy importante en la medida en que ayudan a construir la credibilidad y solidez de la bolsa. Es necesario, además, hacer algunas recomendaciones en otros frentes importantes:

- Establecer y mantener un esfuerzo investigativo continuo que asegure el cumplimiento por parte de los miembros de requerimientos financieros, reglas de transacción y regulaciones de las Superintendencias.
- Proveer una efectiva vigilancia del mercado de futuros y opciones para detectar y corregir rápidamente congestiones del mercado, así como distorsiones o manipulaciones de precios.
- Otorgar a ciertas firmas el status de *market-makers*, que ayuden al mercado a mantener un estrecho margen entre demandas y ofertas, así como una liquidez mínima. Sin ellos es muy difícil que la bolsa despegue. Se recomienda, por lo tanto, que las instituciones financieras creen conjuntamente (sin poseer cada una más del 10%) una firma cuyo objetivo sea el de crear mercados para cada instrumento.
- Hacer explícito en los reglamentos de la bolsa que se reconoce la sustitución al nivel de la *clearinghouse* de posiciones opuestas en una misma cuenta¹¹, lo cual de acuerdo con las consultas realizadas, no contraviene la ley contractual colombiana.
- Precisar si contratos de futuros y opciones bien diseñados podrán ser exentos del impuesto de timbre al ser negociados en bolsa.
- Aclarar si las ganancias en la transacción de futuros y opciones están sujetas a retenciones en la fuente por parte de los comisionistas y la *clearinghouse*.

¹¹ Supóngase que A y B, a través de sus respectivos comisionistas, negocian un contrato con posiciones opuestas (A se compromete a vender y B a comprar). Los comisionistas llevan el contrato a la *clearinghouse*, al interior de la cual este contrato se cancela y surgen dos contratos nuevos: uno en donde el comisionista de A se compromete a venderle a la *clearinghouse* y otro en el que el comisionista de B se compromete a comprarle a la *clearinghouse*. Sin embargo, el compromiso de A y B no desaparece con sus respectivos brokers.

- Las actividades hechas con derivados se consideran posiciones por fuera de los balances de las empresas. Debe aclararse, por lo tanto, si las ganancias o pérdidas en que se incurra antes de que termine el plazo del instrumento deben ser registradas en el balance o si, por el contrario, debe contabilizarse el resultado final sólo hasta tanto se cumpla el plazo del instrumento.
- Aceptar la especulación profesional como una conducta esencial para el éxito de la bolsa de derivados. Esta no sólo se compone de personas aversas que quieren cubrir riesgos sino de actores que buscan tomar posiciones propias y obtener ganancias con ello. Las autoridades deben adquirir especial conciencia de este punto.
- Se debe exigir el *mark-to-market* diario de las posiciones de los contratos, lo que implica evitar que los comisionistas o la *clearinghouse* otorguen créditos que difieran estos pagos por parte de los clientes¹².
- Un elemento fundamental en la protección de los recursos del público es que la autorregulación (o la regulación gubernamental) exija revelar toda la información sobre las transacciones. Asegurarse de que el cliente entienda de qué se trata y tiene los recursos para respaldar lo que quiere hacer y que el vendedor exponga todos los riesgos asociados con la transacción, el monto de las comisiones y la tasa de retorno que el instrumento debe tener para que el cliente alcance el punto de equilibrio.
- Mantener una estricta separación (cuentas separadas) entre los fondos de los clientes y los de los comisionistas, para así evitar malversación o desprotección de los fondos de los primeros¹³. Como consecuencia de este punto, también es necesario revisar las leyes de quiebra en el país, de forma tal que los fondos de los clientes sean tratados como activos de su propiedad.
- Acreditar debidamente a los profesionales en el negocio de los derivados, que son los más indicados para manejar los dineros del público porque tienen experiencia; capital

El desarrollo del mercado de derivados requiere de claridad en todos los aspectos tributarios y contables sobre los que existan dudas.

La especulación profesional debe ser una conducta aceptada.

¹² El término en inglés para estos pagos es *cash margin deposits* o *daily mark-to-market settlements in cash*.

¹³ En las bolsas de valores colombianas, el dinero de los clientes es depositado en las cuentas de los comisionistas, quienes después realizan las transacciones ordenadas. En caso de quiebra del comisionista los fondos del cliente no están protegidos y quedan a disposición de los acreedores del primero.

suficiente; capacidad de monitoreo; poder de negociación para reducir las comisiones y; acceso más oportuno a la información. Adicionalmente, quienes llevan su dinero donde estos profesionales tienen la tranquilidad de que, por el hecho de ser socios limitados de un fondo más grande, sólo tienen responsabilidad limitada por el monto que invirtieron¹⁴.

Ahora es necesario cubrir algunos aspectos relacionados con el mercado sobre-el-mostrador (OTC). En primer lugar, como se mencionó anteriormente, el OTC es un mercado con menos requerimientos que la bolsa de derivados y por lo tanto surgen preocupaciones de que se confunda a los ahorradores y se les lleve a invertir en productos no apropiados. Adicionalmente preocupa el impacto que una crisis en el OTC pueda tener en el resto del sistema financiero, aumentando así el riesgo sistémico de la economía. Por estas razones el OTC debe ser creado con las necesarias precauciones que disipen los temores y hagan de éste un mercado activo y seguro.

No obstante lo anterior, el OTC es también un mercado de innovación en el que se pueden realizar negocios sofisticados con riesgos correctamente calibrados. Debe dársele, entonces, suficiente libertad de acción para que logre su cometido. Por esta razón, la Misión hace las siguientes recomendaciones:

- Aquellos agentes que hagan negocios con el público en general deben estar fuertemente regulados por la Superintendencia de Valores y deben tener una licencia de funcionamiento.
- La regulación debe ser menos incisiva para los negocios del OTC que se hagan entre profesionales del negocio o especuladores informados.
- No debe limitarse, y esto es muy importante, el espectro de productos susceptibles de ser negociados en el OTC (con excepción de aquellos abiertamente peligrosos).
- Al igual que en el caso de la bolsa de derivados, debe fomentarse la autorregulación, ojalá en cabeza de una entidad con licencia para operar como tal en el OTC. Esta modalidad ha probado tener gran éxito en otros países.
- A las firmas que ofrezcan productos en el OTC deben imponérseles requerimientos mínimos de capital acordes con el volumen de negocios realizados, con el fin de reducir al máximo el riesgo sistémico.

El OTC es el mercado donde se negocian los derivados más sofisticados.

¹⁴ Las cuentas individuales tienen responsabilidad ilimitada.

VIII. LA REGULACION Y EL MARCO INSTITUCIONAL DEL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA

1. Aspectos preliminares

La experiencia internacional enseña que los mercados de capitales de mayor tamaño, liquidez, apertura y eficiencia tienen también un mayor grado de desarrollo institucional. Más aún, la ola de reformas regulatorias realizadas durante los últimos diez años ha sido un componente decisivo de las grandes transformaciones alcanzadas por los mercados de capitales. En fin, el desarrollo del marco institucional no ha sido un elemento menos importante que la internacionalización de las economías y las rápidas y profundas innovaciones tecnológicas y financieras.

En contraste con los indicadores de tamaño, alcance, crecimiento y eficiencia, en sus aspectos institucionales el mercado de capitales colombiano se encuentra relativamente desarrollado (aunque todavía dista mucho del de los países más avanzados). Por ello, su incipiente desarrollo general no sólo es atribuible (en la mayoría de los casos) a limitaciones y distorsiones impuestas por el marco jurídico y la regulación.

El marco general del sistema regulatorio se definió inicialmente a partir del mercado de capitales bancario con lo que la intervención ha carecido de especificidad y autonomía. Quizás por ello la intervención ha sido relativamente pasiva en las labores de prevención y promoción. En suma, el estrecho sistema institucional y regulatorio existente en la actualidad, no permitirá atender las demandas de financiación, cobertura de riesgos y bursatilización que se registrarán en los próximos años.

La regulación es decisiva en la definición de la estructura del mercado de capitales, especialmente en su fase de desarrollo. En términos generales los mercados de capitales pueden ser intermediados (bancarios) o no intermediados (de instrumentos). Las bolsas, los mercados sobre el mostrador (OTC) y las redes privadas son los mecanismos básicos de organización de los mercados públicos no intermediados. La experiencia inter-

Los mercados de capitales de mayor tamaño, liquidez, apertura y eficiencia tienen también un mayor grado de desarrollo institucional.

La regulación es decisiva en la definición de la estructura del mercado de capitales, especialmente en su fase de desarrollo.

nacional sugiere, como altamente deseable, un sistema diversificado en el cual compitan estas y otras formas diferentes de organización y de prácticas de mercado. Ello exige que los marcos legales y las prácticas regulatorias no se sesguen en favor de uno u otro tipo.

2. Tipos de regulación

En un sentido amplio, la regulación es el conjunto de reglas aplicables que restringen las acciones de los participantes en el mercado y por lo tanto alteran los resultados de las mismas. Abarca tanto la intervención estatal, como los mecanismos regulatorios que se constituyen a partir del propio mercado (bajo el supuesto de eficiencia) y las normas acordadas autónomamente por los agentes que en él participan (la llamada autorregulación).

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

Los mercados de capitales se caracterizan por tener asimetrías de información y por existir riesgos de colapsos financieros, lo cual, sumado al hecho de involucrar masivamente el ahorro privado, justifican una adecuada intervención. La regulación que se limita a estas correcciones y propende por la eficiencia de estos mercados, se denomina **preventiva o prudencial**¹. Sus objetivos son principalmente los de asegurar la solvencia y solidez de los intermediarios, la protección de los consumidores

El marco legal y las prácticas regulatorias no deben sesgarse en favor o en contra de una estructura particular de mercado de capitales.

La regulación abarca las actividades de reglamentación, supervisión y control.

¹ Los objetivos de la regulación prudencial también pueden buscarse a partir de una regulación correctiva. Sin embargo, existen argumentos para preferir la regulación preventiva a la correctiva. En general, la prevención es la medida más apropiada cuanto menores sean los activos propios del ofensor, cuando haya alto apalancamiento y gran especificidad del capital, características que son generales a los intermediarios financieros y también comunes en los del mercado de capitales. También es preferible la prevención cuanto menor sea la probabilidad de que un tribunal de justicia atienda y otorgue una acción correctiva, como cuando hay mucha dispersión del daño y por lo tanto dificultad para la acción colectiva de los perjudicados, y cuando sea difícil probar la causalidad entre el comportamiento oportunista y los daños.

contra el comportamiento oportunista de los emisores o los comisionistas, y la promoción del desempeño eficiente del mercado mediante la competencia.

Las asimetrías de información en el mercado de capitales se manifiestan a través de diversas formas. Los profesionales del mercado tienen acceso a información que no conoce el público general y los emisores conocen más de su firma que lo que es consignable en los prospectos. El comportamiento oportunista por parte de emisores, comisionistas, asesores y otros intermediarios genera una importante externalidad negativa al inducir una falta de confianza en el mercado.

Por ello, se justifica el uso de instrumentos que obligan la revelación de información por los emisores así como la adopción de estándares contables. Las autorizaciones y licencias requeridas por los comisionistas, banqueros de inversión y demás agentes actúan en la misma dirección, al igual que los requisitos de transparencia y competitividad en la formación de precios. Sin embargo, en muchos casos dichos instrumentos pueden ser definidos por medio de la autorregulación privada y no requieren necesariamente de la intervención pública.

De conformidad con las prácticas modernas, la regulación prudencial debe formularse de acuerdo con ciertos principios básicos. Por ejemplo, en el mercado de Estados Unidos los inversionistas son los únicos responsables de sus decisiones. La regulación sólo se encarga de asegurar que se disponga de la información adecuada (no se trata de prevenir las emisiones riesgosas sino proveer al inversionista de los elementos para su correcta evaluación) y que se mantenga un ambiente competitivo en el mercado. En síntesis, la regulación debe proveer:

1. *Compatibilidad de incentivos* (debe emplear el interés propio de los agentes económicos hasta donde no perjudique a los demás).
2. *Eficiencia* (debe minimizar los costos directos e indirectos).
3. *Neutralidad competitiva* (no debe privilegiar ningún mecanismo de transferencia del ahorro a la inversión ni debe procurar apoyar sectores específicos).
4. *Salidas ordenadas del mercado* (no debe evitar a todo costo las quiebras).
5. *Mecanismos adaptativos* (debe responder a las innovaciones que buscan reducir la efectividad de la regulación).

En los Estados Unidos, la regulación asegura el acceso adecuado a la información y la existencia de un ambiente competitivo en el mercado.

6. *Flexibilidad* (debe tener capacidad para regular diferentes emisores, clientes e intermediarios en forma diversa).

Así mismo, la *regulación prudencial* se puede realizar a partir de variados instrumentos, dentro de los cuales, sobresalen:

1. *Autorizaciones o licencias de funcionamiento para los agentes del mercado* (tienen por objeto asegurar una capacidad de manejo especializado).
2. *Requisitos de capital mínimo* (tienen por objeto asegurar una relación de solvencia o apalancamiento de las operaciones)
3. *Autorizaciones sobre actividades y operaciones permitidas* (buscan prevenir conflictos de interés).
4. *Reglas de revelación de información* (tienen por objeto asegurar la calidad de la información aportada por los emisores a los inversionistas).
5. *Reglas para controlar transacciones privilegiadas e impedir manipulaciones.*
6. *Reglas para diversificación de inversiones.*
7. *Armonización internacional de los estándares regulatorios* (impiden el arbitraje regulatorio y facilitan los flujos internacionales de capitales).
8. *Regulación de grupos financieros* (aplica normas prudenciales de acuerdo a la situación del consolidado).
9. *Autorregulación* (debe estimular al mercado a proveer y cumplir sus propias reglas).

La **regulación represiva** se utiliza para obtener una asignación de recursos diferente a la que tendría lugar cuando los agentes toman decisiones con base en precios ajustados por riesgos. Este tipo de intervención, del cual la represión financiera es el mejor ejemplo, ha sido utilizado para cumplir objetivos de desarrollo general, por lo general con pobres resultados. Los préstamos subsidiados y las obligaciones de asignación a sectores o grupos especiales han sido poco efectivos como instrumentos de desarrollo.

La **regulación meritoria** obedece primordialmente a los intereses económicos de agentes privados y portanto a objetivos que pueden ser contradictorios con aquellos de la regulación prudencial. Esta asociada a las acciones discrecionales de la

autoridad regulatoria las cuales necesariamente dan origen a actividades de búsqueda de rentas por parte de los potenciales beneficiarios. La regulación meritoria se utiliza, por ejemplo, para restringir la participación de ciertos agentes en el mercado o para autorizar cierto tipo de operaciones (e.g., autorización de emisores y emisiones, fijación de precios de las emisiones primarias, licenciamiento de intermediarios, asignaciones de crédito, etc.).

Las autoridades también realizan labores *promocionales*, ejecutadas a menudo por las mismas autoridades supervisoras tales como la generación y difusión de información y la capacitación de los agentes.

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

3. Marco jurídico y regulatorio del mercado de capitales colombiano

3.1 La Constitución Política

Fundamentada en el interés público y en la necesidad de proteger la confianza pública, en la Constitución se establece la obligación permanente del Estado de velar por las actividades financiera, aseguradora y bursátil, así como cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos provenientes del ahorro privado. Por lo mismo, la Constitución exige autorización previa para quienes deseen ejercer estas actividades y las somete a inspección, vigilancia y control estatal. Es indiscutible que la innovación financiera se restringe al sólo permitirse lo prescrito, autorizado y vigilado en función del interés público. En este contexto, la autorregulación puede ser útil como mecanismo para agilizar, extender y hacer eficiente la regulación. Existe una base legal para la autorregulación en la medida en que en la Constitución se permite al Gobierno delegar a los particulares el ejercicio de algunas funciones administrativas de acuerdo con la ley.

Con la Constitución de 1991, se otorgaron facultades de reglamentación al Congreso que antes se encontraban asignadas

La constitución establece la obligación permanente del Estado de velar por las actividades financiera, aseguradora y bursátil así como cualquier otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos provenientes del ahorro privado.

exclusivamente al Presidente de la República, buscando dotar al sistema regulatorio de una mayor estabilidad institucional. Así las cosas, el sistema regulatorio, en especial en lo concerniente a las competencias reglamentarias, comienza en el Congreso y continúa en el Gobierno a través de la Sala General de la Superintendencia de Valores. Aunque en otros países se utiliza el esquema de comités especializados y de comisiones regulatorias más independientes, existe en ambos modelos el riesgo de regulación meritoria.

3.2 La Ley Marco (Ley 35 de 1993)

En términos generales, la ley marco define los objetivos, instrumentos y límites de la intervención gubernamental en el mercado de capitales y a la vez que introduce normas particulares y precisas dentro del sistema regulatorio.

Dentro de las normas que tienen incidencia sobre el mercado de capitales, cabe resaltar las siguientes disposiciones:

- Encargó a la Sala General de la Superintendencia de Valores el ejercicio de la función reglamentaria a través de la expedición de las normas de intervención (que deben ser de carácter general).
- Añadió a los objetivos generales de intervención otro especial para que “el mercado de valores se desarrolle en condiciones de transparencia, competitividad y seguridad”, así como un mandato para “propender por el aumento del ahorro y la inversión privada”
- Definió como actividades de interés público aquellas realizadas en el mercado público de valores y asigna facultades a la Sala que le permiten modificar el alcance de este concepto. Delega a la Sala el establecimiento de requisitos de patrimonio según las actividades realizadas por los intermediarios y la autorización de operaciones en desarrollo de objetos cuya definición se reserva a la ley.
- Estableció que los requisitos de capital mínimo (antiguamente competencia del Gobierno) se determinarán por medio de las leyes ordinarias.
- Encargó al Gobierno la compilación en un solo Estatuto de las normas vigentes que regulan el mercado público de valores y las entidades sometidas a inspección, vigilancia y control. Sin embargo, la Corte Constitucional declaró posteriormente inexecutable esta disposición del Congreso, así como el decreto gubernamental, correspondiente conocido como el Estatuto Orgánico del Mercado de Valores.

La ley marco define los objetivos, instrumentos y límites de la intervención gubernamental en el mercado de capitales.

- No se pronunció sobre las posibilidades de la autorregulación, y la forma como los particulares pueden ejercerla.

3.3 Autoridades Regulatoras: La Sala General y la Superintendencia de Valores

Según la Constitución, al Congreso de la República compete la reglamentación general del sistema regulatorio y al Presidente de la República compete la inspección, vigilancia y control sobre quienes ejerzan las actividades financiera, bursátil, aseguradora y cualquiera otra relacionada con recursos captados del público. La Ley Marco, delegó esas tareas a las Superintendencias Bancaria y de Valores (con posibilidad de ser reasumidas por el presidente en cualquier momento). Las funciones de reglamentación dentro del marco de la ley, se asignaron a la Sala General de la Superintendencia de Valores.

La Supervalores ejerce la supervisión *subjetiva* sobre las bolsas, los comisionistas de bolsa, las sociedades administradoras de fondos de inversión y de depósitos centralizados de valores, las calificadoras de valores y los fondos de garantía del mercado público de valores. Realiza la vigilancia *objetiva* sobre los emisores de títulos inscritos en el Registro Nacional (sólo en las materias que conciernen al mercado público de valores) y sobre cualquier persona que ejerza funciones de intermediación en el mercado.

Es de anotar que mientras los emisores de los sectores vigilados por la Superbancaria permanecen bajo dicha supervisión, los emisores vigilados por Supersociedades dejan de serlo y pasan a ser supervisados por la Supervalores quien sólo vigila las materias relativas a valores. En el primer caso existen riesgos de duplicaciones. En el segundo caso, al ejercer la Supervalores una supervisión restringida, se crea un vacío de supervisión en los demás asuntos societarios que requieren atención.

La Sala está compuesta por el Ministro de Hacienda, quien delega usualmente en el Viceministro Técnico y ejerce la Presidencia, y por el Ministro de Desarrollo, quien también puede delegar, los Superintendentes Bancario y de Sociedades, y por un delegado del Presidente, y en ella participa sin voto el Superintendente de Valores. La Sala fija políticas generales para la Superintendencia pero no interfiere en su manejo administrativo. También expide las reglamentaciones generales del mercado, sin embargo, el Superintendente las normas también tiene funciones reglamentarias de carácter general, algunas de las cuales ejerce previo concepto de la Sala².

La Sala carece de capacidad técnica propia, la cual proviene de la Superintendencia y del Viceministerio Técnico de Hacienda, el cual tiene a su vez un Comité Técnico de coordinación de regulación, que comprende también las áreas de supervisión financiera y aseguradora, pero excluye el área societaria. Este comité no tiene capacidad decisoria ni reglamentaria.

La singularidad y ventaja especial de la Sala de Valores es su capacidad para hacer reglamentación objetiva. Esto es, puede fijar normas sobre actividades y entidades en razón de su interés público aunque sean realizadas por entidades e intermediarios que no estén sujetos a la inspección, vigilancia y control subjetivos de Supervalores. Esto representa un gran potencial para realizar la regulación funcional, es decir aquella que se organiza de acuerdo con las tareas que realiza el mercado independientemente de quién las ejecuta. Sin embargo, existen limitaciones en las facultades de la Sala que no le permiten modificar a fondo la estructura de los intermediarios. Por ejemplo:

- El alcance de la intervención reglamentaria está circunscrito al mercado público de valores y a las actividades realizadas por entidades sujetas a la inspección, vigilancia y control de la Superintendencia de Valores, lo cual genera arbitraje regulatorio.
- La discrecionalidad en la definición del mercado público aumenta la probabilidad de ocurrencia de de la regulación meritoria.
- Las autorizaciones de operaciones y los requisitos de patrimonio son los principales instrumentos de regulación prudencial que utiliza la Sala.
- Las funciones de reglamentación no se encuentran asignadas exclusivamente a la Sala, con lo que ésta ocasionalmente choca con el poder regulador del Superintendente de Valores quien tiene competencias propias en áreas muy definitivas como la promoción, el manejo de los conflictos de interés y de la información privilegiada, y negociabilidad de las comisiones.

La singularidad y ventaja especial de la Sala de Valores es su capacidad para hacer reglamentación objetiva.

² Por su parte, y previo concepto de la Sala, el Superintendente tiene obvios poderes sancionatorios que llevan a tomas de posesión y disoluciones de las entidades sometidas a su vigilancia, así como la cancelación de la inscripción de títulos e intermediarios del Registro Nacional. Entre las facultades reglamentarias generales del Superintendente que no requieren concepto de Sala se destacan las normas sobre conflictos de interés y uso inadecuado de información en las operaciones del mercado de valores, sobre la promoción del mercado, las cuales son parte integral de la regulación prudencial.

Ello dificulta el aislamiento de las facultades reglamentaria y supervisora necesario para evitar presiones que busquen acomodar la primera a la segunda. El que el Superintendente tenga la facultad de modificar las normas que supervisa, afecta las condiciones de competencia y de eficiencia del mercado y obviamente del mismo sistema regulatorio.

- No existe simetría respecto a la organización regulatoria de los mercados financiero y asegurador (que carece de esquema equivalente al de la Sala). Por ello, no existe ni regulación funcional sobre actividades con una relación indirecta con el mercado, ni coordinación a nivel superior entre los diferentes reguladores.

3.4 Otros Componentes Importantes del Sistema Regulatorio

a. Autorregulación

La escogencia entre la regulación pública y la autorregulación no es fácil, especialmente en el caso del mercado de capitales. La autorregulación posee ventajas y desventajas frente a la regulación pública. La mezcla correcta de ambas depende en gran parte del área específica a ser regulada. Como lo menciona Pagano (1992), la autorregulación es como dejar al zorro a cargo de las gallinas. Por lo general, los agentes autorreguladores tenderían a asignar un peso desproporcionado a los intereses de su propio grupo, intereses que podrían no estar en la misma línea de los de sus clientes. Un ejemplo inmediato son las excesivas restricciones para la entrada al mercado, bajo el pretexto de mantener estándares profesionales. Cuando los miembros de las bolsas de valores imponen fuertes y rígidos requerimientos de membrecía, restringen la oferta colectiva de servicios e incrementan sus ingresos a expensas de los clientes. Otro ejemplo característico de las bolsas de valores autorreguladas es la fijación de las comisiones en niveles excesivamente altos. Para mitigar algunos de estos problemas puede resultar benéfico permitir que las bolsas autorreguladas compitan entre sí, con diferentes requisitos de inscripción de títulos y con diferentes mecanismos de transacción.

La autorregulación puede ser inadecuada en la protección del público frente a prácticas fraudulentas. En los mercados de acciones, los administradores de portafolios pueden beneficiarse a costa de sus clientes ya sea ajustando los portafolios muy frecuentemente con el fin de incrementar la comisión o anticipándose al cliente para obtener ventajas de información privilegiada sobre el flujo del título (front running). Adicionalmente los entes reguladores pueden ser laxos con el cumplimiento y fortalecimiento de las reglas, en gran parte debido al conflicto de

intereses inherente a la naturaleza del mecanismo. Lo anterior sugiere y hace evidente la necesidad de al menos una mínima supervisión de carácter público. Esta serviría para garantizar que los entes autorreguladores cumplan con las reglas que ellos mismos imponen.

Hasta el momento se han discutido las desventajas de la autorregulación. Sin embargo, éstas no significan en ningún momento que la regulación pública de los mercados financieros sea necesariamente superior. En primer lugar los reguladores públicos pueden acoplarse o ser 'capturados' por la industria que regulan, y aún si no fuera así, podrían bajo principios de buena fe, conceder o premiar con franquicias exclusivas situaciones de mercado donde la libre competencia sería superior. En segundo lugar, los reguladores públicos tienden a ser excesivamente restrictivos. Esto es particularmente cierto en áreas como las de desarrollo de nuevos productos y mercados (p.ej., nuevos contratos de futuros) o en el diseño de las reglas específicas para las transacción y liquidación de acciones. A diferencia de la regulación pública, las estructuras autorreguladas poseen la gran ventaja de que las reglas específicas son hechas por aquellos que tienen tanto el mayor interés de largo plazo en mantener la credibilidad, como la mayor acumulación de un conocimiento técnico y especializado sobre el mercado y sus vulnerabilidades. Lo anterior es particularmente cierto en tiempos de rápidos cambios en la tecnología, en la estructura de transacciones y en el ambiente económico en general.

Con todo, la autorregulación es hoy el modelo básico de intervención en la mayoría de los mercados de capitales desarrollados. La regulación estatal se concentra en supervisar dicha autorregulación y en labores de última instancia o recurso por lo que, en todo caso, se hace compatible con esquemas intervencionistas (como los del Este Asiático). Sin embargo, es preciso advertir que la autorregulación conlleva riesgos dado su carácter monopolístico. Por ello, el papel estatal está en prevenir las prácticas restrictivas y manipulaciones a que puede dar lugar.

La autorregulación reduce el arbitraje regulatorio, tiene un papel importante en el desarrollo y regulación de las operaciones extramercado, sistemas OTC y otros mercados públicos como las bolsas especializadas en opciones y futuros. También permite desjudicializar los conflictos al abrir un nuevo espacio para resolverlos por la vía técnica y conciliadora.

Las Bolsas colombianas desempeñan funciones "autorreguladoras" que se derivan de sus estatutos y reglamentos internos, sujetos -como en toda sociedad comercial anónima- a

La autorregulación es hoy el modelo básico de intervención en la mayoría de los mercados de capitales desarrollados.

las normas del Código de Comercio. Dichos estatutos regulan las relaciones de los miembros y contemplan la posibilidad de ejercer auténticas funciones reguladoras dentro de su objeto principal. Sin embargo, en estricto sentido no existe autorregulación ya que se realiza solo en ejercicio de las facultades societarias ordinarias, que no implican responsabilidades frente al mercado, no corresponden a la naturaleza de las facultades reguladoras que ejerce el Estado y por tanto, son vigiladas por la Superintendencia como agentes del mercado y no como reguladores.

Las actividades regulatorias (de carácter administrativo) podrían ser ejercidas por particulares como lo permite el artículo 210 de la Constitución. Pero sólo la Ley Marco puede encargar de dichas funciones a los particulares, bien sea por delegación directa o autorizando al Gobierno para que las delegue.

Una preocupación reciente es la de si debe existir un solo regulador o, si por el contrario, debe existir competencia entre organismos reguladores. No hay respuesta única, porque lo que se presenta es un conflicto entre los costos de un mayor riesgo sistémico (asociado a la existencia de un solo regulador) y los costos de las incoherencias (asociados a la dispersión de reguladores).

b. La integración del mercado de capitales colombiano y el marco jurídico

El mercado de capitales colombiano se encuentra segmentado por la operación parcialmente aislada de las tres bolsas de valores. Existe un proyecto de integración del mercado, con resultados muy parciales parte debido a que la regulación no ha intervenido para acelerarlo e inducirlo. Esta sección se limita a examinar las reglas y competencias vigentes, para apreciar el margen regulatorio existente para ello.

Desde hace ya buen tiempo, existe en el país un Registro Único de Valores cuya función primordial es la de dar publicidad a las operaciones, títulos, y transacciones. Sin embargo, las bolsas mantienen registros de los títulos transados en cada una de ellas, con lo que han aumentado los costos de transacción y se han limitado las operaciones de compra y venta desde otras bolsas.

A pesar de normas y compromisos generales para la unificación los resultados han sido modestos e, incluso, algunas inversiones recientes en sistematización no facilitan la integración. La Supervalores ha autorizado reglamentos (distintos

En sentido estricto, en Colombia no existe autorregulación.

El mercado de capitales colombiano se encuentra segmentado por la operación parcialmente aislada de las tres bolsas de valores.

a los operativos) que difieren entre cada una de las Bolsas. La falta de armonía en este frente ha contribuido a la fragmentación, vía diferencias disciplinarias, condiciones de entrada de intermediarios, y diversidad de requisitos de inscripción de títulos en las bolsas.

A través de la implantación de la figura de los Depósitos Centralizados de Valores se han hecho importantes avances hacia la integración del mercado. Potestades que actualmente tienen, como la de realizar actividades de compensación, liquidación y registro de transacciones demuestran lo anterior, aun cuando la efectividad de los Depósitos dentro del objetivo integrador ha sido limitada por la estructura bajo la cual la ley ha autorizado su funcionamiento (un Depósito de origen gubernamental con carácter mixto y un sinnúmero de depósitos con lo cual se desnaturaliza su carácter centralizado).

La Sala General tiene todas las facultades reglamentarias en relación con el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, las transacciones, las bolsas, los valores negociables en ellas y fuera de bolsa, que le permitirían alcanzar un esquema integrado cualquiera que fuese el modelo que se adopte. El propio Superintendente tiene las facultades que le permitirían hacer lo propio y complementar las medidas de la Sala. La Misión en este contexto recomienda agilizar el proceso que autónomamente han iniciado las bolsas de valores en el cual podría resultar necesaria una mayor participación de las autoridades regulatorias.

c. Los Intermediarios del mercado

La regulación ha ampliado notablemente las autorizaciones a los comisionistas. Hoy en día se permite que intermedien colocaciones de títulos, realicen operaciones por cuenta propia, otorguen préstamos a clientes para financiar adquisición de valores, celebren compraventas con pactos de recompra, administren valores de comitentes, administren portafolios de valores de terceros, constituyan y administren fondos de valores, y presten asesoría³. Las limitaciones se restringen a los requisitos de capital y de apalancamiento requerido para realizar algunas de estas funciones.

Pese a la amplitud de las autorizaciones y a los bajos requisitos de capital, las firmas comisionistas (con excepciones) tienden a concentrarse en pocas actividades. Por lo general sólo

A pesar de normas y compromisos generales para la unificación los resultados han sido modestos e, incluso, algunas inversiones recientes en sistematización van en la dirección contraria.

La Sala General tiene todas las facultades reglamentarias que le permitirían integrar el mercado, cualquiera que fuese el modelo que se adopte.

La Misión en este contexto recomienda agilizar el proceso de integración que autónomamente han iniciado las bolsas de valores, en el cual podría resultar necesario una mayor participación de las autoridades regulatorias.

³ También merece destacarse la autorización de la ley 45 para que los intermediarios financieros participen en el capital de las sociedades comisionistas de bolsa.

realizan operaciones de bolsa por cuenta de clientes, con especialización por tipos de títulos y/o de clientes (según bolsas).

En contraste, la tendencia internacional no es la de autorizar progresivamente más funciones a los comisionistas básicos, sino la de permitir y estimular que otros intermediarios (más especializados) participen en el mercado. Dichas autorizaciones van acompañadas de mayores exigencias en relación con la formación, creación y operación del mercado. Para ello, no bastan los requisitos de capital. Se requiere incidir estructuralmente en las transacciones para mejorar la liquidez, aumentar la transparencia y proteger a los clientes. La arquitectura y funcionamiento de los mercados depende crucialmente del desempeño de los agentes en las operaciones. Esta es la definición que falta en el mercado colombiano.

La experiencia internacional es muy ilustrativa en este punto. Existen múltiples configuraciones de intermediarios, que a su vez corresponden a diversos sistemas de operación de las bolsas. Los agentes para terceros (*brokers*) -que operan en mercados de transferencia de órdenes (*order driven*)- no tienen obligación de utilizar el inventario propio para responder a las órdenes de los clientes (cuando no encuentren contraparte). En el otro extremo se encuentran los formadores de mercado (*market makers*), que están obligados a cotizar posturas de compra y venta en firme en forma ininterrumpida y a responder en forma inmediata a las órdenes del mercado. Operan en mercados de transmisión de posturas (*quote driven*), que sólo lo hacen sobre posiciones propias, y pueden ser centralizados (como las bolsas de futuros estadounidenses) o descentralizados (como NASDAQ).

En un punto medio se encuentran los “especialistas” que actúan en los remates con doble función, para operar como intermediarios puros (*brokers*) o como negociadores por cuenta propia (*dealers*). Así se logra mejorar la continuidad en la formación de precios y se eliminan desequilibrios temporales entre oferta y demanda de valores. Estos “especialistas” tienen obligaciones precisas de mantener liquidez, amplitud, profundidad y transparencia. Para ello se les puede dar concesión temporal de determinadas emisiones. Por una parte actúan en el mercado de compra-venta donde obtienen ganancias por diferenciales y por otra parte actúan en el mercado de intermediación donde obtienen comisiones.

d. Requisitos de Capital

La reglamentación de requisitos de capital para intermediarios del mercado de capitales es un terreno nuevo y poco consolidado.

Pese a la amplitud de las autorizaciones y a los bajos requisitos de capital, las firmas comisionistas tienden a concentrarse en pocas actividades.

No hay uniformidad internacional en esta materia, como la que existe para el caso de los intermediarios financieros. Usualmente se exige un capital mínimo para entrar, y además mantener alguna relación de solvencia sobre patrimonio técnico (relativa al alcance de las operaciones autorizadas). El capital mínimo le fija un piso al patrimonio técnico, aunque la complejidad o insuficiencia de los requisitos de apalancamiento debilita la relación entre capital mínimo y patrimonio técnico.

Las reglamentaciones en esta materia en Colombia tuvieron muchos cambios hasta 1993, cuando la ley 35 determinó que los montos mínimos solo podría ser modificados en adelante por ley, congelando así la base de los requisitos de capital. El capital mínimo comprende la inversión en el puesto de bolsa y un monto adicional que depende de si la firma desea o no realizar todas la operaciones autorizadas (\$400 o \$200 millones de 1993, respectivamente). El primer componente evoluciona de acuerdo con la valorización del puesto y el segundo se actualiza con el IPC. A pesar que los puestos de bolsa se han encarecido, los requisitos de capital mínimo son todavía muy bajos. Sin embargo, este no es el único instrumento de cobertura de riesgo del mercado de valores: los fondos de garantía, las pignoraciones de los puestos de bolsa y las pólizas de seguros cumplen un buen papel en este sentido.

El patrimonio técnico está constituido, además de las inversiones requeridas para ingreso a las bolsas, por el capital primario y secundario. El primero comprende el capital suscrito y pagado, la reserva legal, las primas en colocaciones de acciones, y utilidades no distribuidas pero con vocación de capitalización, menos el puesto de bolsa y las pérdidas.

El segundo comprende reservas diferentes a las legales, las porción capitalizable de las utilidades aún no distribuidas, y parte de las valorizaciones de activos (menos las del puesto), con algún ajuste por el riesgo del portafolio. El patrimonio técnico (PT) sirve de base para definir los requisitos de capital para las operaciones autorizadas.

Con todo, aunque las reglas de apalancamiento siguen en promedio las experiencias internacionales tienen demasiadas calificaciones y excepciones. Quizás para compensar los bajos requisitos de capital mínimo.

El enfoque empleado por la regulación colombiana difiere del utilizado en los países más avanzados, el cual pone más énfasis en los requisitos de capital para soportar una exposición resultante de desequilibrios entre activos y pasivos. Sin embargo, no hay consenso acerca de si la reglamentación en esta materia debe basarse en las posiciones netas o brutas (la suma de todas las

La reglamentación de requisitos de capital para intermediarios del mercado de capitales es un terreno nuevo y poco consolidado.

Aunque las reglas de apalancamiento siguen en promedio las experiencias internacionales, tienen demasiadas calificaciones y excepciones.

posiciones cortas y largas), además de las dificultades para valorar y determinar cuáles son las actividades sujetas a este tratamiento. Las posiciones netas probablemente reflejan el riesgo general de mercado, mientras las brutas posiblemente son más específicas a los riesgos de portafolios individuales, incluyendo los riesgos de crédito. Todavía no hay acuerdo sobre lo que se desea controlar. Por ejemplo, Estados Unidos y Japón tienen requisitos basados en las posiciones brutas, mientras que el Reino Unido los hace sobre las netas. Por su parte, Basilea y la Unión Europea recomiendan las dos simultáneamente.

e. Incertidumbre Regulatoria

La incertidumbre regulatoria consiste en que es difícil formarse expectativas estables respecto de las reglas del juego debido a que las normas cambian con frecuencia o con facilidad. Las normas están sujetas a interpretaciones administrativas o judiciales que no necesariamente son consistentes. Además, el monitoreo es esporádico y difuso, y los indicadores de cumplimiento son costosos o vagos. De la misma manera, la incertidumbre regulatoria también afecta la eficacia y la efectividad del sistema regulatorio.

Se pueden identificar diversos factores que contribuyen a generar incertidumbre. Estos pueden ser, institucionales o no institucionales, según se trate de elementos endógenos o exógenos al sistema regulatorio. Dentro de los institucionales se puede mencionar el efecto que tienen sobre el sistema las decisiones jurisdiccionales, la insuficiencia de las definiciones legales, las dificultades para la integración normativa y la incompatibilidad con diferentes sistemas normativos. Dentro de los no institucionales, cabe resaltar el temor o el desconocimiento de algunos funcionarios públicos y la volatilidad del mercado.

Las decisiones jurisdiccionales pueden generar incertidumbre cuando son inconsistentes, cuando varían con frecuencia o cuando su alcance conlleva una forma implícita de regulación a cargo de las propias autoridades jurisdiccionales. La dificultad estriba en que no existen mecanismos formales y coercitivos de consistencia para las decisiones jurisdiccionales a todo nivel (esto es, en todas las instancias judiciales). Por otro lado, tampoco existen jurisdicciones especializadas en temas financieros y del mercado de capitales que se caracterizan por su especial tecnicismo.

A esto, se suma la insuficiencia de las definiciones legales la cual se manifiesta por la permanente necesidad de variar las definiciones básicas (mercado público, oferta pública, etc.) que refleja la ausencia de criterios funcionales. Por otra parte el sistema regulatorio del mercado de capitales es influenciado por

La incertidumbre regulatoria también afecta la eficacia y efectividad del sistema regulatorio.

Las decisiones jurisdiccionales pueden generar incertidumbre cuando son inconsistentes, cuando varían con frecuencia o cuando su alcance conlleva una forma implícita de regulación a cargo de las propias autoridades jurisdiccionales.

múltiples tipos de legislación como la tributaria, societaria, penal y la contable, que no resultan necesariamente compatibles.

Como resultado, el sistema conduce a la desvalorización de las normas, promueve el comportamiento elusivo y evasivo y abre un espacio para la presión política y los intereses particularistas.

4. Implicaciones Institucionales del Marco Jurídico

Las implicaciones institucionales del marco jurídico se pueden resumir en los siguientes puntos:

- El sistema regulatorio del mercado de capitales no se ha estructurado a partir de una concepción funcional del mismo.
- Los objetivos promocionales se delegan al Superintendente, sin criterios específicos y sin requerir concepto de la Sala. En principio, la eficiencia y la competitividad han quedado así relegadas a un segundo nivel frente a la protección individual y del sistema.
- Los objetivos generales son de muy diverso orden y no hay criterios para fijar prioridades ni para arbitrar conflictos entre ellos. Dichas definiciones quedan en manos de la Sala.
- No existe un criterio homogéneo para armonizar la vigilancia subjetiva y la objetiva entre las distintas superintendencias. Por esto, en algunos casos subsiste la regulación subjetiva (ejercida sobre los sectores financiero o asegurador o por haber captación de recursos del público) sin atención a sus efectos sobre el mercado de capitales. En otros casos se pierde la vigilancia subjetiva sobre emisores no financieros en materias estrictamente societarias.
- La concentración del ámbito de aplicación del criterio de interés público en el mercado público de valores desregula las actividades excluidas. Una definición más amplia de interés público puede justificarse en algunos casos (e.g., transacciones directas entre empresas).
- La definición del mercado público de valores es competencia exclusiva de la Sala de Valores. Aunque la Sala tiene poderes amplios y funcionalmente trascendentes para autorizar productos e innovaciones, carece de facultades para asignar las responsabilidades supervisoras o para modificar las que competen a otras Superintendencias relevantes, como la Bancaria y la de Sociedades. Por otra parte, la asignación exclusiva de decisiones sobre reglas del juego a la Sala sin criterios específicos hace vulnerable la regulación a criterios represivos o meritorios.

- Se asignan importantes tareas reglamentarias al Superintendente, lo cual es problemático en la medida en que al asignarle la facultad de modificar las reglas que supervisa, se pueden generar conflictos entre sus funciones y aumentar el riesgo de la regulación meritoria. Por otra parte, las normas que regulan la supervisión son extensas y muchas de ellas casuísticas, lo cual dificulta la claridad de la tarea de supervisión.
- La codificación de normas es una facultad reservada por la Constitución al Congreso. Sin embargo, la interpretación de la Corte Constitucional impide al Gobierno realizar labores de armonización e integración de normas que serían útiles para eliminar incoherencias y redundancias. Tratándose de una legislación tan extensa y variable, esta limitación tiene gran incidencia hacia la eficacia del sistema regulatorio.
- Entre otros factores, el exceso normativo genera incertidumbre regulatoria, comportamiento oportunista y arbitraje regulatorio. Paradójicamente, más normas llevan a mayor discrecionalidad.
- Debe aprovecharse más el papel de la autorregulación como apoyo a la supervisión estatal.
- El alcance de la regulación prudencial en cuanto a requisitos de capital es restringido. Aun cuando no existen un sistema ideal, las exigencias mínimas actuales son bajas.

5. Recomendaciones en materia regulatoria e institucional

El análisis presentado en las secciones anteriores pone de presente las principales limitaciones del esquema institucional del mercado de capitales colombiano. Dado que el sistema regulatorio se encuentra definido a partir de las autorizaciones legales, la superación de muchas de estas limitaciones implican variaciones a las normas vigentes, en especial a la Ley 35 de 1993. En particular es recomendable:

1. En cuanto a la determinación del espectro de intervención estatal:
 - Precisar y ampliar la noción de interés público dada su importancia como criterio general de regulación.
 - Ampliar el campo de aplicación de la intervención más allá del mercado público de valores. Es necesario abarcar, por lo menos, las transacciones que lo afectan indirectamente.

- Utilizar una definición multifuncional para el mercado público de valores (no limitada a la oferta pública de valores).
 - Dar un enfoque funcional a la regulación.
2. Separar completamente las competencias reglamentarias generales de las de inspección, vigilancia y control entre la Sala y la Superintendencia. Adicionalmente, dotar a la Sala de una mayor capacidad técnica propia con el propósito último de desarrollar una regulación funcional.
 3. Utilizar las competencias legislativas para establecer criterios generales derivados de la definición de interés público, otorgando a las autoridades gubernamentales (la Sala) facultades de modificación de la política concreta de intervención de acuerdo con la evolución y promoción del mercado. Es decir, otorgar mayores facultades a la Sala en materia de competencias regulatorias para poder hacer frente a las innovaciones del mercado de capitales.
 4. Establecer mecanismos internos de consistencia (liderados por el gobierno) entre las reglamentaciones de diverso nivel.
 5. Incorporar un auténtico sistema de autorregulación eficiente para lo cual, es imperativo aumentar las responsabilidades delegadas a los organismos autorregulatorios y desarrollar mecanismos que los supervisen adecuadamente. Sería conveniente que el poder autorregulador no se concentrara en las bolsas, por lo que es recomendable que se organicen cuerpos de comisionistas y otros profesionales, con carácter diferente al gremial, que les permita sancionar a los asociados, dirimir conflictos entre los intermediarios y sus clientes y, eventualmente, expedir reglamentaciones. Dadas las exigencias constitucionales, la inserción de la autorregulación requeriría una modificación a la Ley 35 de 1993.
 6. El modelo básico de la Sala de Valores parece adecuado a la naturaleza del mercado que le corresponde, convoca a los sectores relevantes, se presta al enfoque funcional y a la regulación objetiva bien articulada con la subjetiva. Sin embargo es recomendable estudiar un modelo de esquema institucional diferente que, atendiendo el criterio de unificar la reglamentación pertinente del mercado financiero, permitiera un mayor grado de coordinación bajo una mayor autonomía técnica en la determinación de políticas regulatorias. Un arreglo institucional posible es el de trasladar todas las funciones regulatorias de la Superbancaria,

Supervalores y Supersociedades a una nueva Sala General autónoma, independiente y técnicamente sólida. Esta sala, a su vez, podría estar compuesta de tres subsalas especializadas en los aspectos financieros, de valores y societarios, respectivamente.

7. De forma paralela al desarrollo del mercado es viable que la reglamentación promocional y proteccionista (como la que impone la diversificación de las inversiones) se sustituya por una en la que se garantiza simplemente una mejor calificación y vigilancia de los intermediarios y los organismos de autorregulación. Ello implica reorientar la supervisión para dar mayor énfasis a la legislación societaria, a la autorregulación y a la solución de conflictos entre particulares.
8. Con miras a atenuar los efectos adversos de la incertidumbre regulatoria, se debe propender, por una mayor consistencia en las decisiones jurisdiccionales relacionadas con el mercado de capitales.
9. Con el mismo fin, se recomienda la creación de una jurisdicción especial para dirimir los conflictos entre particulares que al llegar a una instancia judicial requieran de un conocimiento especial que rebasa el puramente jurídico. Además, es necesario realizar tareas de difusión y capacitación dirigidas especialmente al sector judicial, a los organismos fiscalizadores y a los propios funcionarios públicos responsables del sistema regulatorio.
10. Con respecto a la integración del mercado, se considera deseable que las tres bolsas trabajen autónomamente a través de diferentes áreas como la armonización de sus sistemas operativos. Sin embargo, si en un plazo razonable no se materializan avances significativos será necesario una mayor participación de las autoridades regulatorias.
11. De otra parte, es indispensable completar la arquitectura de las bolsas con la autorización de nuevos tipos de agentes como los “especialistas”. Para ello se requiere determinar no solo sus facultades sino también sus obligaciones operacionales, también es necesario distinguir el comisionista puro (*broker*) del especialista (*broker-dealer*).
12. Lo anterior, requiere adecuar las reglamentaciones sobre transacciones. También convendría revisar si convienen que las autorizaciones conlleven obligaciones que conduzcan al desarrollo del mercado. Las firmas que realicen tareas como las de los “especialistas” deben estar sujetas a las mismas obligaciones de inspección, vigilancia y control.

13. En cuanto a los requisitos de capital, se recomienda⁴:

- Aplicar criterios de determinación del capital mínimo en función de las diferentes actividades que pueden realizar los intermediarios del mercado, considerando los riesgos particulares que cada una implica.
- Elevar el capital mínimo dado que tiene una importante incidencia sobre los requerimientos de patrimonio técnico, mediante un plan gradual anunciado que ofrezca flexibilidad según el alcance de las operaciones de los comisionistas y que sea precedido por un régimen de transición escalonado y viable.
- Mantener en manos de Congreso la determinación del capital mínimo ya que asegura estabilidad regulatoria.
- Reducir la complejidad de las reglas que limitan las operaciones de acuerdo con el patrimonio técnico.

14. En relación a los grupos financieros se recomienda complementar el esquema actual de regulación consolidada con medidas para aislar algunas filiales reguladas como las bursátiles y las aseguradoras. Igualmente se requiere equilibrar la regulación consolidada financiera para que sea integral y no orientada a la de filiales “off-shore” y proseguir la armonización de los estándares de valoración aplicables a todo tipo de entidades, para tener medidas comunes de capital y reducir el arbitraje regulatorio. También es necesario mejorar el diseño y la vigilancia de las reglas especiales para las transacciones intragrupo. La supervisión de grupos requiere fortalecer la coordinación regulatoria.

⁴ Estas recomendaciones no son compartidas por la totalidad de los miembros del Consejo Directivo de la Misión.

IX. RESUMEN Y CONCLUSIONES

En los capítulos anteriores se han realizado una serie de recomendaciones sobre las diferentes actividades a emprender con el propósito de dinamizar el mercado de capitales en Colombia. Del análisis realizado queda claro que no existen soluciones fáciles. No es posible identificar una decisión, una herramienta o una política, que por sí sola resuelva todos los problemas del mercado. Existen, por el contrario, múltiples actividades a realizar por los diversos agentes -públicos y privados- que componen el mercado.

Antes de resumir las recomendaciones vale la pena recordar las razones por las cuales es importante desarrollar el mercado de capitales. ¿Qué gana una sociedad al contar con un mercado de capitales más profundo y eficiente? Para responder esta pregunta es preciso tener en cuenta que el mercado de capitales no es exclusivamente un mercado de recursos, sino que también es un mercado de riesgos, información y derechos de control, que resultan fundamentales para el proceso de conversión del ahorro en inversión. A mayor desarrollo relativo del mercado de capitales, mayor la competencia entre diferentes instrumentos para captar el ahorro y mayores las oportunidades y herramientas para la financiación de la inversión. Un mercado de capitales más competitivo trae consigo mejores mecanismos para monitorear las empresas, para evaluar sus decisiones y para ofrecer instrumentos que permitan cubrir riesgos. En ausencia de estos instrumentos algunos proyectos de inversión deseables no pueden ejecutarse.

Esto es importante dado que el gran reto que enfrentará la economía colombiana durante los próximos años será el de lograr incrementar sus niveles de ahorro e inversión para, de esta forma, acelerar el crecimiento económico de largo plazo. El objetivo debe ser elevar la formación de capital fijo a un nivel cercano al 25% del PIB, lo cual requiere de un aumento de cinco puntos porcentuales frente a su nivel actual. En el caso del ahorro, el esfuerzo es aún mayor ya que las tasas actuales son bajas (15% del PIB). En el largo plazo, sólo con disponibilidad de ahorro propio se pueden sostener las tasas de inversión deseadas. Además de permitir la elevación de las tasas de ahorro e inversión, el desarrollo del mercado de capitales

Del análisis realizado queda claro que no existen soluciones fáciles.

¿Qué gana una sociedad al contar con un mercado de capitales más profundo y eficiente?

A mayor desarrollo relativo del mercado de capitales, mayor la competencia entre diferentes instrumentos para captar el ahorro y mayores las oportunidades y herramientas para la financiación de la inversión.

contribuye a mejorar la eficiencia en la intermediación de recursos en la economía. Con ello, una mayor proporción del ahorro se convierte efectivamente en inversión.

La evidencia internacional es categórica: los países que cuentan con mercados de capitales más desarrollados registran, en promedio, mayores tasas de crecimiento. La pregunta es entonces, ¿Cómo desarrollar el Mercado de Capitales? Para contestar esta pregunta es necesario reconocer que hay muchos tipos de mercados de capitales. Como se ha mencionado repetidamente en este informe, en el mundo moderno los mercados de capitales tienen dos componentes fundamentales. De una parte, se encuentran los intermediarios financieros, encargados de captar ahorro del público y trasladarlo a los inversionistas que requieren recursos. De otra parte, algunos instrumentos, como las acciones y los bonos, permiten que las empresas con necesidades de financiación capten directamente el ahorro personal e institucional. Esta distinción ha dado pie para que se hable de un mercado de capitales intermediado (o bancario) y otro no intermediado (o de instrumentos).

La evaluación de los modelos alternativos de mercados de capitales muestra que tanto los sistemas basados en intermediarios como los basados en instrumentos tienen fortalezas y debilidades, motivo por el cual una estrategia que promueva el desarrollo balanceado del mercado parece ser la mejor opción. Un sistema más diversificado ayuda a reducir los riesgos globales de una economía, al tiempo que introduce más competencia, lo cual reduce los costos de intermediación.

Por ello, los gobiernos no deben privilegiar un modelo a costa del otro. En el pasado, el patrón de intervención estatal en Colombia favoreció, a través de diversos mecanismos, el financiamiento de las empresas a través del crédito, en detrimento de la emisión de acciones y bonos, de la innovación financiera y del diseño de herramientas para el manejo del riesgo. Como consecuencia, este segmento del mercado experimentó un deterioro continuo hasta finales de los años ochenta. Por ello, su nivel de desarrollo es incipiente, incluso cuando se le compara con el de otros países similares al nuestro. En contraste con el comportamiento de muchos otros indicadores sociales y económicos, los índices de desarrollo del mercado de capitales no bancario en Colombia son aún los de una economía de bajos ingresos.

El que Colombia no cuente con un mercado de capitales acorde con sus necesidades implica también que los beneficios de un mayor desarrollo en este frente son enormes.

Los países que cuentan con mercados de capitales más desarrollados registran mayores tasas de crecimiento.

¿Cómo desarrollar el Mercado de Capitales?

La Misión del Mercado de Capitales tuvo como propósito fundamental plantear una serie de recomendaciones de política con el fin de promover el desarrollo armónico del mercado de capitales en Colombia, lo cual implica eliminar los sesgos en contra del segmento no intermediado o de instrumentos. Sin embargo, no debe perderse de vista que la larga historia de desarrollo del mercado de capitales intermediado o bancario condiciona las opciones disponibles. A lo largo de los años, y en especial durante la posguerra, se han consolidado fuertes relaciones de complementariedad entre los intermediarios financieros y las empresas del sector real. Por ello, el proceso de cambio exige reconocer una estructura existente, la cual sólo puede modificarse en el margen al incorporar nuevos actores e instrumentos.



El análisis macroeconómico revela, con base en las cifras colombianas y de otros países, que la estabilidad económica - entendida como la menor variabilidad en las principales variables macroeconómicas- constituye el ambiente propicio para el desarrollo y la profundización del mercado de capitales. Más aún, para que la intermediación de recursos por la vía de la emisión de instrumentos, como las acciones y los bonos, pueda consolidarse se requiere de bajos niveles en las tasas de interés y de inflación. Cuando estas variables registran niveles elevados se estimula el segmento del mercado basado en intermediarios que, como en Colombia, ofrecen depósitos indexados.

Dado lo anterior, resulta claro que en Colombia se deben reforzar las instituciones que propenden por una mayor estabilidad macroeconómica. Dentro de ellas juega un papel central el Banco de la República, especialmente bajo la independencia y autonomía otorgada por la Constitución de 1991. El propósito de reducir la inflación en Colombia es, a todas luces, un eslabón esencial en la estrategia de desarrollo del mercado de capitales no bancario.



Desde hace una década se han adoptado en el país importantes decisiones con el fin de promover el desarrollo del mercado de capitales. Los sesgos tributarios en contra de la emisión de acciones se han eliminado mediante una secuencia de reformas tributarias, de las cuales la ley 75 de 1986 fue pionera al propiciar la eliminación simultánea de la deducibilidad del componente inflacionario de los intereses, de las diferencias en la tarifa de renta aplicable a las sociedades anónimas y

La estabilidad económica constituye el ambiente propicio para el desarrollo y la profundización del mercado de capitales.

El propósito de reducir la inflación en Colombia es esencial en la estrategia de desarrollo del mercado de capitales no bancario.

Desde hace una década se han adoptado en el país importantes decisiones con el fin de promover el desarrollo del mercado de capitales.

limitadas, y de la doble tributación de las utilidades repartidas por las empresas.

Por su parte, las reformas estructurales de los años noventa crearon nuevos inversionistas institucionales como los Fondos de Cesantías (1990) y los Fondos Privados de Pensiones (1993). En un país tradicionalmente cauteloso frente a la inversión extranjera, constituyó un claro avance el que a los fondos extranjeros se les permitiera invertir en acciones y bonos (1991) en el mercado colombiano.

Las reformas también actuaron sobre la oferta de nuevos instrumentos al introducir las acciones preferenciales sin derecho a voto (1990) y la titularización de activos (1992). La expedición de un nuevo Código de Comercio (1995) aumentó las exigencias de suministro de información al mercado por parte de las empresas y simplificó, con algunas excepciones importantes, las mayorías requeridas para la toma de decisiones. Esta reforma tuvo el propósito de facilitar la desconcentración de la propiedad, lo cual es altamente deseable dadas las características del mercado bursátil colombiano.

Pese a que las reformas adoptadas han seguido de cerca las recomendaciones de libro de texto en la materia, los resultados aun no son plenamente satisfactorios. Por ello, cabe preguntarse cuáles son las modificaciones adicionales que es necesario introducir.



Especial atención merecen las recomendaciones relacionadas con la emisión de papeles en el mercado colombiano. La Misión analizó con detalle los factores que desestimulan la utilización de las acciones y los bonos como fuente de financiación de las empresas. En primer lugar, la ausencia de market makers, atribuible -en parte- al bajo nivel de capitalización de la mayoría de las sociedades comisionistas, unida a la baja capacidad operacional e investigativa en muchas de ellas, es un factor que limita la promoción de diferentes alternativas de inversión.

En virtud de lo anterior, la Misión propone fortalecer gradual y selectivamente la situación patrimonial de las firmas comisionistas. Además, se recomienda evaluar la posibilidad de permitir a los intermediarios financieros realizar las tareas de underwriting. Con ello se introduciría mayor competencia en las labores de mercadeo y promoción de este tipo de instrumentos. Sin embargo, el objetivo final es el de lograr una mayor

Pese a que las reformas adoptadas han seguido de cerca las recomendaciones de libro de texto en la materia, los resultados aun no son plenamente satisfactorios.

La Misión propone fortalecer gradual y selectivamente la situación patrimonial de las firmas comisionistas.

complementariedad entre las firmas comisionistas de bolsa y las corporaciones financieras, donde estas últimas desarrollen los canales de distribución y de contacto con el mercado.

De otra parte, es necesario racionalizar los requisitos de información del mercado balcón para facilitar el acceso de las firmas pequeñas al mercado de capitales. No obstante, para promover el acceso de las firmas nuevas o pequeñas existen otros mecanismos diferentes al mercado balcón. Por ejemplo, la promoción de las emisiones mancomunadas mediante el mecanismo de fiducia reduce los costos y el riesgo de estas emisiones. Igualmente, los fondos de capital de riesgo pueden garantizar las emisiones de firmas individuales o realizar la emisión directamente. En ambos casos es necesario que el gobierno impulse una serie de actividades tendientes a familiarizar a los empresarios con estas opciones.

En cuanto al mercado de renta fija, pese a que en los últimos años se han reducido significativamente los requerimientos de la oferta pública, persisten dificultades relacionadas con los costos asociados a los trámites de las emisiones.

De acuerdo con la encuesta realizada, los inversionistas perciben que es más complejo y costoso endeudarse a través de este mecanismo, en comparación con otras alternativas. Para profundizar el mercado secundario, se propone homogeneizar el tipo de papeles ofrecidos, con lo cual se facilita su sustituibilidad.

Es de resaltar que los estímulos tributarios a las empresas inscritas en las bolsas, o a aquellas que estando inscritas emitan acciones, no hacen parte del cuerpo central de las recomendaciones de este informe. Las razones para ello están asociadas al precario éxito de estas iniciativas en el pasado en Colombia y a la falta de evidencia internacional que justifique una acción en esta materia. La Misión decidió limitar el uso de las exenciones tributarias como recomendación de política, en parte porque la selectividad requerida para su efectividad es difícil de lograr en la práctica.

En el caso de la emisión de acciones, en teoría, se podría premiar con tarifas diferenciales del impuesto de renta a aquellas empresas que emitan acciones como mecanismo de financiación. Esta decisión podría justificarse debido a que la ampliación en el tamaño del mercado bursátil genera una externalidad: al inscribirse en bolsa una empresa el mercado se hace más atractivo para que otras empresas participen en él. Sin embargo, cuando la propiedad de las acciones inscritas o emitidas está exageradamente concentrada, o cuando la bursatilidad de las

Es necesario racionalizar los requisitos de información del mercado balcón para facilitar el acceso de las firmas pequeñas al mercado de capitales.

Es de resaltar que los estímulos tributarios no hacen parte del cuerpo central de las recomendaciones de este informe.

La selectividad requerida para su efectividad es difícil de lograr en la práctica.

mismas es muy limitada, la externalidad es mucho menor. Por ello, se requiere que la política sea en extremo selectiva, lo cual entra en conflicto con su efectividad y crea un amplio espacio para prácticas distorsionantes. En suma, los costos de estas exenciones, o *loop-holes* en la terminología anglosajona, pueden superar los beneficios.

No obstante, es indudable que la posibilidad de auditorías fiscales sobre resultados anteriores es un factor que desestimula la inscripción de empresas en las bolsas de valores. Por ello, el otorgamiento de amnistías tributarias para empresas que tomen esta decisión no puede descartarse de plano. Esta acción puede resultar necesaria si se quiere que las medidas propuestas en este informe tengan algún efecto. Este sería un buen complemento a los estímulos tributarios existentes por el lado de la demanda descritos en este informe.



Las emisiones de papeles por parte del sector público pueden contribuir a consolidar y profundizar el mercado de capitales. En el caso de los instrumentos de la Nación, los esquemas, montos y plazos de colocación aún son característicos de un mercado incipiente, ilíquido y altamente intervenido. La eliminación de las colocaciones obligatorias y convenidas de TES es un prerequisite para el establecimiento de un esquema competitivo y transparente de emisión, que a su vez otorgue mayor liquidez al mercado secundario. En igual sentido, la Misión recomienda permitir a los intermediarios financieros ejercer las funciones de agentes colocadores así como de *underwriters*. A igual de lo que ocurre con los papeles privados, hace falta una mayor participación de *market-makers* que asuman posiciones propias. La mayor liquidez del mercado es a todas luces necesaria, ya que la Ley 31 de 1992 establece que a partir de 1999 es obligatorio sustituir los Títulos de Participación que emite el Banco de la República, con plazos inferiores a un año, por bonos de la Nación. El control monetario del Banco de la República tendrá lugar a través de la compraventa de TES, de acuerdo con la práctica común en los países desarrollados.

En cuanto al diseño específico de los TES, es preferible ofrecer inicialmente una gama restringida de productos. Los plazos actualmente existentes deberán ser ampliados en el mediano plazo con el fin de crear una curva de referencia para instrumentos de plazos más largos. Un porcentaje de las emisiones se debe realizar en bonos a tasa flotante, los cuales permiten ampliar el espectro de inversionistas potenciales. Sin embargo, no debe perderse de vista el efecto desplazamiento

La eliminación de las colocaciones obligatorias y convenidas de TES es un prerequisite para el establecimiento de un esquema competitivo y transparente de emisión.

Es imperativo que el crecimiento en la emisión de estos papeles oficiales se modere a fin de evitar un agotamiento del mercado para los instrumentos del sector privado.

de los TES sobre los instrumentos privados, especialmente los CDTs. Por ello, es imperativo que el crecimiento en la emisión de estos papeles oficiales se modere a fin de evitar un agotamiento del mercado para los instrumentos del sector privado.

De otra parte, la mayor necesidad y capacidad de apalancamiento de recursos por parte de los entes territoriales puede significar grandes oportunidades para el crecimiento del mercado de capitales. De acuerdo con la situación financiera de los diferentes departamentos y municipios, la Misión considera que aquellos con menor capacidad financiera requerirán de intermediarios, mientras que los de mayor tamaño podrán recurrir directamente al mercado de bonos. Para el primer grupo resulta poco recomendable la implantación de un banco de primer piso especializado para préstamos a municipios y departamentos. Es improbable que una institución de este tipo sea capaz de asumir los riesgos ante un número de clientes tan limitado y con baja capacidad de ahorro. Como más realista y probable, se sugiere que FINDETER se mantenga únicamente como una entidad financiera de segundo piso con líneas de redescuento especializadas en el largo plazo. Esta entidad debería convertirse en privada o mixta y fondearse a través de la emisión de instrumentos de deuda y contratación de crédito externo. Las condiciones financieras permitirían obtener un margen de intermediación positivo. Por su parte, para la cofinanciación de proyectos territoriales, se propone una institución estatal especializada separada de las funciones de redescuento de la institución propuesta.

Con respecto a los límites de endeudamiento planteados en el proyecto de ley presentado por el Ejecutivo, la Misión propone incluir un indicador adicional que mida el flujo de ahorro primario del municipio durante el período en el que se tendrá que pagar la deuda. Se podría establecer que el valor presente neto del servicio de la deuda no excediera el 40% del valor presente neto del ahorro corriente. Por último, el proceso de aprobación para la emisión de bonos es largo y complicado. En tal sentido, se sugiere la agilización de dichas aprobaciones por medio de la adopción de controles sobre el nivel global de endeudamiento y no sobre las diferentes alternativas individuales de financiación (bonos, bancos comerciales, redescuento).

Para promover el desarrollo del mercado de bonos es necesario diseñar mecanismos que permitan un flujo de información confiable y oportuno. En este sentido, resulta de especial importancia que los entes territoriales adopten los estándares de la Contaduría General de la Nación y que el Ministerio de Hacienda publique periódicamente indicadores sobre el estado de las finanzas territoriales.

Resulta poco recomendable la implantación de un banco de primer piso especializado para préstamos a municipios y departamentos.

FINDETER debería convertirse en privada o mixta y fondearse a través de la emisión de instrumentos de deuda y contratación de crédito externo.

Para el mediano y largo plazo se propone el desarrollo de bonos garantizados por el retorno de proyectos de inversión. Estos instrumentos podrían ser emitidos por administraciones locales y regionales para financiar proyectos de infraestructura como acueductos y alcantarillados, electricidad y telecomunicaciones, entre otros, y podría gozar transitoriamente de una exención tributaria sobre sus rendimientos.

Sin duda, las mayores oportunidades para el mercado de capitales por parte del sector público provienen de las necesidades de financiamiento y la posible enajenación de las empresas de servicios públicos. Es conocido que la participación de empresas de servicios públicos en los mercados domésticos de capitales ha jugado un papel central en el desarrollo de los denominados mercados emergentes.

Sin duda alguna, la conversión de las empresas públicas en empresas inscritas en las bolsas constituye la mejor herramienta para modificar las condiciones del mercado bursátil, especialmente cuando éste se encuentra atrapado en un mal equilibrio -con pocas empresas inscritas, baja bursatilidad y elevada concentración-.

Para agilizar ese proceso se proponen diferentes acciones, entre las cuales sobresale la obligatoriedad por ley de realizar dicha conversión. Además, es necesario revisar las convenciones colectivas y mejorar la administración de las empresas (incluyendo el recaudo de la cartera y los niveles de pérdidas técnicas y negras). Se sugiere no sólo verificar el cálculo actuarial del pasivo laboral sino también un cambio legal que permita la conversión de expectativas pensionales en derechos accionarios en las empresas.

La experiencia internacional indica que la venta de paquetes accionarios que no dan control de la empresa reducen el precio de venta. Asimismo, el desempeño financiero y operativo de las empresas privatizables disminuye en la medida que se acerca el día de la venta, de ahí la existencia de una relación negativa entre el precio de venta final y el tiempo que dure todo el proceso. En suma, más que dilatar el proceso reestructurando las empresas, hay que vender rápido y sin demasiadas restricciones.

Dadas las características de las empresas, en la mayoría de los casos se requerirá un inversionista estratégico que asuma su control y administración. A dicho inversionista se le venderían las acciones en primera instancia a través de procesos en las bolsas de valores, una vez ofrecidas al sector solidario y los trabajadores de acuerdo con el marco constitucional. Posterior-

La conversión de las empresas públicas en empresas inscritas en las bolsas constituye la mejor herramienta para modificar las condiciones del mercado bursátil.

mente, se podrían colocar las acciones en el mercado de valores, ampliando así la oferta de acciones en Colombia. Es recomendable, que el bloque entero de títulos valores se venda al socio estratégico con la consecuente obligación de posteriormente vender un porcentaje determinado de manera amplia y transparente.



Las recomendaciones en el campo de la oferta de papeles deben ser complementadas con algunas reformas que permitan estimular la demanda por parte de diferentes tipos de inversionistas. En particular, pese a que la demanda ejercida por los inversionistas institucionales se multiplicará entre 3 y 4 veces en el curso de los próximos cinco años, el marco regulatorio para la operación de estos agentes es aún restrictivo. Por ejemplo, en el caso de las aseguradoras y los fondos mutuos de inversión, deben adoptarse mecanismos expeditos para autorizar nuevas formas de inversión. Así mismo, deben simplificarse los sistemas de topes máximos de inversión que aplican a todos los grupos de inversionistas institucionales. Más específicamente, para las compañías de seguros se recomienda eliminar la distinción que establece la norma, en materia de topes, entre el 40% de las reservas y el resto de inversiones admisibles. El rígido sistema de topes se aplica en la actualidad de manera indiscriminada, sin tener en cuenta el horizonte temporal de los riesgos cubiertos ni las necesidades de liquidez. Puesto que no sería deseable establecer diferentes sistemas de topes para los diferentes negocios aseguradores, debe avanzarse hacia un sistema común más sencillo. En los casos de los fondos de pensiones y cesantías también es recomendable que la estructura de topes máximos sea simplificada, dejando un solo nivel de topes por instrumento.

La Misión evaluó la conveniencia de fijar un porcentaje mínimo de inversión en acciones, como de hecho se hace en el caso de los fondos mutuos. Se podría fijar un mínimo de inversión en acciones para los fondos de pensiones y cesantías, ubicado entre el 3% y 5% del valor del fondo y al cual podría llegarse de manera gradual, lo cual actualmente no enfrentaría problemas de oferta. Sin embargo, estos requisitos no son ideales ya que el fin último de los fondos es maximizar el valor de las pensiones de los trabajadores.

La regulación sobre topes máximos ha buscado, entre otros objetivos, la limitación del riesgo que pueden asumir los inversionistas. Las reglas de valoración de activos -que requieren de un buen sistema de calificación de riesgo- son una forma más

En el caso de las aseguradoras y los fondos mutuos de inversión, deben adoptarse mecanismos expeditos para autorizar nuevas formas de inversión.

directa de lograr ese propósito. Al respecto se propone la obligatoriedad de calificación de todas las emisiones de papeles de renta fija con plazos superiores a un año, lo cual requiere de una ampliación en el número de firmas que prestan estos servicios (las cuales no deben tener intereses en los negocios que se realizan en el mercado). La calificación puede servir además como criterio automático para autorizar la inversión en nuevos papeles por parte de los inversionistas institucionales.

Un capítulo importante de las recomendaciones en este frente se relaciona con las modificaciones requeridas a la fórmula de la rentabilidad mínima. La definición actual de rentabilidad mínima para los fondos de pensiones y cesantías - basada parcialmente en un cálculo de la rentabilidad promedio de los fondos- tiende a desestimular la toma de riesgos, homogeneizar los portafolios y reducir la rentabilidad ofrecida a los afiliados. Para corregir estos inconvenientes se recomienda establecer una banda dentro de la cual pueda fluctuar la rentabilidad de los fondos. Si la rentabilidad del fondo resulta superior al techo de la banda, un porcentaje del excedente se destina a un fondo de estabilización. Si resulta menor al límite inferior, la administradora deberá afectar el fondo de estabilización y, si éste es insuficiente, su patrimonio. El nivel alrededor del cual se fijaría la banda sería el promedio de la rentabilidad del portafolio de los fondos, el cual debe incluir inversiones en acciones. El techo se constituiría en un estímulo para invertir en papeles con mayores rendimientos y riesgo (como las acciones) que permiten engrosar el fondo de estabilización. Sin embargo, una vez el mercado haya madurado se debe revisar la metodología de cálculo de la franja de rentabilidad, la cual debe simplificarse tomando como punto de referencia el rendimiento de los papeles del tesoro.

Por último, de acuerdo con la experiencia internacional, la normatividad debe avanzar gradualmente hacia sistemas más sencillos, con mínima intervención de las entidades reguladoras y un máximo apoyo de la información pública de calificadoras de riesgo y de disclosure por parte de inversionistas y emisores.

A pesar de los avances recientes, es preciso mejorar algunos aspectos que reducen la competitividad del mercado colombiano frente a la inversión extranjera de portafolio. Por ejemplo, debe facilitarse el proceso de aprobación de los fondos, mediante la eliminación de la traducción, consularización y demás obstáculos a la autorización automática. De otra parte, la Misión llama la atención sobre la necesidad de corregir el sesgo tributario que aún persiste en contra de las inversiones en papeles de renta fija por parte de este tipo de agentes.

Se propone la obligatoriedad de calificación de todas las emisiones de papeles de renta fija con plazos superiores a un año.

Se recomienda establecer una banda dentro de la cual pueda fluctuar la rentabilidad de los fondos de pensiones y cesantías.

Se deben simplificar los trámites para los fondos de inversión extranjera.

En el campo de los nuevos instrumentos, la Misión considera necesario dinamizar la emisión de titularizaciones, cuyo marco legal está relativamente desarrollado. Se requiere una normatividad neutral (tributariamente) y flexible en la que los activos generadores del título (que en realidad es una anotación contable) se saquen del balance de la sociedad emisora. Para que el vehículo tenga éxito es necesario hacer obligatoria la calificación del papel por parte de una firma especializada, así como la presencia de una sociedad gestora independiente de los emisores. En otros frentes, es deseable acelerar el desarrollo de una metodología para el cálculo de los índices de siniestralidad que permita diferenciar y cuantificar los riesgos más importantes a que están expuestos los activos titularizables. También es necesario que las sociedades calificadoras de valores midan el riesgo de los activos titularizados independientemente del resto de los activos del originador. Se requiere, a su turno, continuar con el proceso de reglamentación contable de los diversos tipos de titularización (cartera del sector real, cánones de leasing, inmuebles y proyectos de construcción, flujos futuros, etc.) y definir con exactitud la metodología para su valoración dentro de los portafolios. Por último, es indispensable promocionar la creación de sociedades titularizadoras que asuman la totalidad de los riesgos correspondientes a los activos titularizados.

La Misión considera necesario dinamizar la emisión de titularizaciones

Los planes existentes para la financiación de proyectos de infraestructura con participación privada son amplios y ambiciosos, y como tales señalan un potencial importante para profundizar el mercado local de capitales. Sin embargo, se requiere clarificar la distribución de los riesgos entre los agentes. Para aquellos asumidos por el Estado, se deben crear esquemas de garantías que aseguren la liquidez y el pago oportuno en caso necesario. Para ello, la Misión recomienda crear una entidad o fondo que otorgue garantías y mejore la rentabilidad de los proyectos. Este fondo podría colocar instrumentos de deuda y capital directamente que amplíen así la oferta en el mercado.

Los planes existentes para la financiación de proyectos señalan un potencial importante para profundizar el mercado local de capitales.

Para promover la financiación de proyectos de infraestructura a través del mercado local de capitales se pueden establecer diversos mecanismos que premien a los proponentes que introduzcan esquemas para el desarrollo del mercado de capitales. Finalmente, en una fase de transición y ampliación hacia la financiación local de proyectos de infraestructura, el Estado puede crear un banco de inversión especializado cuyas acciones podrían ser colocadas en el mercado de capitales. La calificación de riesgo de los proyectos de infraestructura sería un elemento importante para posibilitar la participación de inversionistas institucionales en esta clase de financiaciones en el mercado local.

Pese a los esfuerzos realizados por los últimos gobiernos, el país tiene un déficit habitacional cualitativo y cuantitativo de alrededor de 2 millones de viviendas. Por ello, se hace necesario introducir nuevos instrumentos alternativos para el financiamiento de la vivienda. Entre ellos, el leasing habitacional reviste una particular importancia para el desarrollo del mercado de capitales ya que requiere de la titularización de los flujos de los arrendamientos y la conformación de Fondos de Ahorro y Vivienda especializados que invierten el ahorro de los arrendatarios.

Para que un importante segmento de demandantes potenciales de vivienda acceda al sistema de leasing habitacional, se requiere contar con niveles decrecientes de inflación y crecientes de ingreso, así como mantener un sistema de subsidio que se entregue al principio del contrato de leasing, con el fin de reducir los requerimientos de cuota mensual. Para que el instrumento pueda introducirse se considera absolutamente necesario evitar la aplicación de otras normas vigentes, por ejemplo en materia de arrendamientos o de contratos de leasing, que harían inoperante el nuevo sistema. Esto de por sí requeriría una ley.

Por último, en el país los agentes productivos enfrentan riesgos que sólo pueden cubrir deficientemente, por lo que el terreno está abonado para introducir mecanismos de cobertura mejor diseñados y más eficientes. Si en el futuro se quiere que las necesidades de cobertura sean satisfechas por agentes e instrumentos idóneos, la mayor inversión que el país debe hacer debe estar dirigida a conformar y entrenar un grupo de comisionistas altamente especializados, capacitar a los proveedores de software y hardware, y actualizar a las compañías que ofrecen servicios de contabilidad y asesorías legales.

En cuanto a la estructuración del mercado, es necesario definir si es deseable crear sólo una bolsa de futuros y opciones, o si también se va a permitir la existencia de un mercado sobre-el-mostrador (OTC). La existencia de más de una plaza, además de la bolsa, para canalizar, mercadear y transar los derivados evita otorgar poderes monopólicos a esta última, con los beneficios adicionales que trae la competencia. La Misión recomienda, por lo tanto, adoptar un sistema donde coexistan la bolsa de derivados y el OTC.

Basados en la volatilidad de las variables macroeconómicas se recomiendan, en primera instancia, los forwards y opciones sobre un índice de tasas de interés de corto plazo y sobre la tasa de cambio peso-dólar. Mercados activos con estos instrumentos

El leasing habitacional reviste una particular importancia para el desarrollo del mercado de capitales.

La Misión recomienda adoptar un sistema donde coexistan la bolsa de futuros y opciones con un mercado sobre el mostrador.

Se recomienda los forwards y opciones sobre un índice de tasas de interés de corto plazo y sobre la tasa de cambio peso-dólar

como base darán lugar al surgimiento de otros derivados (p. ej., swaps) en el futuro. Por otra parte, el mercado de bonos se vería beneficiado con la creación de un derivado sobre un instrumento con 3 a 5 años de madurez, en la medida en que el mecanismo que genere el precio de dicho derivado ayudaría a extender la curva de rendimiento (*yield curve*) en Colombia.

En el caso colombiano la legislación no contempla expresamente la posibilidad de crear un mercado de derivados y por lo tanto se deben dar pasos en este sentido. Por otra parte, internacionalmente hay tendencias hacia un sistema unificado de regulación, en la medida en que, trátase de bolsa de valores, de derivados o del mercado OTC, se deben proteger los fondos del público y propender por la integración financiera del mercado. Por esta razón, en las circunstancias actuales sería deseable que los mercados de derivados quedaran bajo la vigilancia de la Superintendencia de Valores.



Como se mencionó arriba, el desarrollo del mercado de capitales depende de reformas institucionales, muchas de las cuales exigen cambios a las normas vigentes, en especial a la Ley 35 de 1993. En particular es necesario precisar y ampliar la noción de interés público dada su importancia como criterio general de regulación. Para ello se debe ampliar el campo de aplicación de la intervención más allá del mercado público de valores. Un aspecto adicional que se considera prioritario es el de separar completamente las competencias reglamentarias generales de las de inspección, vigilancia y control entre la Sala y la Superintendencia. Asimismo, se debe dotar a la Sala de una mayor capacidad técnica propia con el propósito último de desarrollar una regulación funcional.

El modelo básico de la Sala de Valores parece adecuado a la naturaleza del mercado que le corresponde, convoca a los sectores relevantes, se presta al enfoque funcional y a la regulación objetiva bien articulada con la subjetiva. Sin embargo, es recomendable estudiar un modelo de esquema institucional diferente que, atendiendo el criterio de unificar la reglamentación pertinente del mercado financiero, permitiera un mayor grado de coordinación bajo una mayor autonomía técnica en la determinación de políticas regulatorias. Un arreglo institucional posible es el de trasladar todas las funciones regulatorias de la Superbancaria, Supervalores y Supersociedades a una nueva Sala General autónoma, independiente y técnicamente sólida. Esta sala, a su vez, podría estar compuesta de tres subsalas especializadas en los aspectos financieros, de valores y societarios, respectivamente.

El desarrollo del mercado de capitales depende de reformas institucionales, en especial a la Ley 35 de 1993.

Un arreglo institucional posible es el de trasladar todas las funciones regulatorias de la Superbancaria, Supervalores y Supersociedades a una nueva Sala General autónoma, independiente y técnicamente sólida.

En sus aspectos regulatorios, el mercado debe incorporar un auténtico sistema de autorregulación. Para ello, es imperativo aumentar las responsabilidades delegadas a los organismos y entidades privadas, y desarrollar mecanismos que los supervisen adecuadamente. La Misión considera deseable que el poder autorregulador no se concentre en las bolsas, por lo que es recomendable que se organicen cuerpos de comisionistas y otros profesionales, con carácter diferente al gremial, que les permita sancionar a los asociados, dirimir conflictos entre los intermediarios y sus clientes y, eventualmente, expedir reglamentaciones. Dadas las exigencias constitucionales, la inserción de la autorregulación requeriría una modificación a la Ley 35 de 1993.

De forma paralela al desarrollo del mercado, es viable que la reglamentación promocional y proteccionista (como la que impone la diversificación de las inversiones) se sustituya por una en la que se garantiza simplemente una amplia calificación de los papeles y una mejor vigilancia de los intermediarios y los organismos de autorregulación. Ello implica reorientar la supervisión para dar mayor énfasis a la legislación societaria, a la autorregulación y a la solución de conflictos entre particulares.

Con respecto a la integración del mercado, se considera imperativo unificar gradualmente el registro de títulos, manteniendo tres bolsas independientes. Para lograr este objetivo es necesario que las tres bolsas armonicen sus sistemas operativos en el corto plazo. Sin embargo, de no materializar avances significativos será necesario una mayor participación de las autoridades regulatorias para inducir el resultado deseado. De otra parte, es indispensable completar la arquitectura de las bolsas con la autorización de nuevos tipos de agentes como los "especialistas". Para ello se requiere determinar no sólo sus facultades sino también sus obligaciones operacionales. También es necesario distinguir al comisionista puro (*broker*) del especialista (*broker-dealer*).

Aunque sin el acuerdo de todos sus miembros, la Misión recomienda elevar los requisitos de capital mínimo en función de las diferentes actividades que pueden realizar los intermediarios del mercado, considerando los riesgos particulares que cada una implica. La elevación del capital mínimo tiene una importante incidencia sobre los requerimientos de patrimonio técnico, mediante un plan gradual anunciado que ofrezca flexibilidad según el alcance de las operaciones de los comisionistas y que sea precedido por un régimen de transición escalonado y viable. Con todo, se debe mantener en manos del Congreso la determinación del capital mínimo ya que asegura una mayor estabilidad regulatoria.

El mercado debe incorporar un auténtico sistema de autorregulación.

La reglamentación promocional y proteccionista debe sustituirse por una en la que se garantice simplemente la calificación de los papeles y una mejor vigilancia de los intermediarios y los organismos de autorregulación.

Con respecto a la integración del mercado, se considera imperativo unificar gradualmente el registro de títulos, manteniendo tres bolsas independientes.

Esta claro que buena parte del éxito de la labor de la Misión depende de la capacidad que tengan los principales actores, públicos y privados, para promover el mercado. Se requiere poner en marcha una estrategia agresiva de familiarización con el mismo, la cual puede financiarse parcialmente con recursos de origen público pero cuya ejecución debe estar en manos del sector privado. Dicha estrategia debe incluir como componente central un programa de apoyo para el diseño de una estrategia financiera por parte de los empresarios. Este programa debe incluir una serie de visitas en las que se expongan las ventajas y desventajas de diferentes alternativas de financiamiento para sus empresas. Estos servicios deben ser provistos por profesionales vinculados al sector privado y académico.

Por último, para darle continuidad a las recomendaciones aquí resumidas, la Misión recomienda la conformación de un comité mixto de seguimiento, el cual deberá elaborar en el termino de un año un informe acerca del avance y el cumplimiento de estas iniciativas.

X. REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Acuña, R. (1995) "Fondos de Inversión de Desarrollo de Empresas", mimeo, Santiago, Chile.
- Alexander, M. y C. Carlos (1993) "Argentina's Privatization Program", *World Bank CFS Discussion Paper Series* (Agosto).
- Alexander, W.E., J. Tomás y T. Baliño (1995) "The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy", *IMF Occasional Paper* 126.
- Allen, F. y D. Gale (1994) *Financial Innovation and Risk Sharing*, MIT Press.
- Allen, F. y D. Gale (1995) "A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and the US", *Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper* 95-3.
- Allen, F. y D. Gale (1995) "Universal Banking, Intertemporal Risk Smoothing, and European Financial Integration", *Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper No. 95-6*.
- Amadeo, E. (1994) "The Politics of Privatization in Argentina", *Carnegie Council Privatization Project* No.24 (Febrero).
- Ambrose, W., P. Hennemeyer y J.P. Chapon (1990) "Privatizing Telecommunications Systems. Business Opportunities in Developing Countries", *IFC Discussion Paper* (Noviembre).
- Amihud, Y y H. Mendelson (1987) "Trading Mechanisms and Stock Returns: An Empirical Investigation", *The Journal of Finance*, Vol. 42 No. 3 (Julio).
- Anderson, D. y F. Khambata (1985) "Financing Small Scale Industry and Agriculture in Developing Countries: The Merits and Limitations of Commercial Policies", *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 33 No. 2, Enero.
- Arrau, P. (1994) *Fondos de Pensiones y Desarrollo del Mercado de Capitales en Chile: 1980 - 1993*, Serie Financiamiento del Desarrollo, CEPAL - PNUD, Santiago, Chile.
- Arrau, P. (1995) "Social Security Reform. The Capital Accumulation and Intergenerational Distribution Effect", WPS 512. World Bank, Washington.
- Asia Pacific Economic Corporation Council (1995) "Domestic Capital Market Development, Promotion of Institutional Investors", Report to the Working Group en Capital Markets, International Finance Corporation.
- Asociación Nacional de Fondos Mutuos de Inversión (1993) *Los Fondos Mutuos de Inversión y la Privatización de las Empresas del Estado*, Bogotá, Colombia (Octubre).
- Asquith, P. y D.W. Mullins, Jr (1986) "Equity Issues and Offering Dilution", *Journal of Financial Economics* No. 15, 61-89, North Holland.
- Atje, R. y B. Jovanovic (1993) "Stock Markets and Development", *European Economic Review*, 37, 632-640, North Holland.
- Atkin, M. y T. Chuppe (1992) "Regulation of Securities Markets: Some Recent Trends and their Implications for Emerging Markets", Policy Research Working Paper WPS 829, The World Bank and International Finance Corporation, Washington, D.C. (January).
- Atkinson, A. (1993) "Voucher Privatization", *Journal of Financial Economics*, Vol. 25: 249-266.
- Atkinson, A. (1995) *Privatizing Russia*, MIT Press.
- Atkinson, A., A. Shleifer y R.W. Vishny (1994) "A Theory of Privatization", *mimeo* (Julio).
- Ayala, U. (1995) "¿Qué se ha Aprendido de las Reformas Pensionales en Argentina, Colombia, Chile y Perú?", versión actualizada de un trabajo presentado en la *II Conferencia sobre Seguridad Social, Reformas Pensionales y Desarrollo del Mercado de Capitales*, Washington.
- Ayala, U. y J. Olaya (1995) "La Regulación y el Marco Institucional del Mercado de Capitales en Colombia", *mimeo*, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.
- Baer, H. y L. Mote (1992) "The United States Financial System", en G. Kaufman (ed.) *Banking Structures in Major Countries*, Boston, Kluwer: 469-553.
- Banco de la República (1991) "La Evolución del Mercado de Capitales: Requisitos Frente a la Apertura", *Revista del Banco de la República* (Abril).

- Banco Mundial (1994) *Averting the Old Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth*, Oxford University Press.
- Barón, M., M. Montes y J.P. Trujillo (1995) "Evolución y Perspectivas de la Titularización en Colombia", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.
- Batten, D., et al. (1990) "The Conduct of Monetary Policy in the Major Industrial Countries: Instruments and Operating Procedures", *IMF Occasional Paper* 70 (Julio).
- Bekaert, G. (1995) "Market Integration and Investment Barriers in Emerging Markets", *The World Bank Economic Review*, Vol. 9 No.1: 75-95.
- Benston, G.J. y C. Smith (1976) "Transaction Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation", *Journal of Finance*, 31 (Mayo) 215-231.
- Berg, E. y M.M. Shirley (1990) "Divestiture in Developing Countries", *World Bank Discussion Papers*.
- Bernanke, B. y M. Gertler (1990) "Financial Fragility and Economic Performance", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 55, No.1, Febrero.
- Bernheim, B.B. (1987) "Ricardian Equivalence: an Evaluation of Theory and Evidence", *NBER Macroeconomics Annual 1987*, MIT Press.
- Beyer, H. (1988) "La Privatización de la Distribución de Energía Eléctrica. El caso de Chilectra Metropolitano", Centro de Estudios Públicos, Separata No.32, Santiago de Chile.
- Bikhchandani, S., et al. (1993) "U.S. Treasury Securities Market", *The Scholars Assessment Volume 1*, Midamerica Institute Research Project (Abril).
- Bilsborrow, R. (1968) "The Determinants of Fixed Investment by Manufacturing Corporations in Colombia", Tesis doctoral Universidad de Michigan.
- Black, F. (1985) "The Future of Financial Services", *Managing the Service Economy* (capítulo 8), Cambridge University Press.
- Black, F. y M.S. Scholes (1974) "From Theory to New Financial Products", *Journal of Finance*, 29 (Mayo) 399-412.
- Black, F., M.H. Miller y R.A. Posner (1978) "An Approach to the Regulation of Bank Holding Companies", *Journal of Business*, 51 (Julio) 379-412.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (1990) "Study of the Effectiveness of the Implementation of the Government Securities Act of 1986", Prepared by the Department of the Treasury, Securities and Exchange Commission, Washington, D.C. (Octubre).
- Bodie, Z. y R.C. Merton (1992) "Pension Reform and Privatization in International Perspective: The Case of Israel", Working Paper No. 92-082, Graduate School of Business, Harvard University, (Mayo).
- Bodie, Z. y R.C. Merton (1993) "Pension Benefit Guarantees in the United States: A Functional Analysis", en R Shmitt (ed.) *The Future of Pensions in the United States*, Philadelphia, University of Pennsylvania Press.
- Boeker, P.H. (1995) "Developing Capital Markets, Contrasting Latin American and East Asian Experience", en *Realizing the Full Potential of the Reform: Segunda Conferencia Hemisférica sobre la Seguridad Social y el Desarrollo del Mercado de Capitales*, BID e Institute of the Americas, Washington, (Junio).
- Bolsa de Bogotá (1986) *Los Fondos Mutuos de Inversión: un Reto a los Empresarios y Trabajadores en Pro del Ahorro y la Capitalización del País*, Bogotá, Colombia (Octubre).
- Bolsa de Bogotá (1992) *Mercado de Capitales, Banca de Inversión y Modernización en Colombia*, Bogotá (Mayo).
- Bond, G. y C. Laurence (1994) "Financing Private Infrastructure Projects. Emerging Trends from IFC's Experience", *IFC Discussion Paper* 23 (Diciembre).
- Borgatti, J.J. (1993) "Methods of Privatization of State-Owned Enterprises", en *Methods and Practices of Privatization*, United Nations, Department for Development Support and Management Services, New York.
- Booth, J.R. y R.L. Smith, II (1985) "Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis", *Journal of Financial Economics*, 15, 261-281, North Holland (September).
- Brennan, M.J. (1993) "Aspects of Insurance, Intermediation and Finance", *The Geneva Papers of Risk and Insurance Theory*, Vol. 18, No. 1, 7-30 (Junio).

- Brodie, Z. y R. C. Merton (1995) "The Information Role of Asset Prices: The Case of Implied Volatility", en *The Global Financial System - A Global Perspective: A Report of the Global Financial System Group*, Harvard Business School.
- Broll, U. y M. Gilroy (1986) "Collateral in Banking Policy and Adverse Selection", *Manchester School of Economic and Social Studies*, Vol. 54, No. 4 (Diciembre).
- Bryant, J. (1980) "A Model of Reserves, Bank Runs, and Deposit Insurance", *Journal of Banking and Finance* 4: 335-344.
- Buckberg, E. (1995) "Emerging Stock Markets and International Asset Pricing", *The World Bank Economic Review*, Vol 9, No. 1, 51-74 (Enero).
- Caballero, C. (1995) *El Estado y el Mercado de Capitales: Frustración Pasada y Optimismo sobre el Futuro* (Septiembre).
- Caballero, R.J. (1991) "On the Sign of the Investment-Uncertainty Relationship", *The American Economic Review*, LXXXI-1, 279-288 (Marzo).
- Cámara de Comercio de Bogotá (1989) "Fondos Mutuos de Inversión," *Revista de la Cámara de Comercio de Bogotá* 71 (Junio).
- Caprio, G. y P. Honohan (1991) "The Use of Market Instruments for Monetary Policy", en G. Caprio y P. Honohan (eds.) *Monetary Policy Instruments for Developing Countries*, World Bank.
- Caranza, C. (1991) "Impact of Government Deficits on Monetary Policy: The Case of Italy", en G. Caprio y P. Honohan (eds.) *Monetary Policy Instruments for Developing Countries*, World Bank.
- Cárdenas, M. y A. Escobar (1995) "Macroeconomía y Mercado de Capitales", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.
- Cárdenas, M. y J.M. Rojas (1995) "El Mercado Accionario en la Economía Colombiana", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.
- Cárdenas, M. y J.M. Rojas (1995) "La Microestructura del Mercado Bursátil Colombiano", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.
- Cárdenas, M. (1992) "Flujos de Capital e Inversión en los Modelos de Crecimiento Endógeno: un Análisis Empírico para 81 Países en Desarrollo", *Coyuntura Económica*, Abril.
- Cárdenas, M. y M. Olivera (1995) "La Crítica de Lucas y la Inversión en Colombia: Nueva evidencia", *Ensayos sobre Política Económica*, por aparecer.
- Carlin, W. y C. Meyer (1994) "The Treuhandanstalt: Privatization by State and Market", en Blanchard O.J., K.A. Froot y J.D. Sachs (eds.) *The Transition in Eastern Europe*, Vol. 2, University of Chicago Press (capítulo 14).
- Carrasquilla, A. (1992) "Estabilización Macroeconómica y Tasas de Interés en Colombia: ¿Se Agotó Otro Modelo?", en Astrid Martínez (ed.), *Apertura: Dos Años Después*, Asobancaria.
- Carrasquilla, A. (1993) "Financiamiento del Sector Público", *Debates de Coyuntura Económica* 28, Fescol-Fedesarrollo.
- Carrasquilla, A. (1995) "Bandas Cambiarias y Modificaciones a la Política de Estabilización: Lecciones de la Experiencia Colombiana", *Revista del Banco de la República* Vol. LXVIII No. 807, 22-47,(Enero).
- Carrasquilla, A. y H. Rincón (1990) "Relaciones entre el Déficit Público y Ahorro Privado: Aproximaciones al Caso Colombiano", *Ensayos sobre Política Económica* 18, Banco de la República.
- Carrizosa, M. (1986) *Hacia la Recuperación del Mercado de Capitales en Colombia*, Bolsa de Bogotá-Editorial Presencia.
- Castellanos, J. (1993) "Hacia una Nueva Estrategia de Manejo del Crédito Público", *Debates de Coyuntura Económica* 28, Fescol-Fedesarrollo.
- Castro y Laverde (1989) "Los Fondo Mutuos de Inversión, Inversionistas Institucionales en Colombia," *Inquietud Empresarial*, Universidad Pedagógica y Tecnológica de Colombia, Tunja, Vol 2, No. 2 (Noviembre).
- CEPAL-PNUD (1992) *Sistemas de Pensiones en América Latina, Diagnóstico y Alternativas de Reforma*, Vol 2, Santiago de Chile.
- CIEDESS (1994) *Modernización de la Seguridad Social en Chile*, CIEDESS, Santiago, Chile.
- Claessens, S. (1993) "Risk Management in Developing Countries", *World Bank Technical Paper* No. 235, Septiembre.

- Claessens, S. (1995) "The Emergence of Equity Investment in Developing Countries: an Overview", *The World Bank Economic Review*, Vol. 9 No.1: 1-17.
- Claessens, S., S. Dasgupta y J. Glen (1995) "Return Behavior in Emerging Stock Markets", *The World Bank Economic Review*, Vol 9, No. 1, 131-152 (Enero).
- Claessens, S. y M.W. Rhee (1994) "The Effect of Barriers to Equity Investment in Developing Countries" en J.A. Frankel (ed.) *The Internationalization of Equity Markets*, NBER - University of Chicago.
- Comisión Nacional de Energía - Ministerio de Minas y Energía (1991) "Privatización del Sector Eléctrico. La Experiencia Internacional", Editorial Presencia (Diciembre).
- Comisión Nacional de Valores (1985) "Los Fondos Mutuos de Empleados: Evolución Económica y Aspectos Legales," *Boletín de la Comisión Nacional de Valores*, Vol. 3, No. 4.
- Comisión Nacional de Valores (1991) *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).
- Congressional Committees (1990) "U.S. Government Securities: More Transaction Information and Investor Protection Measures are Needed", *U.S. General Accounting Office Report*, Washington, D.C. (September).
- Cooper, R. y A. John (1988) "Coordinating Coordination Failures in Keynesian Models", *Quarterly Journal of Economics* 103: 441-463.
- Copeland, M. (1994) "The Role of Credit in Post-stabilizing Consumption Booms", mimeo, Federal Reserve Board.
- Corbo, V. y K. Schmidt-Hebbel (1991) "Public Policies and Saving in Developing Countries", *Journal of Development Economics* 36: 89-115.
- Cornelius, P.K. (1994) "The Internationalization of Emerging Stock Markets", *Intereconomics*, 131-138 (May/June).
- Corrigan, A. y P.C. Kaufman (1990) "Understanding Treasury Bills and US Government Securities", Longmeadow Press.
- Chica, R. (1984) "La Financiación de la Inversión en la Industria Manufacturera Colombiana: 1970-1980", *Desarrollo y Sociedad*, Vol. 15-16: 195-285.
- Chicago Mercantile Exchange (1993) "A Blueprint for Reform of the Financial Regulatory Structure".
- Chisari, O. y P. Dal Bo (1994) "Portfolio Composition Regulations and Pension Funds Investments: A Short-Run Simulation Exercise for the Argentina Case", *Cuadernos UADE*, No. 29 (Septiembre).
- Cho, Y.J. (1986) "Inefficiencies from the Financial Liberalization in the Absence of Well-Functioning Equity Markets", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 18, No. 2 (Mayo).
- Chuhan, P. (1994) "Are Institutional Investors an Important Source of Portfolio Investment in Emerging Markets?", *Policy Research Working Paper* 1243, The World Bank.
- Chuppe, T.M. (1995) "El Papel de los Inversionistas Institucionales en el Mercado de Capitales de los Estados Unidos", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.
- Chuppe, T.M. y H.R. Haworth, (1989) «Global Finance: Causes, Consequences, and Prospects for the Future», *Global Finance Journal*, Volume 1, Number 1, JAI Press, Greenwich, Connecticut, Fall.
- Darst, D.M. (1985) *The Complete Bond Handbook: a Guide to All Types of Fixed Income Securities*, McGraw-Hill.
- De Gregorio, J. y P. Guidotti (1995) "Financial Development and Economic Growth", *World Development*.
- Deaton, A. (1989) "Saving in Developing Countries: Theory and Review", *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, The World Bank.
- Deaton, A. (1991) *Understanding Consumption*, Oxford University Press.
- Demirgüç-Kunt, A. y R. Levine (1995) "Stock Markets and Financial Intermediaries: Stylized Facts", presentado en la conferencia *Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth*, Banco Mundial, Washington.
- Demirgüç-Kunt, A. y V. Maksimovic (1995) "Stock Market Development and Firm Financing Choices", *World Bank Conference, February* 16-17, mimeo.

- Demirgüç-Kunt, A. y H. Huizinga (1995) "Barriers to Portfolio Investments in Emerging Stock Markets", *Journal of Development Economics*, Vol. 47, 355-374.
- Dermine, J. (ed.) (1990) *European Banking in the 1990*, Basil Blackwell.
- Dewatripont, M. y J. Tirole (1994) *The Prudential Regulation of Banks*, MIT Press.
- Diamond, D.W. (1991) "Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt", *Journal of Political Economy*, The University of Chicago, Vol. 99, No. 41
- Dooley, M., J.A. Frankel y D. Mathieson (1987) "International Capital Mobility in Developing Countries vs. Industrial Countries: what do the Savings-Investment Correlations Tell Us?", *IMF Staff Papers* 34: 503-29.
- Dumas, B (1994) "A Test of the International CAPM Using Business Cycles Indicators as Instrumental Variables", en J.A. Frankel (ed.) *The Internationalization of Equity Markets*, National Bureau of Economic Research Project Report.
- Easterly, W., C.A. Rodriguez y K. Schmidt-Hebbel (1994) *Public Sector Deficits and Macroeconomic Performance*, Oxford University Press.
- Econometría (1995) "Estudio sobre la Concentración Accionaria en Colombia", Superintendencia de Valores, mimeo (Mayo).
- Econsult, U. Católica de Chile (1992) "Estudio sobre los límites de inversión para los Fondos de Pensiones", mimeo, Santiago, Chile.
- Echavarría, J.J. y F. Tenjo (1993) "Inversión, Liquidez y Fuentes de Financiación en la Industria Colombiana", *Coyuntura Económica*, junio: 103-137.
- Edwards, J. y K. Fisher (1994) *Banks, Finance and Investment in Germany*, Cambridge University Press.
- Edwards, S. (1995) "¿Por qué Son tan Bajas las Tasas de Ahorro en America Latina? Una Comparación Internacional", en M. Aparicio y W. Easterly (eds.) *Crecimiento Económico: Teoría, Instituciones y Experiencia Internacional*, Banco de la República, Bogotá.
- Edwards, S. y G. Tabellini (1991) "The Political Economy of Fiscal Policy and Inflation in Developing Countries. An Empirical Analysis", *Policy, Research and External Affairs Working Papers* 703 (Junio).
- Engel, C.M. (1994) "Tests of CAPM on an International Portfolio of Bonds and Stocks", en J.A. Frankel (ed.) *The Internationalization of Equity Markets*, National Bureau of Economic Research Project Report.
- Fabozzi, F.J. (1989) *Advances and Innovations in the Bond and Mortgage Markets*, Probus.
- Fabozzi, F.J. (1993) *Bond Markets, Analysis and Strategies*, Prentice Hall.
- Fabozzi, F.J. e I. Pollack (eds.) (1987) *The Handbook of Fixed Income Securities*, Dow Jones Irwin, Homewood Illinois, Segunda Edición.
- Fainboim, I. (1990) "Inversión, Tributación y Costo de Uso del Capital en Colombia: 1950-1987", *Ensayos sobre Política Económica* 18, 7-50 (Diciembre).
- Fama, E. (1980) "Banking in the Theory of Finance", *Journal of Monetary Economics* 6: 39-57.
- Fama, E. (1991) "Efficient Capital Markets: II", *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 5 (Diciembre).
- Fasecolda "Estadísticas de la Industria Aseguradora y de Capitalización," varios números.
- Fazzari, S.M, R.G. Hubbard y B.C. Petersen (1988) "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 141-206.
- Federal Register (1979) *Rules and Regulations for Fiduciary Responsibility; Investment of Plan Assets Under the «Prudence» Rule*, Vol. 44, No. 124, Washington, D.C. (June 26).
- Federal Reserve System (1992) "Joint Report on the Government Securities Market", Department of the Treasury, Securities and Exchange Commission and the Board of Governors of the U.S., *Government Printing Office*, Washington, D.C., (January).
- Feldstein, M. (1974) "Social Security, Induced Retirement and Aggregate Capital Formation", *Journal of Political Economy*, Vol 82, No. 5.
- Feldstein, M. (1983) «Domestic Savings and International Capital Movements in the Long Run and the Short Run,» *European Economic Review*, 21: 129-151.

- Feldstein, M. (1995) "Social Security and Private Saving: New Time Series Evidence", *NBER Working Paper Series*, NO. 5054.
- Feldstein, M. y P. Bachetta (1991): "National Saving and Internacional Investment", en B. D. Bernheim y J. B. Shoven (eds.) *National Saving and Economic Performance*, University of Chicago Press.
- Feldstein, M. y C. Horioka (1980) "Domestic Savings and International Capital Flows", *Economic Journal* 90: 314-329.
- Ferderer, Peter J. (1993) "The Impact of Uncertainty on Aggregate Investment Spending", *Journal of Money, Credit and Banking* 25, 30-48 (Febrero).
- Fernández, J. (1995) *Adquisición de Empresas y Grupos Económicos*, ANIF (Junio).
- Ferson, W. y C.R. Harvey (1994) "An Exploratory Investigation of The Fundamental Determinants of National Equity Market Returns", en J.A. Frankel (de.) *The Internationalization of Equity Markets*, National Bureau of Economic Research Project Report.
- Finnerty, J.D. (1988) "Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview", *Financial Mangement*, 17, 14-33 (Winter).
- Finnerty, J.D. (1992) "An Overview of Corporate Securities Innovation", *Journal of Applied Corporate Finance*, 4, 23-39 (Winter).
- Fontaine y Paul Consultores Asociados S.A. (1993) "Análisis del Sistema de Rentabilidad Mínima de los Fondos de Pensiones en Chile. Informe Preliminar", mimeo, Santiago, Chile.
- Foster, V., A. Powell y C. Boyd (199) *Utility Privatisations in Developing Countries: Opportunities for Investors*, Oxford Economic Research Associates Ltd.
- Frankel, J.A. (1989) "Quantifying International Capital Mobility in the 1980s", *NBER Working Paper* 2856.
- Froot, K., D. Sharfestein y J. Stein (1990) "Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short Term Speculation", *NBER Working Paper* 3250.
- Fry, M. (1995) *Money, Interest and Banking in Economic Development*, Johns Hopkins University Press.
- Frydman, R. y A. Rapaczynski (1991) *Markets and Institutions in Large-Scale Privatization: an Approach to Economic and Social Transformation in Eastern Europe*, World Bank.
- Fuica, V. y A. Iglesias (1995) "El Desarrollo de los inversionistas Institucionales en Chile y su Papel en el Mercado de Capitales", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.
- Galal, A., L. Jones y P. Tandon (1994) *Welfare Consequences of Selling Public Enterprises: An Empirical Analysis*, Publicado para el Banco Mundial, Oxford University Press.
- Gale, D. (1992) "Standard Securities", *Review of Economic Studies* 59: 731-755.
- Galenson, A. y L. Thompson (1993) *Forms of Private Sector Participation in Railways*, The World Bank Environmentally Sustainable Development Staff, Report TWU 9 (Diciembre).
- Galetovic, A. (1994) "Finance and Growth: a Synthesis and Interpretation of the Evidence", *International Finance Discussion Paper* 477, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- García, R. (1995) "Administración de Inversiones en Fondos de Pensiones Latinoamericanos", en *Realizing the Full Potential of the Reform: Segunda Conferencia Hemisférica sobre la Seguridad Social y el Desarrollo del Mercado de Capitales*, BID e Institute of the Americas, Washington (Junio).
- Gersovitz, M. (1988) "Saving and Development", en H. Chenery y T.N. Srinivasan (eds.) *Handbook of Development Economics*, Vol. I, Elsevier Science Publishers B.V., North Holland.
- Gertler, M. (1998) "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 20, No. 3, 559-588 (Agosto).
- Gertler, M. y A. Rose (1994) "Finance, Public Policy and Growth", en G. Caprio, Jr., I. Atiyas, and J. Hanson (eds.) *Financial Reform: Theory and Experience*, New York: Cambridge University Press.
- Gertner, R.H., D.S. Scharfstein y J.C. Stein (1994) "Internal versus External Capital Markets", *The Quarterly Journal of Economics*, (November).
- Glen, J.D. (1994) "An Introduction to the Microstructure of Emerging Markets", *Discussion Paper* 24, International Finance Corporation.

- Gómez, H.J. y F. Thoumi (1986) "Una Nota sobre la Relación entre el Financiamiento Externo y la Inversión Pública en Colombia", *Coyuntura Económica* 3, 196-203 (Octubre).
- Gordon, A. y W. Sharpe (1992) *Fundamentals of Investments*, Prentice Hall.
- Gorton, G. y G. Pennacchi (1992) "Money Market Funds and Finance Companies: Are They the Banks of the Future?", en M. Klausner y L. White (eds.) *Structural Change in Banking*, Irwin.
- Gorton, G. y F.A. Schmid (1996) "Universal Banking and the Performance of German Firms", *NBER Working Paper* 5453.
- Greenwald, B. y J.E. Stiglitz (1992) "Information, Finance and Markets: The Architecture of Allocative Mechanism", *Journal of Industrial and Corporate Change* 1: 37-63.
- Hadjimichalakis, M. y K.G. Hadjimichalakis (1995) *Contemporary Money, Banking and Financial Markets: Theory and Practice*, Irwin.
- Harvey, C. (1995) "The Risk Exposure of Emerging Equity Markets", *The World Bank Economic Review*, Vol 9, No. 1 (Enero).
- Hernández, A. (1990) "Los Determinantes de la Inversión en Colombia: Una nueva Reseña", *Banca y Finanzas* Diciembre: 10-25.
- Herz, R. (1996) "La Financiación de Proyectos de Infraestructura", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.
- Hommel, R. (1989) *La Banca de Inversión en Colombia: Hacia un Mercado Moderno de Capitales*, Corporación Financiera del Valle.
- Hoshi, T., A. Hashiyap y D. Scharfstein (1991) "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups", *Quarterly Journal of Economics*, 33-59 (Febrero).
- Howe, J. (1988) *Junk Bonds: Analysis and Portfolio Strategies*, Probus.
- Hubbard, R. G. (1994) *Money, the Financial System and the Economy*, Addison, Wesley.
- Hubbard, R.G. y K. Judd (1986) "Liquidity Constraints, Fiscal Policy and Consumption", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1-61.
- Ibáñez, J.E. (1990) "La Reforma de 1951", en *El Banco de la República: Antecedentes, Evolución y Estructura*, Banco de la República, Bogotá.
- Iglesias, A. y R. Acuña (1991) *Chile: Experiencia con un Régimen de Capitalización 1981 1991*, Proyecto Regional Políticas Financieras para el Desarrollo, CEPAL -PNUD, Santiago, Chile.
- Iglesias, A. y V. Fuica (1995) "El Desarrollo de los Inversionistas Institucionales en Chile y su Papel en el Mercado de Capitales", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales (Diciembre).
- Iglesias, A., R. Acuña y J. Villagrán (1988) "Proyección de los Fondos de Pensiones", En *Sistema Privado de Pensiones en Chile*, Sergio Baeza V., Rodrigo Manubens M. (eds), Santiago, Chile.
- International Finance Corporation *Emerging Stock Markets Factbook*, varios números, Washington, DC.
- International Finance Corporation (1994) *Emerging Futures and Options Markets. An Overview of Issues and Prospects in Developing Countries*, Washington, D.C. (March).
- Jaffe, D. y D. Russell (1976) "Imperfect Information, Uncertainty and Credit Rationing", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 90 No. 4 (Noviembre).
- Japelli, T. y M. Pagano (1994) "Saving, Growth and Liquidity Constraints", *Quarterly Journal of Economics*: 83-109.
- Jaramillo, F., C. Lanzetta y E. Caicedo (1995) "El Sector Financiero Colombiano desde 1990", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.
- Jaramillo, L.G. (1995) "Mecanismos de Cobertura de Riesgos Existentes en Colombia", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.
- Kester, W.C. (1993) "Banks in the Boardroom: Germany, Japan and the United States", en S. Hayes (ed.) *Financial Services*, Harvard Business School Press.
- Khatkhate, D y K.W. Riechel (1980) "Multipurpose Banking: Its Nature, Scope and Relevance for Less Developed Countries", *International Monetary Fund Staff Papers*, Vol. 27, No. 3 (Septiembre).

- Kleiman International Consultants Inc. (1989-95) "Emerging Securities Markets Investment: Annual Surveys 1989-1995", New York and Washington, DC.
- Kleiman International Consultants Inc. (1995) "Emerging Bond and Money Market Guide 1995", Washington, DC (August).
- Kleiman, G. (1996) "Tendencias Globales de los Inversionistas Institucionales en Mercados Emergentes: Implicaciones para la Reforma en Colombia", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales (Enero).
- Kohn, M. (1994) *Financial Institutions and Markets*, MacGraw Hill.
- Korajczyk, R.A. (1995) "A Measure of Stock Market Integration", presentado en la conferencia *Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth*, Banco Mundial, Washington.
- Krugman, P. (1994) *Peddling Prosperity. Economic Sense and Nonsense in the Age of Diminished Expectations*, Norton & Co., New York-London.
- Laffont, J. y J. Tirole (1993) *Privatization and Incentives. A Theory of Incentives in Procurement and Regulation*, MIT Press Books (capítulo 17).
- Leahy, J.V. y T.M. Whited (1995) "The Effect of Uncertainty on Investment: Some Stylized Facts", *NBER Working Paper* 4986.
- Leimer, D. y S. Lesnoy (1982) "Social Security and Private Saving: New Time Series Evidence," *Journal of Political Economy*, Vol. 90, No. 3.
- Leland, H.E. 1979. Quacks, lemons and licensing: a theory of minimum quality standards. *Journal of Political Economic* 87: 1328-46.
- Letwin, O. (1988) *Privatising The World. A Study of International Privatisation in Theory and Practice*, Artillery House, London.
- Levine, R. y S. Zervos (1995) "Policy, Stock Market Development and Long-Run Growth", presentado en la conferencia *Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth*, Banco Mundial, Washington.
- Little, J. y L. Rhodes (1990) *Understanding Wall Street*, Liberty House.
- Livingston, D. (1989) *Yield Curve Analysis: The fundamentals of Risk and Return*, New York Institute of Finance.
- Livingston, D. (1990) *Bond Risk Analysis: a Guide to Duration and Convexity*, New York Institute of Finance.
- López, A. (1994) "La Teoría del Ingreso Permanente y las Restricciones de Liquidez en Colombia", en R. Steiner (ed.) *Estabilización y Crecimiento*, Tercer Mundo-Fedesarrollo, Bogotá.
- López, A. (1995) "Las Últimas Décadas: Un Proceso Lento e Interrumpido de Liberación Financiera", *Revista del Banco de la República* (Febrero).
- López-De-Silanes, F. (1996) "Determinants of Privatization Prices", NBER Working paper 5494.
- López-De-Silanes, F. y G. Zamarripa (1994) *De-Regulation and Privatization of Commercial Banking*, Harvard University y National Banking Commission, mimeo (Diciembre).
- Lora, E. y N. Salazar (1996a) "La Demanda de Activos de los Inversionistas Institucionales en Colombia", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.
- Lora, E. y N. Salazar (1996b) "Algunas Comparaciones sobre los Inversionistas Institucionales en Colombia, Chile y Estados Unidos", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales (Enero).
- Lora, E., y L. Helmsdorff (1995) *El Futuro de la Reforma Pensional*, Fedesarrollo y Asofondos, Bogotá, Colombia.
- Loss, L. and J. Seligman (1995) *Fundamentals of Securities Regulation*, Third Edition, Little Brown and Company, New York, N.Y.
- Lykos, T. (1987) *The Government Securities Act of 1986: A Historical Perspective*, Practicing Law Institute, New York, N.Y.
- Machina, Mark J. y Michael Rothschild (1988) "Risk", En *The New Palgrave -A Dictionary of Economics-* Vol. 4, J. Eatwell, M. Milgate y P. Newman (eds.), The Macmillan Press Ltd., Londres.
- Madhavan, A. (1992) "Trading Mechanisms in Securities Markets", *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 2, (June).
- Markowitz, H.M. (1952) "Portfolio Selection," *Journal of Finance*, 7.

- Mas, I. (1995) "La Consolidación de la Deuda Pública Interna en los Títulos TES y el Manejo de OMAs a través del Mercado Secundario", Banco de la República, mimeo (Septiembre).
- Mason, Scott P. (1995) "The Allocation of Risk", en *The Global Financial System -A Global Perspective-*: A Report of the Global Financial System Group, Harvard Business School.
- Mayer, C. (1988) "New Issues in Corporate Finance", *European Economic Review* 32: 1167-1188.
- Mayer, C. (1990) "Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development", en R.G. Hubbard (ed.) *Assymetric Information, Corporate Finance and Investment*, University of Chicago Press: 307-332.
- McKinnon, R. (1973) *Money and Economic Development in Finance*, Brookings institution.
- McKinnon, R. (1986) "Financial Liberalization in Retrospect: Interest Rate Policies in LDC's", *Center for Economic Policy Research Publication* 74, Stanford (Julio).
- Meeks, G. y G. Whittington (1975) "Giant Companies in the United Kingdom 1948-69", *Economic Journal*.
- Meggison, W.L., R.C. Nash y M. Van Randerborgh (1994) "The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis", *The Journal of Finance*, Vol.49 No.2 (Junio).
- Meisel, A. (1990) "De la Inflación de la Posguerra a la Bonanza Cafetera", en *El Banco de la República: Antecedentes, Evolución y Estructura*, Banco de la República, Bogotá.
- Merton, R.C y Z. Bodie (1995) "A Conceptual Framework for Analyzing the Financial System", en *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Harvard Bussiness School.
- Merton, R.C. (1957) *Social Theory and Social Structure*, Revised and Enlarged Edition, Glenco, IL: The Free Press.
- Merton, R.C. (1990) "The Financial System and Economic Performance", *Journal of Financial Services Research* 4, 263-300 (Diciembre).
- Merton, R.C. (1992) "Financial Inovation and Economic Performance", *Journal of Applied Corporate Finance* 4, 12-22 (Winter).
- Merton, R.C. (1992) "Operation and Regulation in Financial Intermediation: A Functional Perspective", en P. Englund (ed.), *Operation and Regulation of Financial Markets*, The Economic Council.
- Merton, R.C. (1995) "Financial Inovation and the Management and Regulation of Financial Institutions", *Journal of Banking and Finance* 19 (Enero). También en *NBER Working Paper Series* No. 5096, 1-46.
- Merton, R.C. y Z. Bodie (1992) "On the Management of Financial Guarantees", *Financial Management* 22, 87-109 (Winter).
- Merton, R.C. y Z. Bodie (1993) "Deposit Insurance Reform: A Functional Approach", en A Meltzer y C. Plosser (eds.), *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 38 (Junio).
- Miller, M. (1992) "Financial Inovation: Achievements and Prospects", *Journal of Applied Corporate Finance* 4, 4-11 (Winter).
- Miller, M.H. (1994) "Do We Really Need More Regulation of Financial Derivatives?", Banco de Invetimentos Garantia, Sao Paulo, Brazil (Agosto).
- Miller, M. H. (1991) *Financial Innovations and Market Volatility*. Oxford: Basil Blackwell.
- Misas, M. y M.T. Ramírez (1992) "Los Activos Financieros en Colombia: Estimación de Sistemas de Demanda", *Ensayos sobre Política Económica* 21 (Junio).
- Mitchell, O. (1993) "Retirement Systems in Developed and Developing Countries: Institutional Features, Economic Effects, and Lessons for Economies in Transition", *NBER Working Paper* 4424.
- Montes, J., L.I. Sánchez y J.P. Sánchez (1991) *Identificación de un Nicho para los Bonos Empresariales*, Bolsa de Bogotá.
- Moreno, G. e I. M. Ulloa (1995) "El Financiamiento de la Nación y el Mercado de Capitales en Colombia", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.
- Moreno, G. y J.F. Bonilla (1995) "El Financiamiento de las Empresas Públicas de Servicios Públicos y el Mercado de Capitales en Colombia", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.
- Morris, K. y A.M. Siegel (1994) *Guide to Understanding Money & Investing*, The Wall Street Journal, Lightbulb Press.

- Nellis, J. (1994) "Is Privatization Necessary?", *World Bank FPD Note 7* (Mayo).
- Nellis, J. (1995) "Bureaucrats in Business. The Economics and Politics of Government Ownership", *World Bank Overview* (Abril).
- Nerlove, M., A. Razin y E. Sadka (1985) "The 'Old Age Security Hypothesis' Reconsidered", *Journal of Development Economics*, 18: 243-252.
- O'Neil, L. (1991) *Rating Agencies and Securities Market Development*, Standard and Poors Rating Group.
- Ocampo, J.A., J.L. Londoño y L. Villar (1985) "Ahorro e Inversión en Colombia", *Coyuntura Económica*, (Junio).
- Ocampo, J. A. y E. Lora (1988) "*Colombia y la Deuda Externa: de la Moratoria de los treinta a la encrucijada de los ochenta*", Fedesarrollo - Tercer Mundo Editores.
- Ortega, F.J. (1985) *Inversionistas Institucionales, el Caso Colombiano*, Comisión Nacional de Valores, Bogotá, Colombia.
- Ospina, J. (1976) "Determinantes de la Inversión Industrial en Colombia", *Coyuntura Económica*, 23-39 (Diciembre).
- Ospina, P.N. y C. Gutiérrez (1995) "Endeudamiento Territorial", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.
- Ossa, B.N. (1990) *El Mercado de Capitales en Colombia: Evolución y Perspectivas*, Bolsa de Bogotá.
- Owen, K. (1995) "El Desarrollo de los Mercados de Valores y los Equilibrios Múltiples", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.
- Pagano, M. (1986) "Market Size, the Informational Content of Stock Prices and Risk: A Multi-Asset Model and Some Evidence", *CEPR Discussion Paper 144*.
- Pagano, M. (1989a) "Trading Volume and Asset Liquidity", *Quarterly Journal of Economics* 104: 255-274.
- Pagano, M. (1992) "Autorregulación en el Mercado de Capitales", en *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*.
- Pagano, M. (1989b) "Endogenous Market Thinness and Stock Price Volatility", *Review of Economic Studies* 56: 269-288.
- Pagano, M. (1993a) "Financial Markets and Growth: an Overview", *European Economic Review* 37, Nos. 2 y 3: 613-622.
- Pagano, M. (1993b) "The Flotation of Companies on the Stock Market: A Coordination Failure Model", *European Economic Review*, Vol. 37, No. 5.
- Patrick, H. (1984) "Japanese Financial Development in Historical Perspective, 1868-1980", en Rannis, G. (ed.) *Comparative Development Perspectives*, Boulder, Colorado: Westview Press.
- Patrick, H. y Y.C. Park (1994) "Comparison, Constrasts and Implications", *Financial Development in Japan, Korea and Taiwan*, Oxford University Press.
- Paúl, L. H. (1995) "Vínculos entre los Sistemas de Pensiones y el Mercado de Capitales", en *El Ahorro Previsional: Impacto sobre los mercados de capitales y de la Vivienda*, Corporación de Investigación, Estudio y Desarrollo de la Seguridad Social, Chile, (Abril).
- Pereira, S. (1992) "Coordinating Public Debt and Monetary Management During Financial Reforms", *IMF Working Paper WP /92/84*.
- Perold, A. (1995) "The Payment System and Derivative Instruments", en *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Harvard Bussiness School.
- Perry, G. y M. Cárdenas (1986) *Diez años de reformas tributarias en Colombia: 1974-1984*, Universidad Nacional de Colombia (CID)-Fedesarrollo, Bogotá.
- Pierce, J.L. (1991) *The Future of Banking*, Yale University Press.
- Pierce, J.L. (1993) "The Functional Approach to Deposit Insurance and Regulation", en R.E. Randall (ed.) *Safeguarding the Banking System in an Environment of Financial Cycles; Proceedings of a Symposium of the Federal Reserve Bank of Boston*, 11-130 (Noviembre).
- Pindyck, Robert S. y Andrés Solimano (1993) "Economic Instability and Aggregate Investment", *NBER Macroeconomics Annual* 1993: 259-303.
- Powers, M.J. (1995) "El Mercado de Derivados en Colombia: Desarrollo y Asuntos de Política", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.
- Pozdena, R. y V. Alexander (1992) "Bank Structure in West Germany", en G. Kaufman (ed.), *Banking Structures in Major Countries*, Boston, Kluwer: 555-590.

- Quintyn, M. (1994) "Government Securities versus Central Bank Securities in Developing Open Market Operations - Evaluation and Need for Coordinating Arrangements", *IMF Working Paper WP/94/62*.
- Ramírez, M. (1992) "El ahorro en Colombia", en *Cambios Estructurales y Crecimiento*, Ediciones Uniandes, Bogotá.
- Remolona, E.M. (1992) "The Recent Growth of Financial Derivative Markets", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, 28-43 (Winter).
- Restrepo, J.C., J.G. Serna y M.G. Rosas (1983) "Inflación, Financiamiento y Capitalización Empresarial" en Ensayos sobre Política Económica (Diciembre). También publicado en M. Avella (Compilador) Política Monetaria y Mercado de Capitales en Colombia, CID-Universidad Nacional, 1987.
- Rose, P.S. (1994) *Money and Capital Markets*, 5e, Burr, Ridge, IL.
- Rose, P.S. (1994) *Money and Capital Markets: the Financial System in an Increasingly Global Economy*, Richard D. Irwing Inc.
- Rosenberg, C. y A. Torres (1996) "La Inversión Extranjera de Portafolio y su Desempeño en Colombia", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales (Enero).
- Ross, S.A. (1989) "Institutional Markets, Financial Marketing and Financial Innovation", *Journal of Finance* 44, 541-556 (Julio).
- Sachs, J.D. (1992) "Privatization in Russia: Some Lessons from Eastern Europe", *American Economic Review, Papers and Proceedings*, Vol. 82, No. 2 (Mayo).
- Saint-Paul, G. (1992) "Technological Choice, Financial Markets, and Economic Development", *European Economic Review* 36: 763-784.
- Sánchez, F. (1996) *La Dinámica de la Inversión y el Ahorro Empresarial en Colombia: 1983-1994*, DNP, Unidad de Análisis Macroeconómico, mimeo, (Enero).
- Sanford, C.S. Jr. (1993) "Financial Markets in 2020", *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium* (Agosto).
- Santander C.S.V. (1990) *Rentas Vitalicias en el Sistema de Pensiones*, Santander Compañía de Seguros de Vida Ed., Santiago, Chile.
- Sarmiento, D. (1995) "Proyecciones del Mercado Asegurador al Año 2000", *Revista Fasecolda*, (Octubre).
- Saunders, A. (1994) "Banking and Commerce: An Overview of the Public Policy Issues", *Journal of Banking and Finance*, Special Issue on Universal Banking and the Separation of Banking and Commerce 18: 231-254.
- Saunders, A. e I. Walter (1994) *Universal Banking in the United States*, Oxford University Press.
- Schmidt-Hebbel, K. (1995) *La Reforma Pensional Colombiana, Efectos Fiscales y Macroeconómicos*, Bolsa de Bogotá y Asofondos (Septiembre).
- Scholes, M.S. (1994) "Financial Infrastructure and Economic Growth", *Conference of Growth and development: The Economics of the 21st Century*, Stanford University, (June).
- Scholes, M.S. y M.A. Wolfson (1992) *Taxes and Business Strategy: A Planning Approach*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Schumpeter, J. (1911) *The Theory of Economic Development*, reimpresso en 1969, Oxford: Oxford University Press.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público (1991) *El Proceso de Enajenación de Entidades Paraestatales*, Unidad de Desincorporación de Entidades Paraestatales de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (Abril).
- Serrano, J. (1991) *Perspectivas de desarrollo de la banca de inversión en Colombia*, Ponencia al VII encuentro nacional de comisionistas de bolsa, Publicación conjunta de las bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente, agosto 14-17 de 1992.
- Serrano, J. (1995) "Los Bonos como Instrumento de Financiamiento y su Aplicación al Contexto Colombiano", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.
- Serven, L., A. Solimano y R. Soto (1994) *The Macroeconomics of Public Enterprise Reform and Privatization: Theory and Evidence from Developing Countries*, World Bank, Policy Research Department, mimeo (Marzo).
- Shapiro, C. y D. Willig (1990) *Economic Rationales for the Scope of Privatization*, Westview Press (capítulo 3).
- Shiller, Robert J. (1993) *Market Volatility*, The MIT Press, Cambridge.

- Singh, A y J. Hamid (1992) "Corporate Financial Structures in Developing Countries", *IFC Technical Paper 1*.
- Singh, A. (1995) *Corporate Financial Patterns in Industrializing Economies*.
- Steiner, R. y O.L. Jaramillo (1994) "Desarrollo Reciente y Perspectivas del Mercado Accionario en Colombia", Fedesarrollo, mimeo.
- Stiglitz, J. (1985) "Credit Markets and the Control of Capital", *Journal of Credit and Banking* 17: 133-152.
- Stiglitz, J. (1988) "Money, Credit and Business Fluctuations", *The Economic Record*, 307-321 (December).
- Stiglitz, J. (1993) "The Role of the State in Financial Markets", *Annual Bank Conference on Development Economics*, World Bank, 3-4 (Mayo).
- Stiglitz, J. (1994) *¿Whiter Socialism?*, Cambridge: MIT Press.
- Stiglitz, J. y A. Weiss (1981) "Credit Rationings in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, Vol. 71 No. 3 (Junio).
- Stiglitz, J. y A. Weiss (1983) "Incentive Effects of Terminations: Applications to the Credit and Labor Markets", *American Economic Review*, Vol. 73 No. 5 (Diciembre).
- Stiglitz, J. y A. Weiss (1986) "Credit Rationing and Collateral", en Edwards, J., J. Franks, C. Mayer y S. Schaefer (eds.) *Recent Developments in Corporate Finance*, Cambridge University Press.
- Stiglitz, J. y A. Weiss (1990) "Banks as Social Accountants and Screening Devices and the General Theory of Credit Rationing", *Greek Economic Review Suppl.*, 12: 85-118.
- Stoll, H. (1990) "Principles of Trading Market Structure", *Working Paper* 90-31. Vanderbilt University.
- Sudweeks, B.L. (1989) *Equity Market Development in Developing Countries*, Praeger Publishers, New York.
- Sundararajan, V., P. Dattels, I.S. McCarthy, et al. (1994) "The Coordination of Domestic Public Debt and Monetary Management in Economies in Transition - Issues and Lessons from Experience", *IMF Working Paper* WP/94/148.
- Superintendencia de AFP (1992) "Proyección del Fondo de Pensiones 1992 - 2002", *Boletín Estadístico No. 110*, Santiago, Chile.
- Superintendencia de AFP (1994) "El Sistema Chileno de Pensiones", Santiago, Chile.
- Superintendencia de Sociedades (1981) *La Sociedad Anónima: Evolución Financiera en la Década del 70*.
- Superintendencia de Valores (1994) "Inversionistas Institucionales, 1980-1993: De un Desempeño Marginal a uno Institucional", mimeo, Oficina de Estudios Económicos, (Junio).
- Superintendencia de Valores (1994) *Cómo Acceder al Mercado de Valores y Realizar una Oferta Pública: Instructivos y Aspectos Legales*.
- Superintendencia de Valores (1994) *Síntesis Estadística Mensual* (Diciembre).
- Superintendencia de Valores (1995) "Desempeño del Sistema de Comisionistas Año 1994", OEE-IT-001-95, OEE-ABR/95.
- Superintendencia de Valores (1995) *Estados Financieros de las Empresas Inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios*, información en diskette.
- Superintendencia de Valores (1995) *Información Detallada sobre Todas las Ofertas Públicas de Valores Aprobadas por la Superintendencia de Valores*, información en diskette.
- Superintendencia de Valores y Seguros (1989a) "Proyección Reservas Seguros Previsionales. Parte I", *Revista Seguros* No. 83, 9-20, Santiago, Chile (Marzo).
- Superintendencia de Valores y Seguros (1989b) "Proyección Reservas Seguros Previsionales. Parte II", *Revista Seguros* No. 84, 9-19, Santiago, Chile (Junio).
- Taggart (1985) "Secular Patterns in the Financing of US Corporations", en BM Friedman (ed.) *Corporate Capital Structure in the United States*, University of Chicago Press.
- Tarzijan, J. (1995) "Reflexiones sobre la rentabilidad mínima exigida a las AFP", *Revista de Administración y Economía*, 23-26, Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago, Chile (Verano).
- Tauchen, G. y M. Pitts (1983) "The Price Variability-Volume Relationship on Speculative Markets", *Econometrica* 51: 485-505.

- Tenjo, F. (1995) "Restricciones Financieras, Comportamiento de las Empresas Manufactureras y Perspectivas para el Desarrollo del Mercado de Capitales en Colombia", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.
- Ter-Minassian, T., P.P. Parente y P. Martínez-Méndez (1995) "Setting up a Treasury in Economies in Transition", *IMF Working Paper WP/95/16*.
- Tesar, L.L. (1991) "Savings, Investment and International Capital Flows", *Journal of International Economics*.
- Tesar, L.L. e I.M. Werner (1995) "U.S. Equity Investment in Emerging Stock Markets", *The World Bank Economic Review*, Vol. 9, No. 1: 109-129, Washington, D.C.
- Tesar, L.L. e I.M. Werner (1994) "International Equity Transactions and U.S. Portfolio Choice", en J.A. Frankel (ed.) *The Internationalization of Equity Markets*, NBER - University of Chicago.
- The World Bank (1995) *The Emerging Asian Bond Market*, Washington, D.C. (June).
- Thobani, M. (1994) "The Privatization Experience of Latin America. Sell-off Helps Fiscal Stability", *World Bank Overview*.
- Townsend, R. (1990) *Financial Structure and Economic Organization: Key Elements and Patterns in Theory and History*, Basil Blackwell Ltd.
- Trujillo, J.P. (1995) "El Mercado de Capitales: Un Enfoque Funcional", mimeo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.
- United Nations (1993) "Method and Practices of Privatization", *Papers and Proceedings of Privatization Workshops Held in Kenya (Nov. 1992) and Bangladesh (Dec. 1992)*, Department for Development Support and Management Services.
- Uribe, L.F. (1991) *Régimen Legal de los Fondos Mutuos de Inversión: Normas y Doctrinas*, Comisión Nacional de Valores, (Julio).
- Valdés, S. y R. Cifuentes (1990) "Previsión Obligatoria Para la Vejez y Crecimiento Económico", *Documento de Trabajo No. 131*, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago, Chile.
- Viren, A. (1988) *Inside Japanese Financial Markets*, Dow Jones-Irwin.
- Vittas, D. (1995) "Pension Funds and Capital Markets", en *Realizing the Full Potential of the Reform: Segunda Conferencia Hemisférica sobre la Seguridad Social y el Desarrollo del Mercado de Capitales*, BID e Institute of the Americas, Washington, (June).
- Vuyksteke, C. (1989) "Techniques of Privatization of State Owned Enterprises: Vol I, Methods and Implementation", *World Bank Technical Paper 88*.
- Williamson, O.E. (1985) *The Economic Institutions of Capitalism*, New York, The Free Press.
- Williamson, S. (1994) "Liquidity and Market Participation", *Journal of Economic Dynamics and Control* 18: 629-670.
- Yarrow, G. (1986) "Privatization in Theory and Practice", en *Economic Policy: An European Forum*, No. 2. Cambridge (Abril).
- Yarrow, G. y J. Vickers (1988) "Ownership and Incentives", en *Privatization: An Economic Analysis*, MIT Press.
- Zuleta, L.A. y L. Jaramillo (1995) "Fondos de Capital de Riesgo: posibilidades y perspectivas en Colombia", *mimeo*, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.
- Zuleta, L.A. y D.A. Ramírez (1995) "Condiciones Básicas para el Desarrollo del Leasing Habitacional en Colombia", *mimeo*, Misión de Estudios del Mercado de Capitales.



FEDESARROLLO

FUNDACION PARA LA EDUCACION SUPERIOR Y EL DESARROLLO

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

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

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

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