



FEDESARROLLO

**EVOLUCION RECIENTE DEL MERCADO DE CAPITALES Y DE
LAS FIRMAS COMISIONISTAS DE BOLSA EN COLOMBIA
1990-2000**

Versión Preliminar

**María Angélica Arbeláez
Sandra Zuluaga
María Lucía Guerra
Andrés Velasco**

Bogotá, Marzo 2001

FEDESARROLLO

**EVOLUCION RECIENTE DEL MERCADO DE CAPITALES Y DE
LAS FIRMAS COMISIONISTAS DE BOLSA EN COLOMBIA
1990-2000**

Versión Preliminar

**María Angélica Arbeláez
Sandra Zuluaga
María Lucía Guerra
Andrés Velasco**

Bogotá, Marzo 2001

INTRODUCCION

I. DESEMPEÑO DEL MERCADO DE CAPITALES MUNDIAL EN LOS AÑOS NOVENTA	8
1. <i>El mercado de capitales colombiano frente al mundo</i>	9
1.1 Capitalización de mercado	10
1.2 Volumen transado	10
1.3 Liquidez	11
1.4 Número y tamaño de las empresas que cotizan en bolsa	12
1.5 Concentración de mercado	12
1.6 Eficiencia del mercado	13
1.7 Volatilidad	14
1.8 Integración con el mercado internacional	15
1.9 Situación institucional	16
II. DESEMPEÑO DEL MERCADO DE CAPITALES COLOMBIANO EN LA DÉCADA DE LOS NOVENTA	23
1. <i>Caracterización del mercado</i>	24
1.1 El desempeño reciente	24
1.2 Las tres bolsas	26
2. <i>Evolución de los principales determinantes del mercado</i>	27
2.1 Condiciones macroeconómicas	27
a) <i>El ahorro y la inversión</i>	27
Inversionistas institucionales	29
b) <i>Volatilidad de las variables macroeconómicas</i>	31
2.2 Breve recuento de los avances en materia de regulación	31
a) <i>Reformas que afectaron la demanda</i>	32
b) <i>Medidas que afectaron la oferta</i>	32
c) <i>Medidas de tipo tributario</i>	33
d) <i>Privatizaciones y otras reformas</i>	34
2.3 Microestructura del mercado	35
a) <i>Evolución de los sistemas de transacción en Colombia</i>	36
b) <i>Efectos de los mecanismos de transacción sobre el mercado</i>	39
3. <i>Estructura de financiamiento de las empresas</i>	40
III. EVOLUCION RECIENTE DE LAS FIRMAS COMISIONISTAS	50
1. <i>Condiciones actuales del entorno de las firmas comisionistas de bolsa</i>	51
1.1 Número de firmas e indicadores financieros	53

1.2	Diversificación de las actividades	59
	Operaciones e instrumentos de cobertura de riesgo	62
a)	Operaciones cuenta propia o posición propia	63
b)	Repos	66
c)	Opas	67
d)	Martillos	67
e)	Instrumentos de cobertura de riesgo	68
	Operaciones a plazo	69
	Operaciones a plazo sobre índices y forwards de tasa de cambio	70
	Instrumentos de futuros en renta fija (carruseles)	71
	Operaciones <i>swaps</i>	72
2.	Análisis de estados financieros	74
2.1	Estructura de ingresos operacionales	74
	Ingresos por comisiones	74
a)	Los contratos simples de comisión	75
b)	Administración de valores y portafolios	75
c)	Construcción y administración de fondos de valores y administración de fondos de capital extranjero	76
d)	Comisiones por corretaje	79
	Ingresos por inversiones cuenta propia	79
	Ingresos por Honorarios	80
a)	Asesoría en actividades relacionadas con el mercado de capitales y préstamos con recursos propios para la adquisición de valores	80
2.2	Estructura de costos	81
2.3	Resultado operacional	84
IV.	DEUDA PÚBLICA INTERNA Y EL MERCADO DE CAPITALES	101
2.	<i>Clases de títulos dentro del mercado de deuda pública</i>	101
a)	<i>TES clase A</i>	102
b)	<i>TES clase B</i>	102
1.1	Sistema de negociación	103
1.2	Nuevos productos	103
a)	<i>TES clase B denominados en dólares</i>	104
b)	<i>TES clase B a tasa fija y variable (mixtos)</i>	104
c)	<i>TES clase B denominados en Unidades de Valor Real –UVRs-</i>	104
1.3	Mecanismos de colocación de TES B	105
a)	<i>Subastas</i>	105
	Los creadores de mercado o “ <i>market makers</i> ”	106
b)	<i>Inversiones forzosas</i>	108
c)	<i>Inversiones convenidas</i>	108
2.	<i>Evolución del mercado de deuda pública</i>	109
2.1	Evolución del mercado por tipo de operación	109

2.2	Distribución según plazos	110
2.3	Tasas de interés y rendimiento	112
2.4	Distribución por mercados	114

BIBLIOGRAFIA

INTRODUCCION

El presente estudio se concentra en la evolución del mercado de capitales no bancario en Colombia, con énfasis en el desempeño reciente de las firmas comisionistas de bolsa, en la estructura de financiamiento de las empresas del sector real y en el comportamiento del mercado de deuda pública.

El proceso de apertura y globalización que se dio a comienzos de los noventa, implicó un dinamismo sin precedentes en los mercados de capital primarios a nivel mundial y, especialmente, en las economías emergentes. Las reformas estructurales y los programas de estabilización económica emprendidos por la mayoría de países en desarrollo crearon un ambiente propicio para los capitales foráneos, a lo cual también contribuyó la caída en las tasas de interés en los países desarrollados.

Colombia no fue la excepción a esta tendencia. De hecho, entre 1991 y 1995 la tasa de crecimiento real anual de las transacciones bursátiles fue 35%, cifra que en la segunda mitad de los noventa descendió hasta un nivel negativo de 6% anual.

Aunque, como se verá más adelante, los mercados de capital emergentes siguen siendo pequeños en volúmenes absolutos, han mostrado un crecimiento acelerado en los años noventa como consecuencia de las políticas de apertura, las reformas estructurales y la estabilización macroeconómica. En efecto, las emisiones de acciones y de deuda de estos países pasaron de un nivel de US\$92.000 millones en la primera mitad de los ochenta a US\$605.000 millones en la primera mitad de los noventa.¹

En los países emergentes, el ambiente creado por las reformas estructurales y los crecientes flujos de capital llevaron a que el debate económico se ocupara de cómo lograr el desarrollo de un mercado de capitales más profundo, como mecanismo para generar un volumen creciente de ahorro necesario para fortalecer la inversión y lograr mejores niveles de crecimiento económico. Esta visión valida la evidencia empírica respecto al hecho de que los países que cuentan con mercados de capitales desarrollados, registran en promedio mayores tasas de crecimiento.²

En Colombia el gobierno realizó, a mediados de los noventa, un estudio de diagnóstico y recomendaciones sobre el sector - denominado Misión del Mercado de Capitales - en el cual se concluyó que, a pesar de que durante la década anterior se habían tratado de remover la mayor parte de los obstáculos al desarrollo del mercado de capitales no bancario, todavía su grado de desarrollo era precario. En particular, en ese trabajo se planteaba que en 1994 el mercado bursátil colombiano era pequeño, concentrado e ilíquido.

¹ Aylward A., y Glen J. (1999).

² Véase, Levine y Zervos (1998) b.

El índice de desarrollo bursátil de Colombia a mediados de la década estaba entre los más bajos, superando sólo a Venezuela y algunos países africanos.³

Entre las principales razones que explican la evolución del mercado de capitales en Colombia se destacan en ese trabajo, por una parte, el hecho de que tradicionalmente en Colombia se privilegió el financiamiento de las empresas a través del mercado de capitales bancario, con lo cual no sólo se limitó el crecimiento de instrumentos como acciones y bonos, sino que se inhibió el diseño de herramientas para el manejo de riesgo.

Por otra parte, se establece allí que en Colombia el comportamiento de la tasa de interés y de la inflación han afectado de manera negativa al mercado de capitales, por sus elevados niveles y por su volatilidad. La evidencia internacional muestra que la estabilidad macroeconómica es una condición necesaria para el desarrollo y la profundización del mercado de capitales, pues este factor afecta tanto la demanda como la oferta de activos financieros.

Adicionalmente, el mencionado estudio recomienda que la estructura del mercado y de los intermediarios debería ajustarse a los requerimientos de un mercado más avanzado. En particular, se plantea que la limitada oferta de diferentes alternativas de inversión y la baja utilización de acciones y bonos como fuente de financiación de las empresas, se explica en buena medida por la ausencia de *market makers*, a lo cual se suma un bajo desarrollo de operaciones de *underwriting* y de funciones de banca de inversión. Situación que obedece a un reducido nivel de capitalización de la mayoría de sociedades comisionistas, así como a una reducida capacidad operacional e investigativa en muchas de esas firmas y a un mercado excesivamente regulado, en parte porque su normativa está estrechamente ligada a la regulación bancaria.

En este sentido, lo que propuso la Misión del Mercado de Capitales fue fortalecer la situación patrimonial de las firmas comisionistas, para desarrollar la capacidad de generar nuevas operaciones, y crear los mecanismos para que exista un flujo de información confiable y oportuno, especialmente si se trata de impulsar la emisión de bonos y acciones. Este último punto se relaciona de manera directa con el desarrollo de instrumentos de cobertura de riesgo, que aún en la actualidad son escasos y poco sofisticados.

Después de cinco años de este diagnóstico, la situación del mercado de capitales prácticamente no ha cambiado y, por el contrario, las condiciones macroeconómicas unidas a la crisis financiera internacional detuvieron el dinamismo que el mercado presentó durante la primera mitad de la década. A pesar de los esfuerzos que se han hecho, especialmente en materia regulatoria y de operación del mercado, todavía hay muchos factores que afectan de manera negativa el desarrollo del mercado de capitales colombiano. De acuerdo con el comportamiento de las características esenciales del mercado de capitales, como son la eficiencia, la liquidez y la volatilidad, se puede concluir que todavía

³ Ministerio de Hacienda, Banco Mundial y Fedesarrollo (1996) Misión de Estudios del Mercado de Capitales: Informe Final.

existen deficiencias en los mecanismos de transacción y en la estructura regulatoria. Por otra parte, el desempeño reciente de los fundamentales macroeconómicos, que son uno de los determinantes del buen funcionamiento del mercado de capitales, ha tenido un impacto negativo sobre el mercado colombiano. Vale decir también que la evolución y el esquema regulatorio bajo el que operan los inversionistas institucionales, no han permitido que éstos se conviertan en un elemento dinamizador del mercado.

El objetivo de este trabajo es analizar el desempeño del mercado de capitales colombiano en los últimos cinco años, tomando como punto de partida el diagnóstico realizado en la mencionada Misión, teniendo en cuenta tanto el contexto internacional como el doméstico, con un énfasis especial en la situación de las firmas comisionistas.

El trabajo se divide en cuatro capítulos, además de esta introducción. En el primer capítulo se presenta una breve reseña del desempeño del mercado de capitales mundial en la década de los noventa, con énfasis en la comparación del mercado colombiano frente al de otros países, en particular, de América Latina. En el segundo capítulo se analiza el desempeño del mercado de capitales colombiano durante la década de los noventa, donde se estudian las condiciones macroeconómicas que han tenido influencia en el desempeño del mercado, los avances en materia de regulación y la microestructura del mercado, entendida ésta como la evolución de los sistemas de transacción en las bolsas y sus agentes en Colombia. Finalmente, se dedica una sección a mirar el vínculo entre el mercado de capitales colombiano y el sector real, a través de la estructura de financiación de las empresas con base en los resultados de la encuesta que sobre el tema se realizó a una muestra de empresas del sector industrial en 1995 y en 2000.

En el capítulo III se presenta un análisis detallado de las firmas de comisionistas en los últimos cinco años. Este análisis consta de dos partes. En la primera se estudian las condiciones actuales del entorno de las firmas comisionistas de bolsa, con énfasis en la diversificación de las actividades que ha tenido lugar en los últimos años favorecidas por los cambios regulatorios, especialmente de principios de la década de los noventa. En la segunda sección se presenta un análisis de los estados financieros de las firmas comisionistas y el impacto que ha tenido sobre ellos la diversificación de operaciones, por tamaños de firma, y destacando a largo del análisis el desempeño de la firma INTERBOLSA.

Finalmente, en el capítulo IV se discute la evolución del mercado de deuda pública, cuyo crecimiento ha sido, en buena parte, responsable del dinamismo del mercado de capitales en los últimos años.

I. DESEMPEÑO DEL MERCADO DE CAPITALES MUNDIAL EN LOS AÑOS NOVENTA

Durante la década de los noventa se produjo un cambio fundamental en el mercado de capitales mundial, pues las economías emergentes incrementaron ampliamente su importancia. Estos países no sólo aumentaron su participación en el mercado total, sino que sus instrumentos de financiación de tipo no bancario se modificaron sustancialmente. Adicionalmente, los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia las economías emergentes experimentaron un crecimiento espectacular durante la primera mitad de la década. Sin embargo, el atractivo de estos mercados fue duramente golpeado, primero con la crisis mexicana de finales de 1994

En el Cuadro I.1 se comparan los valores de las emisiones de deuda y acciones - es decir, el mercado de capitales primario total - para los países del G4, los tigres asiáticos y una muestra de 24 mercados emergentes.⁴ Se evidencia que, entre la primera mitad de los ochenta y la primera mitad de los noventa, los mercados emergentes incrementaron su participación en el total y se mantuvieron incluso por encima del nivel de emisiones de los tigres asiáticos.

Si se analiza el desempeño del mercado mundial por tipos de instrumentos, se observa que entre los ochenta y los noventa aumentó la importancia de las emisiones de deuda de largo plazo privada y se dio una leve pérdida de participación de las acciones dentro del total de emisiones (Gráfico I.1). En efecto, a comienzos de los ochenta, las emisiones de deuda de largo plazo gubernamental representaban 54% del total de emisiones, mientras que la deuda de largo plazo privada era 28% y las acciones 6%. Durante la primera mitad de los noventa, la deuda de largo plazo del Gobierno redujo su participación a 45% y la deuda de largo plazo privada llegó a ser 41% del total de emisiones. En contraste, las acciones apenas llegaron a 5%. Esta tendencia se explica en buena medida por la liberalización generalizada de los flujos de capital y la consecuente integración financiera.

El análisis de esta estructura del mercado por instrumentos para los grupos de países antes mencionados, arroja algunos aspectos interesantes (Gráficos I.2, I.3 y I.4). Por una parte, en los países del G4 y en las economías emergentes aumentó la participación de las emisiones de deuda de largo plazo privada entre los años ochenta y los noventa, mientras que en los tigres asiáticos disminuyó. Por otra parte, las emisiones de acciones ganaron participación dentro del total entre los dos períodos comparados, tanto en los países emergentes como en los tigres asiáticos, aunque el incremento fue superior en estos últimos.

⁴ Véase, Aylward A., y Glen J. (1999). El G4 está conformado por Alemania, Japón, Reino Unido y Estados Unidos. Los tigres asiáticos incluye Hong Kong, Corea, Singapur y Taiwan. Los mercados emergentes incluidos en la muestra son: Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, Grecia, Hungría, India, Indonesia, Jamaica, Jordán, Kenya, Malasia, Mauricio, México, Pakistán, Perú, Filipinas, Portugal, Sri Lanka, Tailandia, Túnez, Turquía y Venezuela.

No obstante, si se estudia el tamaño de cada uno de estos tipos de emisiones se encuentra que la estructura se ha mantenido a lo largo de las dos décadas. Como se observa en el Gráfico I.5, al comparar respecto al PIB, el principal instrumento de financiación es la deuda de largo plazo gubernamental, seguido por la deuda privada, las acciones y la deuda de las empresas del Estado.

Dentro de las economías emergentes, también se ha dado un cambio importante entre los ochenta y los noventa respecto a los principales actores en el mercado. Para el caso de las acciones, en los Gráficos I.6 y I.7 se observa que en los noventa los países asiáticos fueron los que alcanzaron los mayores niveles de emisiones. No obstante, países de América Latina como México, Brasil, Venezuela y Chile se mantuvieron dentro del grupo de los principales emisores de acciones. Colombia, aunque aumentó el monto de acciones de US\$ 0.6 Miles de Millones a US\$1.1 miles de millones, no se mantuvo dentro del grupo.

En resumen, los mercados de capitales de los países emergentes experimentaron un dinamismo sin precedentes durante la década de los noventa. Aunque los gobiernos siguen siendo los principales usuarios de este mercado como mecanismo de financiación, durante esta década el sector privado acudió a esta fuente de manera creciente. Sin embargo, las acciones no fueron el mecanismo predominante para lograr este objetivo. Colombia no fue la excepción a esta tendencia, pero sí se diferencia por lo menos en dos aspectos. Por una parte, la deuda de largo plazo gubernamental creció mucho más que la privada y, por otra, la financiación a través de acciones virtualmente no mostró ningún cambio significativo. En contraste, otros países, en particular de América Latina, experimentaron grandes crecimientos del endeudamiento privado en el mercado de capitales y de la emisión de acciones.

1. El mercado de capitales colombiano frente al mundo

Levine y Zervos (1998) encuentran que después de la eliminación de la mayoría de las restricciones a los flujos de capital, los mercados de capitales tienden a ser más grandes, más líquidos, más volátiles y más integrados. Como se verá a lo largo de este análisis, este ha sido el caso de Colombia especialmente en cuanto a volatilidad y tamaño. Sin embargo, la liquidez y la integración con el mercado internacional no han mostrado mejoras importantes pues otros factores, diferentes a la apertura de la cuenta de capitales, han incidido negativamente en el desempeño del mercado de capitales colombiano durante la década de los noventa. En particular, el pobre desempeño de la liquidez e indicadores como la eficiencia y los costos de transacción, tiene su origen en factores como deficiencias en los mecanismos de transacción, en un esquema regulatorio aún restrictivo y en el comportamiento inadecuado de algunos fundamentales macroeconómicos.

1.1 Capitalización de mercado

El mercado de capitales colombiano experimentó un crecimiento sin precedentes en la primera mitad de los noventa y una marcada pérdida de dinamismo durante la segunda mitad de la década. Este comportamiento ha mantenido al país dentro del grupo de las economías con más bajo nivel de capitalización, entendido este concepto como el volumen de recursos de financiación generados a través del mercado no bancario.

Entre 1990 y 1994 Colombia estaba entre los países que tuvieron las mayores tasas de crecimiento promedio de capitalización, casi 77% anual, cuando el promedio mundial era de aproximadamente 13% (Gráfico I.1.1.1.1). En contraste, entre 1995 y 1998 la tasa de crecimiento promedio anual de capitalización a nivel mundial aumentó hasta 16% y Colombia mostró una caída promedio de casi 10%. Este abrupto descenso no fue exclusivo de Colombia, pues otros países emergentes experimentaron también una desaceleración en el crecimiento de sus mercados en buena parte como consecuencia de la crisis financiera internacional. Sin embargo, países como México y Brasil, los cuales fueron duramente golpeados por la crisis macroeconómica de 1994 y la crisis financiera de 1997 respectivamente, han mantenido o siguieron incrementado su capitalización durante este período (Gráfico I.1.1.1.2).

A pesar del dinamismo de la primera mitad de los noventa, el mercado de capitales colombiano está todavía entre los más pequeños de la región (Gráfico I.1.1.1.3). Si se analiza el indicador de capitalización como porcentaje del PNB, se encuentra que en el rango de tamaño más alto están Estados Unidos, Chile y Malasia, mientras en el más bajo se encuentran Indonesia, Argentina, Colombia, Venezuela y Ecuador.

Adicionalmente, la composición sectorial de la capitalización de mercado en Colombia muestra poca diversificación frente a otros países emergentes (Gráfico I.1.1.1.4). En efecto, en Colombia 39% de la capitalización corresponde al sector industrial y 43% al sector financiero. En contraste, en Chile la industria representa el 37% de la capitalización, el sector transporte el 34%, el comercio 12% y el sector financiero 15%. En el caso de México, el sector transporte es el que más participa en la capitalización con 40%, seguido de la industria que representa un 23%. En países como Perú y Argentina, la minería también participa en un porcentaje importante de la capitalización, y en los países asiáticos, además de la minería, la actividad agrícola y el turismo también se financian a través del mercado de capitales.

1.2 Volumen transado

En la literatura no hay consenso sobre el hecho de que la capitalización de mercado es el mejor indicador de tamaño de mercado es por esta razón que el volumen transado y la liquidez se usan para tener una visión complementaria que permita sacar conclusiones más exactas sobre cada mercado en particular. El indicador de volumen transado muestra el gran dinamismo que han tenido los mercados emergentes, y entre ellos Colombia, especialmente durante la primera mitad de los noventa. En efecto, a pesar del reducido tamaño de estos

mercados, la tasa de crecimiento promedio anual de países como Perú, Colombia y Brasil entre 1990 y 1994 superó el 100% mientras la del total mundial era 12.5% (Gráfico I.1.1.2.1). En la segunda mitad de los noventa la tasa de crecimiento promedio anual del volumen transado subió a 30.8%, pero la mayoría de países emergentes, con excepción de Argentina, Venezuela, Brasil y Taiwan, experimentaron caídas en el volumen de transacciones. En el caso de Colombia el crecimiento promedio anual para el período 1995-1998 fue 7% (Gráfico I.1.1.2.2).

1.3 Liquidez

Si bien, el volumen transado da buena cuenta del dinamismo registrado por los países emergentes, es un indicador que debe analizarse conjuntamente con el nivel de liquidez. La liquidez se mide comparando el volumen transado con el PNB o con la capitalización, lo cual implícitamente está relacionado con la transabilidad de los valores que se negocian en un mercado determinado. Incluso, de acuerdo con Glen (1994), la liquidez del mercado determina el nivel de éxito de un mercado de capitales.

La baja liquidez implica altos costos de transacción y en consecuencia la ausencia de mecanismos eficientes de movilización de capital. Los costos de transacción son cruciales para la determinación de la eficiencia, la rentabilidad y la liquidez del mercado.

Un mercado de valores líquido es aquel que es capaz de movilizar grandes volúmenes de recursos y absorber adecuadamente el flujo de transacciones que esto implica, asegurando que no se produzcan cambios bruscos en los precios cuando se presentan variaciones leves en la oferta o la demanda de valores.

Es precisamente en la velocidad y la facilidad para comprar y vender un valor (cantidad de transacciones) asegurando un precio adecuado del mismo, que aspectos de la microestructura del mercado como los mecanismos de transacción y los sistemas de información, los cuales a su vez determinan el número de agentes que participa, juegan un papel fundamental.⁵

En el Gráfico I.1.1.3.1 se presenta el indicador de liquidez medido como valor transado/PNB para 1997 y 1998. Estados Unidos, Alemania y Malasia son los mercados con un mejor indicador de liquidez. No obstante, vale la pena mencionar, que para la totalidad de países emergentes considerados en esta muestra, y en particular los de América Latina, la liquidez disminuyó al final de la década de los noventa.

Esta tendencia se confirma también con el indicador de valor transado/capitalización también conocido como índice de bursatilidad (Gráfico I.1.1.3.2). Con excepción de Corea, Estados Unidos y Filipinas se observa que después de un incremento en la liquidez de los mercados de capital durante la primera mitad de los noventa, esta tendencia se ha revertido

⁵ Véase Glen (1994).

en los últimos años, especialmente para los países de América Latina. Adicionalmente, sobresalen los bajos niveles de liquidez de países como Colombia, Ecuador, Chile y Argentina. En el caso de los países emergentes, sin duda la principal causa de este resultado es la crisis financiera internacional de 1997 que deterioró la confianza en estos países por su impacto sobre las principales variables macroeconómicas.

1.4 Número y tamaño de las empresas que cotizan en bolsa

En cuanto al número de firmas registradas en bolsa en cada país, se observa que la cifra es similar entre los países emergentes y que ha tendido a aumentar a lo largo de la década de los noventa (Gráficos I.1.1.4.1 y I.1.1.4.2). Estados Unidos es de lejos el país con más compañías que cotizan en bolsa, en promedio durante la primera mitad de los noventa contaba con 7,000 firmas y en el período 1995-1998 con 8,400. Países como Alemania y Japón tienen en promedio 700 y 2,350 firmas en bolsa, respectivamente.

En contraste, a nivel de América Latina los países que cuentan con un mayor número de compañías en bolsa son, en su orden: Brasil, que en promedio entre 1995 y 1998 alcanzó a tener 540 compañías registradas en bolsa, Chile con 400, Perú con 246, México con 193, y Colombia con 183.

Si bien, el número de firmas que cotizan en bolsa es similar entre los países emergentes, las diferencias en el tamaño de las firmas son importantes. En el contexto de América Latina, Ecuador, Perú, Colombia y Venezuela son los países con tamaños promedio de firma más pequeños no obstante que estos han aumentado durante la década (Gráfico I.1.1.4.3). En Ecuador el tamaño promedio de las firmas registradas en bolsa - medido como la capitalización de mercado dividida por el número de firmas registradas en bolsa - pasó de US\$66 millones en 1995 a US\$ 15 millones en 1999, mientras en Perú esta cifra fue US\$ 55 millones en 1999. En Colombia el tamaño promedio de las firmas registradas en bolsa aumentó de US\$ 18 millones en 1990 a más de US\$100 millones en 1997 y se redujo a US\$ 80 millones en 1999.

En contraste, en países como Brasil el tamaño promedio de firma llegó en 1999 a US\$ 477 millones, en México fue US\$ 819 millones y en Argentina US\$650 millones.

1.5 Concentración de mercado

En cuanto a concentración del mercado, la revisión de indicadores como el número de papeles transados, la participación de los diez papeles más grandes en la capitalización de mercado y la participación de los diez papeles más dinámicos en el valor transado hacen evidente que el mercado de capitales colombiano es concentrado, aunque no mucho más que el de otros países de similar nivel de desarrollo (Cuadro I.1.1.5.1).

El número de papeles transados en bolsa en Colombia es particularmente reducido frente a otros mercados emergentes. Mientras en Colombia, entre 1997 y 1999, el número de papeles que se transó en bolsa estuvo alrededor de 25, en países como Chile y México se

transaron en promedio 50 y 70 papeles. En Brasil se negocian en bolsa cerca de 92 papeles y en países asiáticos como Corea y Malasia los papeles transados superan los 150.

Por otra parte, la participación de los diez papeles más grandes en la capitalización de mercado es, en general, alta para los países emergentes y evidencia un alto nivel de concentración. No obstante, en el caso de Colombia este indicador está al nivel o incluso por debajo del indicador para varios de los mercados emergentes más dinámicos. En efecto, entre 1997 y 1999, la participación de los diez más papeles más grandes en la capitalización de mercado ha sido en promedio 47%, mientras en países como Argentina, Chile, México y Corea este indicador ha estado entre 40% y 45%. A pesar de que el número de papeles transados en Colombia es reducido hay una menor concentración relativa frente a otros países.

En cuanto a la participación de los diez papeles más dinámicos en el valor transado en el mercado, Colombia también se encuentra dentro del promedio de los mercados emergentes. El promedio de participación de estos papeles en Colombia, entre 1997 y 1999, fue 52%, cifra similar a la de México y un poco por encima de la de Brasil (47%). Sobresale el nivel de este indicador para Argentina, Chile y Venezuela el cual se ubica entre 65% y 85%.

1.6 Eficiencia del mercado

La eficiencia se asocia con la determinación de los precios de los activos, es decir, con la capacidad del mercado de fijar un precio correcto para los activos que se transan.

Un mercado eficiente es aquel donde los precios no presentan estacionalidades y, por lo tanto, no son altamente predecibles. La eficiencia depende fundamentalmente de la disponibilidad de información sobre el tamaño del mercado, su profundidad, los movimientos de los precios, y de que el mercado sea capaz de reflejar este acervo de información en los precios⁶. Si estos últimos incorporan toda la información disponible, se minimizan las posibilidades de que exista información privilegiada y de que algunos agentes tomen ventaja sobre otros. Adicionalmente, si los precios incorporan correctamente la información del mercado, también reflejan los riesgos inherentes a los activos.

En consecuencia, si el mercado de capitales es ineficiente, habrá una lenta reacción de los precios, con períodos de alzas o de bajas prolongados, que pueden durar semanas e incluso meses, mientras que en mercados eficientes los movimientos se realizan en pocos días.

Cabe anotar, sin embargo, que esta es una aproximación aún simplificada (y extrema) del concepto de eficiencia. Como se sugiere en algunos estudios sobre el tema (Fama, 1991), es necesario analizarla conjuntamente con un modelo de precios de los activos. En este

⁶ De acuerdo con Fama (1991), esta versión extrema del concepto de eficiencia tiene como condición necesaria que los costos de transacción y de información son siempre cero. En este sentido, sugiere analizar la evidencia sobre el ajuste de los precios a varios tipos de información, incluyendo en el análisis otro tipo de variables además de los costos de información y de transacción.

sentido, una manera de probar si la información está reflejada en forma apropiada en los precios es en el contexto de un modelo de precios que, entre otras cosas, defina el significado de "apropiada". El análisis exhaustivo de la eficiencia del mercado de capitales en Colombia con diferentes mediciones, no es el propósito de este trabajo, aun cuando sí se hacen algunas mediciones en forma simplificada de la eficiencia tomando como referencia algunos conceptos utilizados internacionalmente. Sin embargo, este es un aspecto poco estudiado en el caso colombiano, y donde aún hay un campo importante por explorar.

Para medir la eficiencia del mercado accionario en Colombia, se realizó un ejercicio econométrico en el que se descompone la varianza o movimiento intertemporal de los índices de precios de las bolsas de Bogotá y New York, respectivamente. En particular, el ejercicio busca determinar la explicación estocástica de la varianza del índice de precios de la Bolsa de Bogotá y se compara con la varianza del índice de la Bolsa de Nueva York. Se encontró evidencia de que el mercado de bursátil colombiano es ineficiente pues no incorpora de manera rápida los choques exógenos a los precios (en el Anexo 1 se explica en detalle el ejercicio realizado). Es decir, que en el caso de la Bolsa de Bogotá el índice de precios puede estimarse con base en sus niveles pasados, lo que implica que el mercado no incorpora en los precios información proveniente de choques exógenos.

Durante la primera parte de la década de los noventa todos los países emergentes considerados en esta muestra, con excepción de Venezuela, experimentaron altas tasas de crecimiento promedio tanto de los precios como de los rendimientos de los papeles transados en el mercado de capitales. Durante la segunda parte de la década, esta tendencia sólo la mantuvieron Argentina, Brasil, México y Taiwan, y a este grupo se sumó Venezuela (Gráficos 1.1.1.6.1 y 1.1.1.6.2).

En el período 1990-1994, Colombia estaba dentro del grupo de países con tasas de crecimiento promedio anuales de los precios y de los rendimientos más altas. El crecimiento promedio anual de los precios de los papeles transados fue 58%, y el de los rendimientos fue 63%. Entre 1995-1999, estas tasas se tornaron negativas y fueron 12.5% y 8.5%, respectivamente.

Además del comportamiento de la rentabilidad y de los precios, otros aspectos que son importantes para caracterizar un mercado de capitales son la volatilidad, tanto de precios como de rendimientos, y el nivel de integración con el mercado financiero internacional.

1.7 Volatilidad

La volatilidad del mercado de capitales se relaciona con el comportamiento de los precios de los activos, específicamente con la frecuencia y la magnitud del movimiento de los mismos. Su efecto sobre el mercado es negativo, en la medida en que las variaciones de corto plazo no reflejen en forma correcta los valores de equilibrio del activo financiero. En este sentido, la volatilidad está directamente asociada con el nivel de riesgo.

La volatilidad del mercado depende en buena medida de los sistemas de transacción utilizados, por cuanto éstos tienen como una de sus funciones principales la de acercar los precios de los papeles a los niveles de equilibrio.⁷ De esta manera, la volatilidad de los precios y de los rendimientos de los papeles transados se asocia con ineficiencia del mercado, pues es un signo de que el mercado toma mucho tiempo para incorporar en los precios la nueva información disponible.

Una manera simplificada de medir la volatilidad y por tanto de percibir el riesgo del mercado de valores, es evaluar la varianza del rendimiento de los activos (su desviación estándar). Este indicador refleja qué tan estable es el rendimiento en el tiempo y con qué nivel de frecuencia varía⁸.

Como se observa en los Gráficos I.1.1.7.1 y I.1.1.7.2, la desviación estándar de los índices de precios y rendimientos de los principales mercados emergentes evidencia una alta volatilidad. No obstante, Colombia está en el grupo de países que tienen una menor desviación estándar tanto en precio como en retorno, junto con Chile y Perú. Si bien este es un aspecto positivo del mercado de capitales colombiano, es importante hacer notar que no implica que este mercado sea eficiente, como se vio antes.

Adicionalmente, al comparar la relación entre el rendimiento y su desviación estándar entre los períodos 1989-1993 y 1994-1999 se encuentra, por una parte, que si bien Colombia ha mantenido casi el mismo nivel de riesgo en los dos períodos su rendimiento se ha reducido y, por otra parte, que aunque la mayoría de países emergentes experimentaron una caída en rendimientos la han compensado con una disminución del riesgo (Gráficos I.1.1.7.3 y I.1.1.7.4).

1.8 Integración con el mercado internacional

La integración del mercado doméstico con el mercado internacional se puede medir a través de la correlación entre los índices de precio y rendimiento de cada mercado con el índice S&P500 del mercado estadounidense. En los Gráficos I.1.1.8.1 y I.1.1.8.2 se observa que Colombia, Perú y Venezuela tienen los índices de correlación más bajos de la muestra de países considerada, con valores por debajo de 20% tanto para los precios como para los rendimientos. En contraste, países de América Latina como Argentina, Chile, Brasil y México tienen coeficientes de correlación entre 40% y 50%.

Este resultado es una muestra adicional del bajo nivel de eficiencia del mercado colombiano, en la medida en que incorpora muy poca información del desempeño de los precios y la rentabilidad del mercado internacional.

⁷ Estos sistemas deben asegurar que los precios no sobrepasen ciertos límites, para lo cual se utiliza el mecanismo de "quebradores de circuitos" (*circuit breakers*), que consiste en detener por cierto tiempo el intercambio para que los inversionistas en general, y el mercado en particular, procesen, absorban y diseminen la información.

⁸ Una discusión sobre el concepto de volatilidad se encuentra en Fama (1991).

1.9 Situación institucional

Finalmente, un análisis de indicadores institucionales y de regulación muestra que Colombia, a pesar de las reformas estructurales realizadas a comienzos de los noventa relacionados con la apertura a la inversión extranjera y con el sector financiero, todavía tiene profundas diferencias con respecto a otros mercados emergentes.

En el Cuadro I.1.1.9.1 se presenta, para el período 1989-1993, una evaluación comparativa de indicadores como publicación de información sobre las empresas que cotizan en bolsa, el nivel de estándares contables, la calidad de la protección al inversionista, y las restricciones a la repartición de dividendos y de capital, así como al acceso al mercado de capitales.

Los indicadores muestran que en información sobre las firmas que cotizan en bolsa Colombia, junto con Venezuela y Argentina están entre los países con una menor calidad de la información que publicada. Los estándares contables y la protección para el inversionista en Colombia son adecuadas, pero este nivel está por debajo del de países como Chile, Brasil, México, Corea y Malasia. En materia de repatriación de dividendos y de acceso al mercado de capitales, Colombia todavía exhibe algunas restricciones, aunque en este caso está dentro del promedio de la mayoría de países de América Latina considerados en esta muestra.

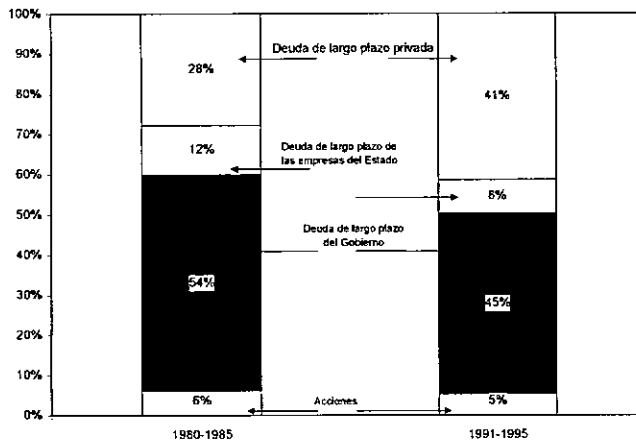
En conclusión, a pesar del crecimiento que tuvo hasta mediados de la década, el mercado de capitales colombiano frente al de países de similar de desarrollo se destaca todavía por ser pequeño y por un volumen de transacciones que ha decrecido en los últimos años, por tener un tamaño promedio reducido de las firmas que cotizan en bolsa - si bien el número de compañías que cotizan es relativamente alto - y por tener un bajo volumen de transacciones - aunque no es tan concentrado como el de otros países de la región -. Adicionalmente, y tal vez lo más importante, en Colombia este mercado es ilíquido, poco eficiente, y con altos costos de transacción lo cual, como ya se mencionó, está íntimamente relacionado con los mecanismos de transacción, con el esquema regulatorio, y con el desempeño de las variables macroeconómicas. A esta situación se suma el hecho de que una proporción muy pequeña de las empresas en Colombia se financia por esta vía, aspecto que se tratará en detalle en una sección posterior.

Cuadro I.1
Actividad del Mercado de Capitales Primario Mundial: Emisiones de Deuda y Acciones
US\$ Miles de Millones

Mercados	1980-1985 (1)	1986-1990 (2)	1991-1995 (3)	Composición Porcentual			Tasas de crecimiento		
				1980-1985	1986-1990	1991-1995	(2)/(1)	(3)/(2)	(3)/(1)
Mercados emergentes	92	267	605	1.9	3.1	4.0	190.5	126.7	558.7
Tigres Asiáticos	32	124	329	0.7	1.4	2.2	290.5	165.6	937.2
G4	4,703	8,219	14,082	97.4	95.5	93.8	74.7	71.3	199.4
Total	4,827	8,609	15,015	100.0	100.0	100.0	78.4	74.4	211.1

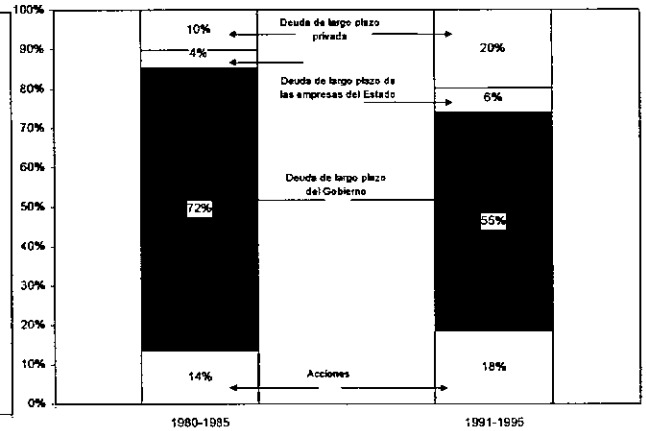
Fuente: Cálculos con base en Discussion Paper N° 39, Internacional Finance Corporation.

Gráfico I.1
ESTRUCTURA DEL MERCADO DE CAPITALES PRIMARIO MUNDIAL



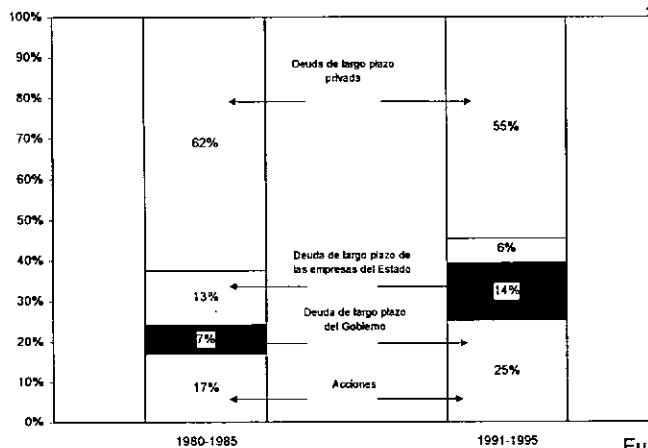
Fuente: Aylward A., y Glen J. (1999)

Gráfico I.2
ESTRUCTURA DEL MERCADO DE CAPITALES PRIMARIO PAISES EMERGENTES



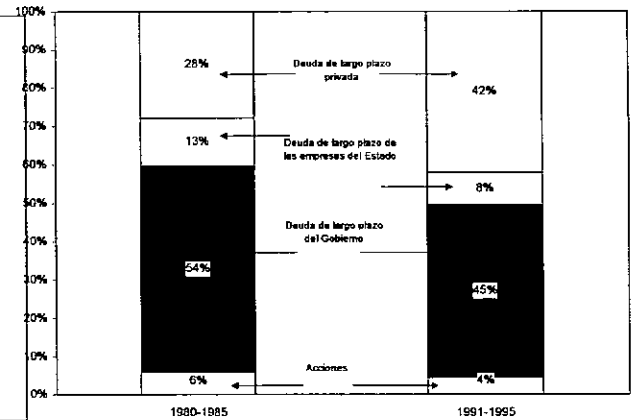
Fuente: Aylward A., y Glen J. (1999)

Gráfico I.3
ESTRUCTURA DEL MERCADO DE CAPITALES PRIMARIO TIGRES ASIATICOS



Fuente: Aylward A., y Glen J. (1999)

Gráfico I.4
ESTRUCTURA DEL MERCADO DE CAPITALES PRIMARIO PAISES DEL G4



Fuente: Aylward A., y Glen J. (1999)

Gráfico 1.5
TAMARO DEL MERCADO DE CAPITALES PRIMARIO MUNDIAL

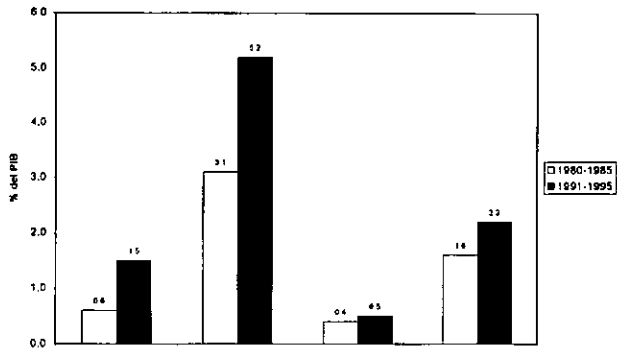
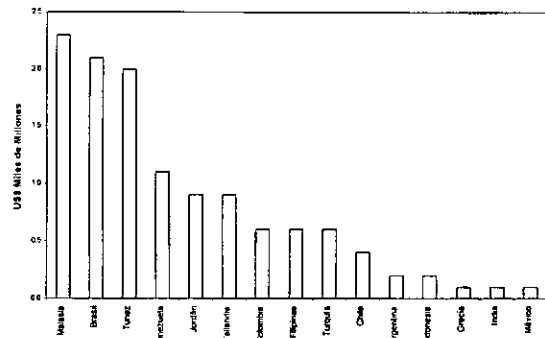
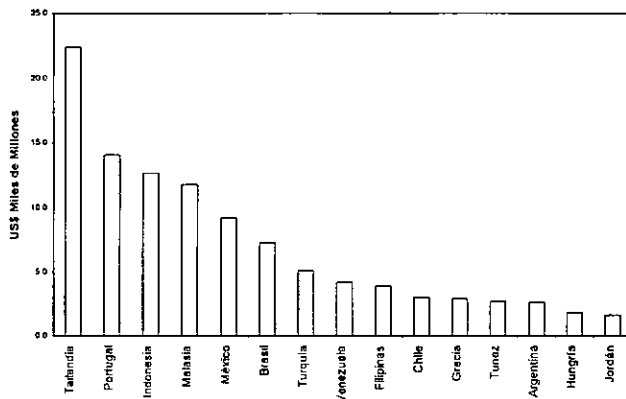


Gráfico 1.6
PRINCIPALES EMISORES DE ACCIONES EN PAISES EMERGENTES 1980-1985



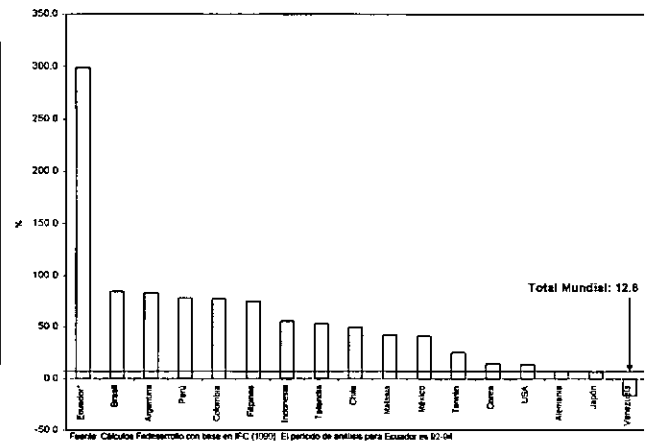
Fuente: Aylward A., y Glen J. (1999)

Gráfico 1.7
PRINCIPALES EMISORES DE ACCIONES EN PAISES EMERGENTES 1991-1995



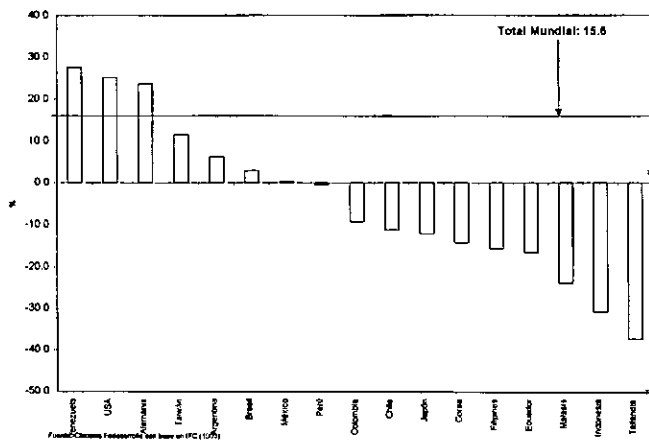
Fuente: Aylward A., y Glen J. (1999)

Gráfico 1.1.1.1.1
Tasa de crecimiento promedio anual de la capitalización de mercado 1980-1994



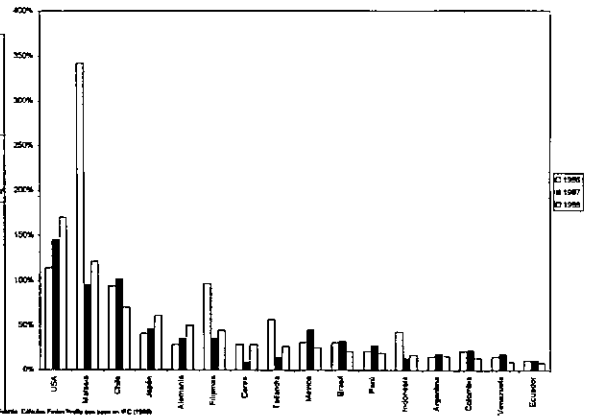
Fuente: Cálculos Fedesarrollo con base en IFC (1997). El período de análisis para Ecuador es 82-94

Gráfico 1.1.1.1.2
Tasa de crecimiento promedio anual de la capitalización de mercado 1985-1998



Fuente: Cálculos Fedesarrollo con base en IFC (1997)

Gráfico 1.1.1.1.3
Capitalización/PNB



Fuente: Cálculos Fedesarrollo con base en IFC (1998)

Gráfico L1.1.1.4
COMPOSICIÓN SECTORIAL DE LA CAPITALIZACIÓN DE MERCADO 1999

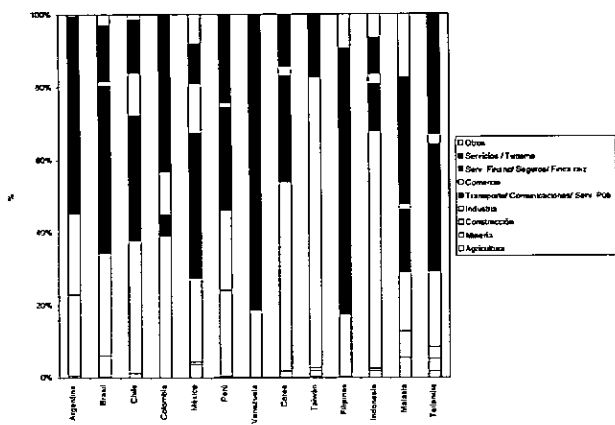


Gráfico L1.1.2.1
Tasa de crecimiento promedio anual del volumen transado en bolsa 1990-1994

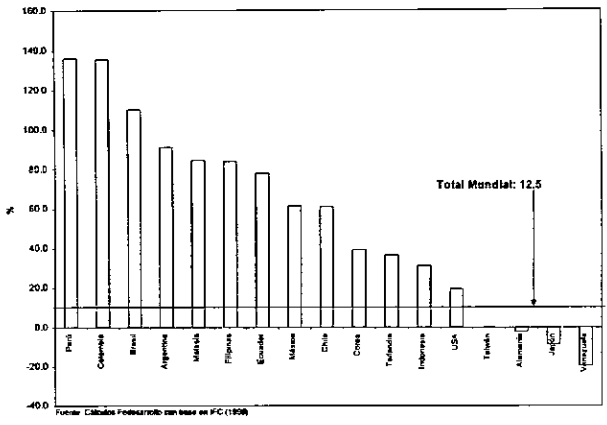


Gráfico L1.1.2.2
Tasa de crecimiento promedio anual del volumen transado en bolsa 1996-1998

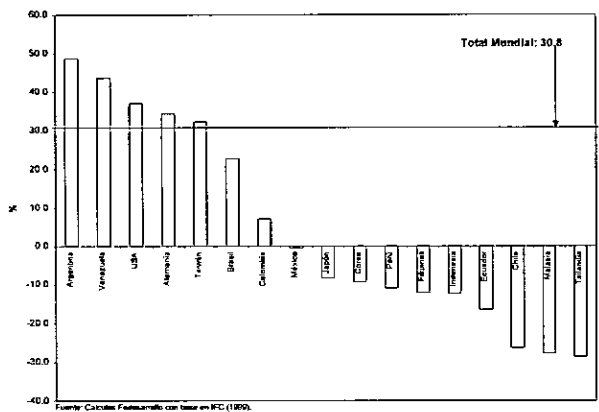


Gráfico L1.1.3.1
Volumen transado/PNB

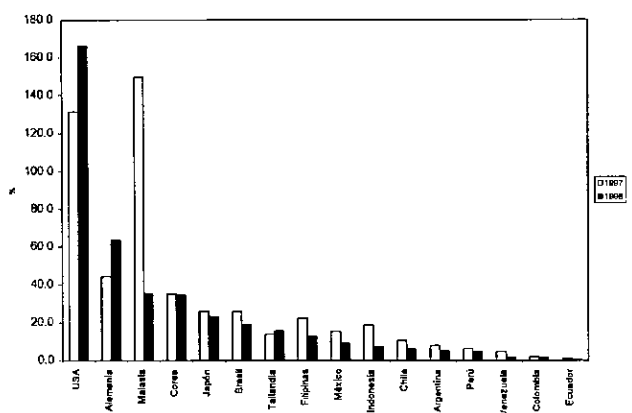


Gráfico L1.1.3.2
Volumen transado/capitalización

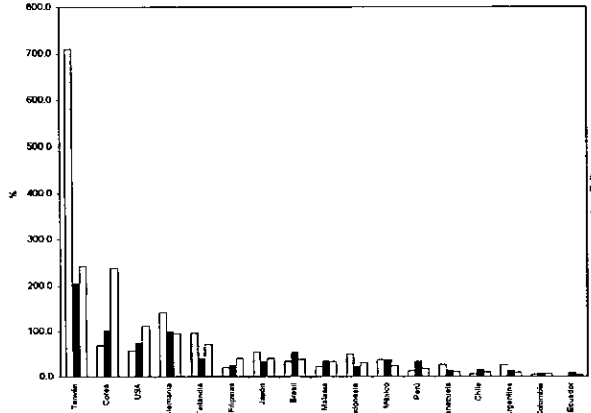


Gráfico L1.1.4.1
Número promedio de firmas inscritas en Bofas 90-94

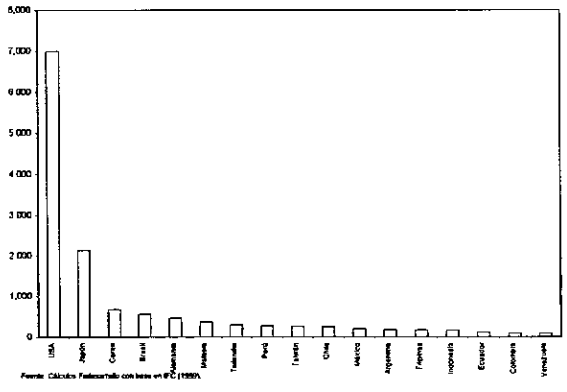


Gráfico I.1.1.4.2
Número promedio de firmas inscritas en Bolsa 95-98

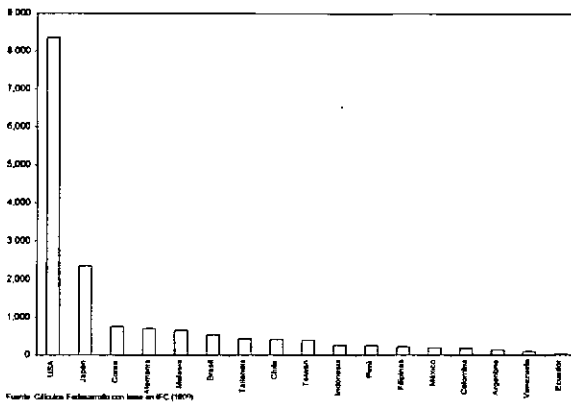
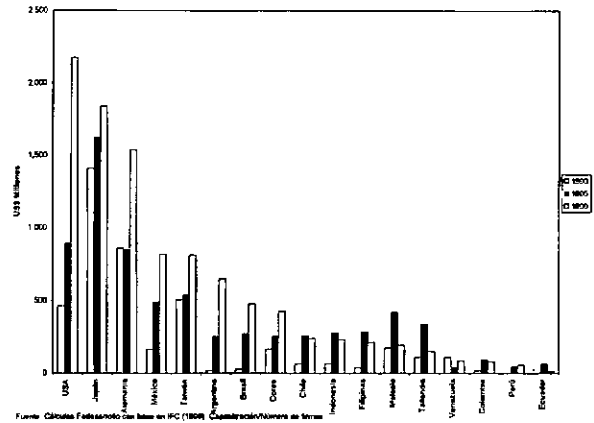


Gráfico I.1.1.4.3
Tamaño promedio de firmas inscritas en bolsa



Cuadro I.1.1.5.1
Concentración de mercado

País	Número de papeles			Participación de los 10 papeles más grandes en la capitalización total de mercado			Participación de los 10 papeles más dinámicos en el valor transado		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999	1997	1998	1999
Argentina	35	32	28	51.9	49.0	24.2	85.4	89.3	80.9
Brasil	87	100	90	42.4	24.8	32.6	63.7	54.1	23.6
Chile	53	51	48	42.2	43.1	42.3	58.3	60.4	75.9
Colombia	27	24	23	49.8	41.3	49.2	67.8	34.0	54.8
México	75	70	57	35.5	41.4	53.2	45.6	50.8	60.4
Perú	37	35	32	51.1	48.2	50.3	56.4	62.0	47.4
Venezuela	19	19	16	61.5	61.2	56.4	65.8	71.3	64.0
Corea	195	180	162	38.8	37.9	59.1	12.5	24.1	24.1
Taiwán	98	106	106	28.6	27.3	36.4	22.7	19.9	29.6
Filipinas	59	59	58	48.1	55.4	42.2	35.2	54.9	41.5
Indonesia	62	58	55	47.6	61.2	47.6	32.1	50.5	45.8
Malasia	157	147	139	36.4	31.5	33.4	15.5	31.0	23.0
Tailandia	74	64	64	47.6	45.8	46.8	36.0	42.3	39.3

Fuente: S&P Emerging Stock Markets Factbook 2000

Gráfico I.1.1.6.1
TASA DE CRECIMIENTO PROMEDIO DE LOS PRECIOS DE LOS PAPELES TRANSADOS (1984=100)

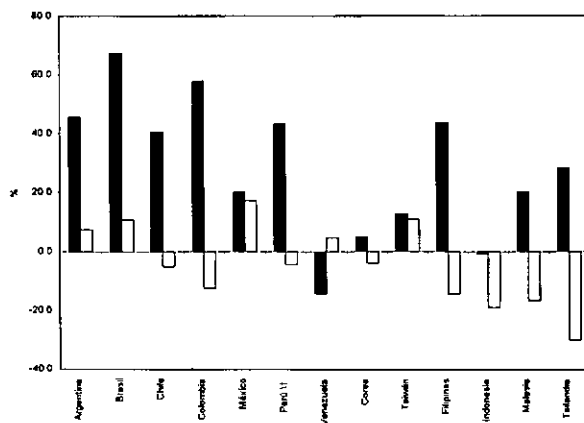


Gráfico I.1.1.6.2
TASA DE CRECIMIENTO PROMEDIO DEL RENDIMIENTO DE LOS PAPELES TRANSADOS (1984=100)

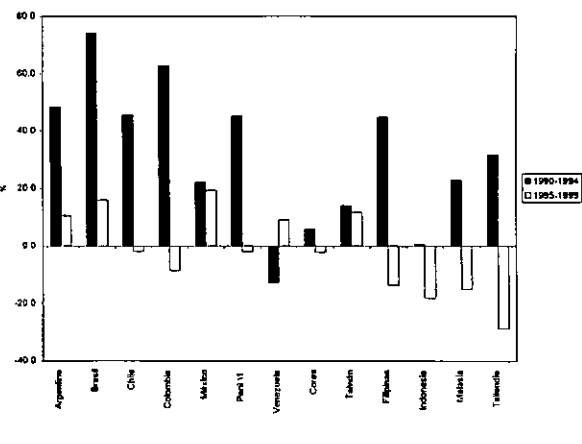


Gráfico 1.1.1.7.1
DESVIACION ESTÁNDAR ANUALIZADA DEL ÍNDICE DE PRECIOS DE LA BOLSA
(Diciembre de 1994-Diciembre de 1999)

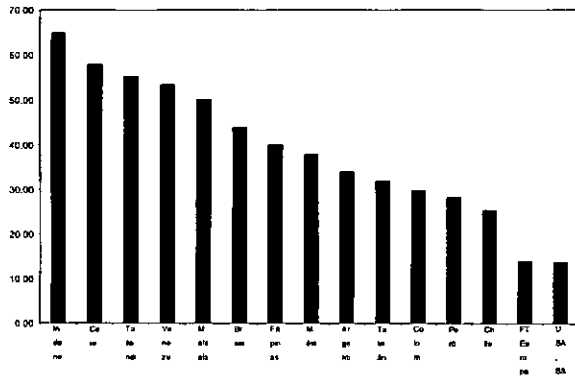


Gráfico 1.1.1.7.2
DESVIACION ESTÁNDAR ANUALIZADA DEL ÍNDICE DE RENDIMIENTO DE LA BOLSA (Diciembre de 1994-Diciembre de 1999)

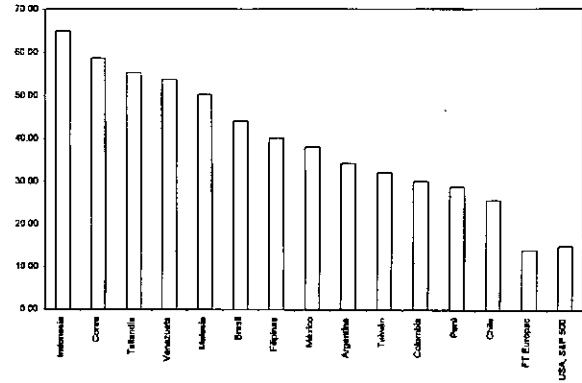


Gráfico 1.1.1.7.3
1989 - 1995

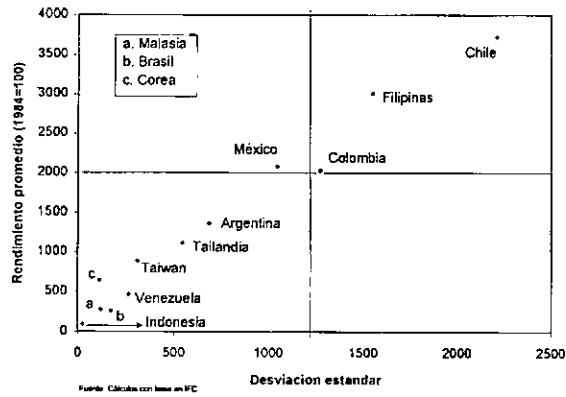


Gráfico 1.1.1.7.4
1996 - 1999

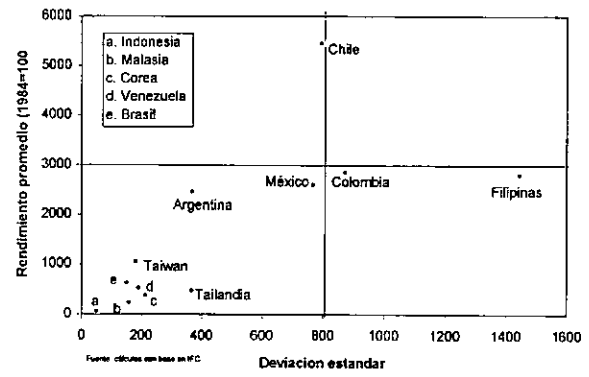


Gráfico 1.1.1.8.1
CORRELACION DEL ÍNDICE DE PRECIOS DE LA BOLSA CON S&P 500
(Diciembre de 1994-Diciembre de 1999)

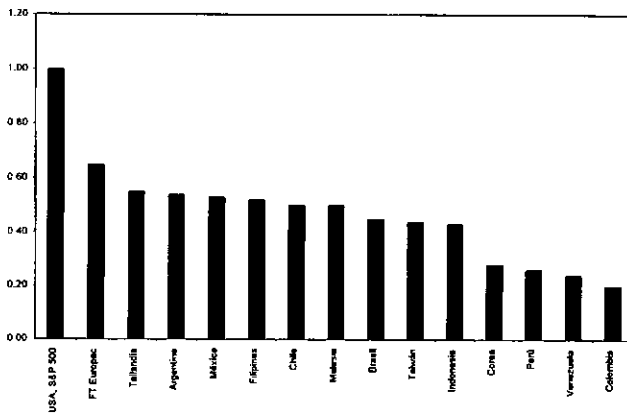
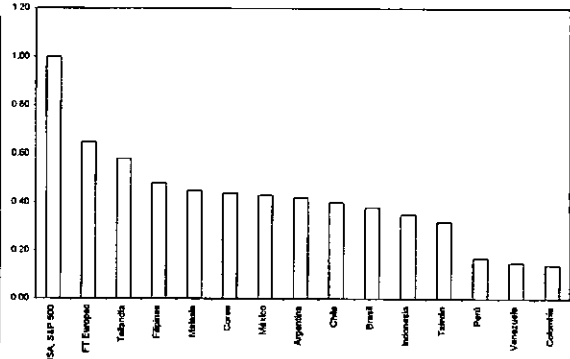


Gráfico 1.1.1.8.2
CORRELACION DEL ÍNDICE DE RENDIMIENTO DE LA BOLSA CON S&P 500 (Diciembre de 1994-Diciembre de 1999)



Cuadro I.1.1.9.1
INDICADORES INSTITUCIONALES: PROMEDIO 1986-1993

	Información sobre las empresas (1)	Estándares contables (2)	Calidad de la protección del inversionista (3)	Restricciones sobre:		Acceso al mercado de capitales (6)
				Repatriación de dividendos (4)	Repatriación de capital (5)	
Argentina	0.25	1.00	1.00	1.25	1.63	2.00
Brasil	0.75	2.00	2.00	2.00	1.50	1.50
Chile	0.88	2.00	2.00	1.75	1.00	2.00
Colombia	0.25	1.00	1.00	1.38	2.00	1.50
Corea	1.00	2.00	2.00	2.00	1.63	1.25
Filipinas	0.88	1.75	1.00	1.75	1.75	1.13
Indonesia	1.00	0.16	0.83	1.29	1.29	1.71
Malasia	1.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
México	1.00	2.00	2.00	1.75	1.75	1.75
Tailandia	1.00	1.00	1.00	1.75	1.75	2.00
Taiwán	0.75	0.25	0.13	1.63	2.00	1.13
Venezuela	0.25	1.00	1.00	1.00	1.00	1.75

Nota: columna (1): 0=publicada, 1= comprensiva y publicada internacionalmente.
columnas (2) y (3): 0=pobre, 1=adecuada, 2=buena, de calidad internacionalmente aceptada,
columnas (4), (5) y (6): 0=restringido, 1=algunas restricciones, 2=libre
Fuente: tomado de Levine y Zerbos (1998)

II. DESEMPEÑO DEL MERCADO DE CAPITALES COLOMBIANO EN LA DÉCADA DE LOS NOVENTA

Existe un viejo debate, aún sin resolver, sobre las ventajas y desventajas de que un país cuente con un sistema financiero basado en bancos frente a uno basado en el mercado. En el primero, son los bancos, o de manera más general los intermediarios financieros, los que canalizan el ahorro hacia la inversión y facilitan el manejo del riesgo, mientras en el segundo esa responsabilidad es compartida con el mercado de capitales.

Para algunos, la presencia de mercados de capitales grandes y eficientes fomenta el crecimiento económico de largo plazo. Mientras que, varios trabajos sobre el tema defienden el hecho de que tanto los sistemas financieros eminentemente bancarios como los mercados de capitales son más grandes, dinámicos y eficientes en la medida en que los países tengan niveles de ingreso más altos.⁹ Esta visión podría interpretarse como que el sistema financiero tiene un papel pasivo en materia de crecimiento económico.

Independiente de cuál sea el sentido de la causalidad de la relación entre sistema financiero - incluido el mercado de capitales - y crecimiento económico, es un hecho que el mercado de capitales es fundamental para disminuir la vulnerabilidad financiera de un país en el largo plazo, pues el proceso de inversión permanentemente enfrenta problemas de descalce en plazos y en monedas.

En este sentido, vale la pena mencionar los principales determinantes del desempeño del mercado de capitales. Entre estos factores, se cuentan: tasas de ahorro e inversión altas, ingreso per cápita alto, bajo nivel y reducida volatilidad de la inflación y poca volatilidad en la tasa de cambio real. No obstante, a este conjunto de factores de carácter macroeconómico se suman otros de tipo institucional que son de particular importancia para que se consolide la tendencia de crecimiento del mercado bursátil. Dentro de este último grupo se destacan la necesidad de una reglamentación y supervisión lo suficientemente efectivas como para proteger adecuadamente al inversionista y, en particular, a los accionistas minoritarios y para promover el uso de prácticas contables internacionalmente aceptadas. Además, la reglamentación debe ser lo suficiente flexible para promover la utilización de diversos instrumentos y para incentivar la participación de agentes en el mercado. Todo lo anterior debe ser complementado con una infraestructura eficiente para lograr que haya procedimientos de compensación y liquidación rápidos.

Una revisión rápida de las condiciones que Colombia presenta en cada uno de estos factores permite concluir que todavía queda mucho camino por recorrer para lograr un crecimiento sostenido del mercado capitales en el país. El gran logro de la década de los noventa ha sido reducir la inflación a un dígito, lo cual tiene un impacto positivo sobre este mercado, sin

⁹ Véase Levine y Zervos (1996) y Demigurc-Kunt y Levine (1999).

embargo, las bajas tasas de ahorro e inversión que prevalecen en el país unidas a condiciones institucionales y, en particular, regulatorias todavía susceptibles de mejorar no plantean un panorama despejado para el mercado de capitales en Colombia¹⁰.

Colombia tradicionalmente ha sido un país orientado hacia un sistema financiero bancario, lo cual a pesar de la apertura económica y del creciente flujo de capitales extranjeros que se dio en la primera mitad de los noventa no ha cambiado sustancialmente en la última mitad de la década. Como se verá en la sección 2 de este capítulo, la industria en Colombia todavía sigue financiándose en su mayor parte con recursos del sistema financiero intermediado y muy poco con acciones o bonos. Adicionalmente, aunque la apertura económica trajo consigo un buen número de privatizaciones, el modelo aplicado en Colombia para la venta de activos del gobierno se apoyó muy poco en el mercado de capitales, si bien esta opción se ha utilizado para unos casos puntuales.

No obstante, durante la década de los noventa el mercado de capitales colombiano experimentó el mayor auge de su historia, seguido de una profunda destorcida que, como se verá más adelante, tiene origen en la confluencia de diversos factores. Con todo, el valor de las transacciones bursátiles pasó de ser casi 1.5% del PIB entre los años cincuenta y setenta a un promedio de 30% durante la década de los noventa (Gráfico II.1). El aumento de tamaño del sector se ha dado a pesar de que a partir de 1996 la actividad bursátil registró una fuerte caída. En efecto, la tasa de crecimiento real de esta variable pasó de ser en promedio 45% anual para el período 1991-1995, a un nivel de 0.9% promedio anual entre 1996 y 1999 (Gráfico II.2).

Cuando se analiza el desempeño de la actividad bursátil desde 1950 se observa que la dinámica del mercado ha estado muy influenciada por factores de tipo puntual, en particular, por los cambios de legislación. Es claro como la eliminación de la doble tributación en 1986 y la apertura del mercado a la inversión extranjera a comienzos de los noventa coinciden con etapas de auge del mercado de capitales en Colombia. Bajo estas condiciones, parecería que todavía subsisten condiciones de tipo estructural que deben ser mejoradas para que se logre un crecimiento sostenido del mercado de capitales.

1. Caracterización del mercado

1.1 El desempeño reciente

La estructura del mercado de capitales colombiano por tipo de transacciones ha seguido la misma tendencia que se observa a nivel internacional en cuanto a la creciente importancia de los instrumentos de renta fija. A pesar de que a nivel internacional, como se observó en la sección anterior, las acciones han mantenido su participación dentro del mercado de capitales casi constante, en Colombia se observa una creciente pérdida de importancia de este tipo de instrumentos (Gráfico II.1.1.1). En efecto, mientras entre los años cincuenta y

¹⁰ Sobre el tema institucional y regulatorio véase López de Silanes F. (1999)

setenta las acciones representaban más del 60% de las transacciones en el mercado bursátil, durante los noventa su participación se redujo a casi 8%. Actualmente, las transacciones de renta fija cubren más del 85% del total de transacciones realizadas en el mercado de capitales colombiano.

Si bien el volumen transado en acciones es en términos relativos pequeño, aumentó de tamaño en la última década pues pasó de ser menos de 0.5% del PIB en los años ochenta a 3% del PIB en promedio en el período 1996-1999 (Gráfico II.1.1.1.2). En contraste, las transacciones de renta fija pasaron de representar 3.7% del PIB en los ochenta a casi 35% del PIB a finales de los noventa (Gráfico II.1.1.1.3). Como se verá en el capítulo IV de este trabajo, el dinamismo del mercado ha estado directamente relacionado con el crecimiento de la deuda pública interna.

La estructura del mercado bursátil colombiano se explica, en buena medida, por el hecho de que las empresas en Colombia no se financian por esta vía. Esta tendencia se refleja, por una parte, en una alta concentración de la propiedad accionaria en las empresas que cotizan en bolsa y, por otra, en un bajo índice de bursatilidad para la mayor parte de las acciones transadas en este mercado o, dicho de otra forma, con un reducido número de acciones que presentan una bursatilidad alta.

La concentración de la propiedad accionaria de una empresa se puede medir a través del Índice Gini. Si hay total desconcentración, es decir si la propiedad está distribuida de manera igualitaria entre todos los accionistas, el índice es 0. Mientras que si hay concentración de la propiedad el índice toma un valor de 1. Si se calcula por sectores el promedio aritmético de los índices Gini de las empresas que componen cada sector, se observa que en Colombia en casi todos los sectores el índice se ubica entre 0.8 y 0.9 (Cuadro II.1.1.1.1). Lo anterior sugiere que las empresas que están cotizando en la bolsa, transan en el mercado una proporción pequeña de sus acciones lo cual es consecuente con una poca propensión a ceder el control de las empresas. Esta circunstancia no es extraña pues Colombia es un país que se caracteriza por la operación de grandes grupos económicos en varios sectores de la economía.

En resumen, a pesar de ser pequeño a nivel internacional, el mercado de capitales colombiano registró un crecimiento espectacular durante los años noventa. Sin embargo, durante la década se pueden diferenciar dos etapas: un importante dinamismo hasta mediados de la década y un virtual estancamiento desde 1996. Por otra parte, el crecimiento del mercado ha estado fundamentado especialmente en el crecimiento de los títulos de renta fija, especialmente desde finales de los años ochenta, en contraposición a una lenta evolución del mercado accionario, originada en buena parte en la concentración de la propiedad accionaria que caracteriza a las empresas colombianas.

1.2 Las tres bolsas

En Colombia los agentes del mercado de capitales operan a través de tres bolsas, situación que ha sido ampliamente cuestionada lo cual ha llevado el debate hacia una posible integración y/o fusión. Decisión que se concretó a comienzos de marzo de 2001 y que redundará en efectos positivos sobre el fortalecimiento de este mercado. En este contexto, vale la pena analizar la participación y las principales actividades de la Bolsa de Bogotá, de Medellín y de Occidente.

La Bolsa de Bogotá siempre ha participado con más del 50% en el total del volumen transado en el mercado nacional. Sin embargo, su participación ha mostrado una tendencia decreciente, cediéndole terreno a la bolsa de Medellín y de Occidente. En los años 90, la Bolsa de Bogotá aumentó su participación en el total nacional transado hasta 1994, año en el cual participó con 70,8%. A partir de esta fecha este porcentaje comenzó a bajar hasta llegar a 57,9% en 1999 (Gráfico II.1.2.1).

El patrón de comportamiento de la participación de la Bolsa de Medellín en el total nacional transado ha sido opuesto al de la de Bogotá. En 1990 representó el 22,2% del total nacional, porcentaje que fue decreciendo hasta llegar a 14,2% en 1992. A partir de esta fecha recuperó nuevamente su participación, la cual aumentó a 29,5% en 1999.

La Bolsa de Occidente ha sido la más pequeña de las tres y su participación en el total transado ha sido más variable. A comienzos de la década de los 90, incrementó su importancia, pero posteriormente esta tendencia se revirtió y pasó de 22,4% en 1993 a 13,1% en 1994. Descenso que continuó hasta 1997. En el siguiente año se recuperó nuevamente, para volver a descender en 1999 a 12,5%,

Las principales cuentas de las tres bolsas del país han mostrado una tendencia creciente, particularmente a comienzos de la década de los noventa. Entre 1990 y 1994, los activos, ingresos, patrimonio y utilidades mostraron un aumento nominal porcentual anual considerable. De 1995 en adelante, en general la misma tendencia creciente se presentando, aunque las bolsas también vieron los efectos de la crisis económica mundial que produjo caídas particularmente notorias en los ingresos y utilidades operacionales (Gráficos II.1.2.2-II.1.2.5).

Este comportamiento ha sido más contundente en la bolsa de Bogotá, que en 1992 mostró un crecimiento de sus activos de 138,7%, similar al del patrimonio, los ingresos aumentaron 182% y las utilidades crecieron 450%. En esta Bolsa, tanto los activos como el patrimonio han registrado un crecimiento continuo desde 1984, presentando los mayores aumentos a comienzos de los años 90. Los ingresos también han mostrado un comportamiento positivo presentando únicamente dos caídas significativas que se recuperaron de inmediato como en los años 1993 y 1997 cuando los ingresos se contrajeron 6,6% y 12,1% nominal anual, respectivamente. Pero en ambas ocasiones, al año siguiente los ingresos se recuperaron, presentando aumentos de 87,3% y 23,8%. Las utilidades, en cambio, han mostrado un comportamiento muy irregular a partir de 1990.

Por su parte, las principales cuentas de la Bolsa de Medellín se han comportado en forma estable y positiva a lo largo de la década de los 90. Los activos crecieron cada año en términos nominales, siendo particularmente notorio el aumento de 1991 de 129%. Ya a mediados de 1999 los activos alcanzaron el 16% de los activos del total de las bolsas del país. El patrimonio también ha mostrado una clara tendencia ascendente, especialmente después de 1990 (año en el que cayó 4% en términos nominales), aunque a un ritmo cada vez menor. Los ingresos también mostraron crecimientos considerables a lo largo de la década, aunque hacia el final comenzaron a decrecer: éstos pasaron de aumentar 35,5% en 1996 a crecer sólo 0,8% y 2% en los dos años siguientes, respectivamente. Finalmente, también en este caso, las utilidades han registrado un comportamiento muy irregular.

La Bolsa de Occidente también mostró un crecimiento de sus activos durante la década de los noventa, particularmente hasta 1995. Durante 1996, sus activos cayeron considerablemente, 6,7% nominal, y al año siguiente el crecimiento fue prácticamente nulo (0,24%). A partir de este año retomaron un crecimiento del orden de 20% nominal anual. Su patrimonio también ha crecido sustancialmente durante toda la década, con excepción del crecimiento de 1997 de sólo 1,4% nominal anual. Los ingresos, por su parte, mostraron un crecimiento mucho más estable a lo largo de los años 90 comparado con el de las otras bolsas del país y el único año en el que no se presentó un aumento significativo fue en 1997 (4,7%). Pero entre 1990 y 1998 este rubro presentó un crecimiento nominal promedio anual de 62,4%, el más alto de las tres bolsas. Por último, la utilidad mostró un crecimiento anual significativo entre 1990 y 1993, seguido por tres años continuos de decrecimiento. El comportamiento de las utilidades de esta bolsa también ha sido muy irregular, aunque el crecimiento promedio anual de la década es el más alto de las bolsas del país.

2. Evolución de los principales determinantes del mercado

2.1 Condiciones macroeconómicas

La incidencia de las condiciones macroeconómicas sobre el desempeño del mercado de capitales es directa. Por una parte, el volumen de ahorro e inversión de la economía es el principal determinante del tamaño de ese mercado. Por otra parte, la evolución de las principales variables macroeconómicas afecta el crecimiento del mercado de capitales.

a) El ahorro y la inversión

El desempeño reciente del ahorro y la inversión en Colombia no ha sido favorable para el crecimiento del mercado de capitales. La inversión se ha visto seriamente afectada durante esta crisis. En efecto, la inversión privada pasó de crecer casi 40% real en 1993 a caer más de 45% real en 1999 (Gráfico II.2.2.1.1):

La literatura económica muestra que el crecimiento de la inversión depende en buena medida de la existencia de bajas de tasas de interés y de estabilidad económica. Durante la segunda mitad de los noventa la primera de las condiciones se ha logrado pero el mayor obstáculo se ha dado en materia de estabilización.

En efecto, este evidente deterioro de las tasas de inversión privada que se ha registrado durante la segunda mitad de los noventa, va de la mano con el creciente déficit fiscal. El excesivo gasto del gobierno y sus crecientes necesidades de financiamiento han hecho que el sector público ejerza una fuerte presión sobre el mercado de crédito, como se verá en el capítulo IV de este documento, causando un efecto de *crowding out*.

Adicionalmente, la crisis financiera de 1998 originada en la recesión y en el consecuente deterioro de la cartera vencida de las entidades crediticias, produjo una restricción de crédito. Por su parte, la devaluación y la crisis financiera internacional encarecieron las fuentes de financiación externas. A estas consideraciones de tipo económico se suman los factores de tipo político y social que han generado una profunda incertidumbre entre los inversionistas nacionales y extranjeros.

El ahorro también sufrió una destorcida durante los noventa. A comienzos de la década los niveles de consumo se dispararon, en otras razones, porque la apertura comercial redujo los precios relativos de los bienes de consumo duradero, por la revaluación del peso, por la creciente liquidez derivada no sólo de la política monetaria sino de los flujos de capital extranjero crecientes y porque la reforma financiera amplió la gama de actividades autorizadas a los intermediarios financieros.

En efecto, durante buena parte de la década la tasa de crecimiento real del consumo de Colombia fue superior a la del promedio de América Latina, situación que sólo se ha revertido desde 1996 (Gráfico II.2.2.1.2).

Además de el auge de consumo de comienzos de los noventa, durante la segunda mitad de la década no ha habido incentivos para aumentar el ahorro. En efecto, el ahorro financiero, medido como los depósitos de ahorro en el sector financiero, después de la coyuntura de altas tasas de interés que se vivió en 1998, apenas empezó a recuperarse a comienzos de 2000, en parte porque las bajas tasas de interés se han visto compensadas por una menor inflación (Gráfico II.2.2.1.3).

Con todo, desde el punto de vista del inversionista, la tasa de interés de captación se ha comportado mejor que el rendimiento de las actividades bursátiles, una de las principales razones que explica la pérdida de dinamismo del mercado de capitales colombiano durante los últimos años (Gráfico II.2.2.1.4).

En resumen, la principal vía para que el ahorro y la inversión se fortalezcan en Colombia es a través de la corrección del desbalance fiscal, con lo cual se le daría espacio al sector privado. Además de lo anterior, el gobierno debe fortalecer la generación de ahorro a través de los inversionistas institucionales para lo cual debe profundizarse la reforma pensional

fondeando las pasivos pensionales públicos y estimulando el ahorro en el sistema privado. Finalmente, es necesario que se disminuya la incertidumbre generada por el proceso de paz y los problemas de orden público.

Inversionistas institucionales

Uno de los factores que tiene un impacto más positivo sobre el mercado de capitales es la existencia de una amplia gama de inversionistas institucionales por su capacidad para movilizar volúmenes considerables de recursos de ahorro.

Los inversionistas institucionales son responsables de una porción cada vez más grande de las transacciones efectuadas en el mercado bursátil, ya que por su objeto se ven llevados a comprar y vender papeles, imprimiéndole un dinamismo importante al mercado. De hecho, la presencia de estos inversionistas ha sido y es el motor de crecimiento y desarrollo del mercado de capitales, en particular en los países que se caracterizan por bajos niveles de demanda y oferta de papeles (Lora y Salazar, 1996).

Este tipo de inversionistas en Colombia se ha venido fortaleciendo en el último decenio, en respuesta a las reformas de principios de la década de los noventa, como es el caso de la laboral, pensional, financiera, y la relativa a la inversión extranjera, que han modificado los mecanismos de asignación del ahorro. Con ellas se permitió la creación de los Fondos de Pensiones¹¹ y de Cesantías, que se sumaron a los Fondos de Valores, los Fondos Fiduciarios, los Fondos de Capital Extranjero, los Fondos Mutuos de Inversión, los Fondos Comunes Ordinarios, los Fondos de Inversión y los Fondos de Seguros y Capitalización.

No obstante, este tipo de inversionistas están sujetos a límites de inversión por emisor, por instrumento y a reglas de valoración de activos muy estrictas. La regulación no sólo es restrictiva sino que tiene un sesgo hacia la inversión en papeles oficiales, lo cual va en detrimento de la financiación de otras actividades de tipo privado. Adicionalmente, los Fondos de Pensiones privados ven afectadas sus decisiones de inversión por la exigencia de rentabilidad mínima a la que están sujetos¹².

Dentro de los inversionistas institucionales, en 1996 los fondos de seguros y capitalización fueron los que más inversiones realizaron, llegando a manejar el 26,9% del total de inversiones. Los fondos comunes ordinarios realizaron el 22,8% de las inversiones y los fondos de capital extranjero el 15,4%. Los fondos de pensiones (incluyendo obligatorios y voluntarios) participaron con el 12% del total de inversiones, seguidos muy de cerca por los fondos de cesantías con 9,4%. Los fondos de valores, mutuos y de inversión participaron con porcentajes mucho menores (2,5%, 2% y 1,5% respectivamente), lo que no desvirtúa su capacidad de mover un volumen considerable de recursos financieros.

¹¹ Fondos administrados por entidades privadas de carácter obligatorio y voluntario.
¹² Para un mayor nivel de detalle véase Lora y Salazar, 1996.

Los fondos de inversión tienen una importancia grande para el desarrollo actual y futuro de mercado de capitales del país. A partir de 1994, año en el que se le abrió la posibilidad a las firmas comisionistas de administrar los fondos de valores, no solo se impulsó su fortalecimiento patrimonial sino que la diversificación de sus operaciones permitió canalizar ahorro colectivo hacia el mercado bursátil.

Durante 1996, los fondos de valores alcanzaron la suma de \$183,436 millones en inversiones, lo que equivale al 92,7% de su valor neto, esta suma es cuatro veces mayor a la que se registró en 1994. En esos dos años, el valor de sus inversiones creció alrededor de 100% cada año.

A finales del 96, el 85% de las inversiones estaban hechas en títulos de renta fija emitidos por el sector privado, el 11,2% en renta fija emitida por el sector público, y el 0,7% en acciones. Dos años atrás, las acciones jugaban un papel más importante ya que representaban el 10% de las inversiones, la renta fija emitida por el sector público también tenía un participación mayor (25,1%). Es decir, que en este lapso de tiempo, la renta fija del sector privado adquirió más importancia dentro de sus inversiones.

En 1998 los inversionistas institucionales también sintieron los efectos de la desaceleración económica, lo que repercutió sobre su valor y sus actividades. En particular, los fondos de capital extranjero por su naturaleza fueron los más afectados por esta coyuntura. Estos fondos han jugado un papel preponderante en las inversiones de renta variable ya que han mantenido cerca de la mitad del portafolio total de los inversionistas institucionales en acciones. El valor de las acciones colombianas en manos de estos fondos paso de US\$1,218 millones en julio de 1997 a US\$490 millones en agosto de 1999 (Gráfico II.2.2.1.a.1).

El valor del portafolio en renta variable medido en pesos sufrió una caída de 18,2% en 1998, cifra que en pesos no fue tan grande debido a la devaluación de 19,2% registrada durante el año. Las inversiones en renta fija, que también son extremadamente sensibles a la coyuntura económica internacional, sufrieron una caída aún más profunda a diciembre de 1998 éstas registraron la suma de US\$13,2 millones lo que representó un descenso de 96,5% respecto al año anterior (Gráfico II.2.2.1.a.2). A partir de este año las condiciones no han permitido una recuperación de estos fondos.

Los fondos de inversión también presentaron dificultades durante 1998. A diciembre de 1997 había cinco fondos de inversión cuyo saldo ascendía a \$142,8 miles de millones. Este valor se redujo a \$109 mil millones en 1998. Esto se debió a la baja en los precios de las acciones que se presentó durante el primer semestre de ese año. Aún así, el total de inversiones hechas por estos fondos creció entre 1994 y 1997 casi 63%. Estos fondos muestra una clara preferencia por las acciones, las cuales participan con el 87,2% del total de inversiones, dejando el restante a inversión en renta fija.

El presente trabajo no hace un análisis exhaustivo sobre el desempeño reciente de los inversionistas internacionales, en parte por las dificultades en la consecución de información y en parte porque no es el objeto del mismo. Tampoco se detiene a analizar las

limitaciones que en materia de regulación, especialmente en lo que se refiere a sus inversiones, por la misma razón mencionada. Sin embargo, se considera un campo de estudio indispensable en el país por cuanto la cuantía de los recursos generados por estos inversionistas es fundamental para el futuro desarrollo del mercado, y las restricciones en materia de sus posibilidades de inversión han impedido que su influencia potencial se haga efectiva¹³.

b) Volatilidad de las variables macroeconómicas

Como se mencionó la volatilidad de las variables macroeconómicas es un aspecto que puede afectar de manera negativa el desempeño del mercado de capitales y, especialmente, esto es evidente cuando hay inversionistas extranjeros involucrados. A pesar de que la volatilidad se incrementa al abrir la economía a los flujos de capital extranjero, en el caso de Colombia vale la pena hacer algunas precisiones.

Por una parte, la volatilidad de variables como la inflación y la tasa de cambio aumentó en Colombia durante los noventa y principalmente al final de la década. Sin embargo, Colombia todavía es uno de los países menos volátiles de la región. En efecto, como se observa en los Gráficos II.2.2.1.b.1 y II.2.2.1.b.2, la volatilidad medida como la desviación estándar de los últimos doce meses, es superior en países como México y Venezuela tanto para el caso de la inflación como para el de la devaluación.

Si se analizan los datos para Colombia aisladamente, se observa que en materia de inflación la volatilidad se atenuó a partir de 1994 y aumentó sustancialmente desde 1998, lo cual tiene que ver con la pronunciada tendencia descendente de los precios (Gráfico II.2.2.1.b.3). En contraste, la devaluación ha presentado una enorme volatilidad desde 1994, mientras que la volatilidad de la tasa de interés se ha mantenido dentro de un nivel permanente a lo largo de la década (Gráfico II.2.2.1.b.4).

2.2 Breve recuento de los avances en materia de regulación

El dinamismo del mercado de capitales colombiano en la década de los noventa se explica por las grandes reformas que adoptó el país desde principios de la década, las cuales tuvieron una incidencia directa en este mercado y, así mismo, por los cambios en materia regulatoria que se aplicaron directamente al sector financiero.

¹³ Para no ir más lejos, se puede citar como ejemplo el caso de las compañías de seguros, cuyas inversiones fueron recientemente restringidas fuertemente a raíz del nuevo régimen de inversiones establecido en el Decreto 094 de 2000 de la Superintendencia Bancaria.

a) Reformas que afectaron la demanda

A principios de la década, la reforma laboral (Ley 50 de 1990) mediante la cual se crearon los fondos de cesantías, y la reforma a la seguridad social (Ley 100 de 1993) que estableció los fondos privados de pensiones, contribuyeron de forma importante al fortalecimiento de la demanda de papeles. Este tipo de fondos, especialmente los de pensiones, representan un enorme potencial de recursos de ahorro, pero en la práctica, el marco regulatorio para la operación de estos agentes ha sido sumamente restrictivo, por lo que sus efectos sobre el mercado de papeles a largo plazo, y particularmente aquellos de renta variable, han sido limitados.

El paquete de reformas de principios de los noventa también incluyó la liberalización de la inversión extranjera, tanto directa como de portafolio, que tradicionalmente estaba restringida en Colombia. La Ley 9 de 1991 permitió a los inversionistas poseer el 100% de la propiedad de firmas comisionistas de bolsa y autorizó el funcionamiento de los fondos de capital extranjero con muy pocas restricciones. Igualmente, se eliminaron las limitaciones sobre la repatriación de utilidades para dichos fondos, así como los impuestos sobre dividendos y ganancias de capital¹⁴.

Finalmente, y también con el fin de fortalecer la demanda, la Superintendencia de Valores mediante la Resolución 608 de 1990 permitió a las firmas comisionistas la creación de fondos de acciones.

b) Medidas que afectaron la oferta

Con el fin de agilizar y aumentar el volumen de transacciones en el mercado, las autoridades han hecho avances importantes en materia de regulación. Por una parte, la Ley 27 de 1990 introdujo las acciones preferenciales sin derecho a voto, lo cual reduce la aversión de los grandes accionistas a repartir el control de la empresa, una de las mayores restricciones que ha existido en la oferta de títulos.

La Reforma Financiera de 1990 (Ley 45) fue otra de las reformas importantes para el mercado de capitales, y a través de ella se amplió el tipo de servicios prestados por los intermediarios financieros comisionistas de bolsa, aspecto que se tratará en detalle en la siguiente sección. Además, los intermediarios financieros pudieron ejercer, a través de filiales, actividades financieras diferentes a la intermediación bancaria como la

¹⁴ Los lineamientos básicos para las actividades de los fondos de inversión extranjeros se establecieron en las resoluciones 51, 52 y 53 del Conpes, y ahí se les autorizó invertir en acciones, bonos convertibles en acciones y otros activos con plazos superiores a un año, y asimismo en bonos convertibles en acciones emitidos por las corporaciones financieras, para el caso los fondos extranjeros de carácter institucional. En los dos casos, se establecieron topes a la inversión, directa o indirecta, de 10% de las acciones ordinarias de una compañía y 25% cuando se trate de acciones preferenciales.

intermediación de valores, ampliando así el tipo de sociedades autorizadas para participar en el capital de las sociedades comisionistas de bolsa.

Adicionalmente, en 1991 se reguló la participación en el mercado de las firmas calificadoras de riesgo con el fin de aumentar su eficiencia; en 1992 se estableció el marco regulatorio para las operaciones de titularización de activos; en mayo de 1993 se liberaron las comisiones de los intermediarios bursátiles; y en agosto de 1994 se diseñó la estructura de funcionamiento de un segundo mercado, el mercado balcón. Con esta última medida, se buscó ampliar el número de inversionistas calificados y la oferta de títulos al permitir que participen en el mercado personas jurídicas no vigiladas por las Superintendencias Bancaria y de Valores¹⁵.

c) Medidas de tipo tributario

En adición a las anteriores reformas, otras medidas de carácter tributario fueron decisivas para el mercado de capitales. En primera instancia, la Ley 75 de 1986, por medio de la cual se buscó incentivar la financiación por emisión de acciones a través de mecanismos como la eliminación gradual de la deducibilidad del componente inflacionario de los intereses con costo¹⁶; la nivelación gradual de la tarifa de renta aplicable a las sociedades anónimas y limitadas¹⁷; y la eliminación de la doble tributación.

Por otra parte, mediante el decreto 1321 de 1989 y la Ley 49 de 1990, se eliminó el impuesto al patrimonio sobre las acciones. La rentabilidad obtenida como resultado de vender en bolsa una acción no sería gravada con el impuesto de renta y de ganancia ocasional. Además, se exoneró del impuesto a la renta y complementarios a los fondos de inversión, de cesantías, pensiones y valores.

Posteriormente, la Reforma Tributaria de 1992 estableció algunas ventajas para los inversionistas en el mercado bursátil. Otorgó la posibilidad de solicitar un descuento del 50% sobre la contribución especial del impuesto de renta para el período 1993-1997 para aquellos contribuyentes que invirtieran un 15% de su renta gravable en: acciones y bonos de sociedades cuyas acciones hayan registrado un índice de bursatilidad alto; acciones que conformen el segundo mercado; sociedades de economía mixta o privadas que tengan como

¹⁵ Con esta reforma se eliminó el sesgo en contra de las sociedades anónimas inscritas en bolsa al obligar a todas las sociedades (anónimas y limitadas) a publicar sus estados financieros en las Cámaras de Comercio, y se les exigió que tanto empresas de control, matrices y subordinadas, registren su situación y consoliden sus estados financieros.

¹⁶ Sin embargo, esta eliminación que debía proceder en forma gradual (10% anual durante diez años) y aplicarse solamente sobre el componente inflacionario de los intereses, se congeló en 30% entre 1988 y 1991. A partir de 1992, de acuerdo con lo contemplado en Decreto 2686 de 1988, se reanudó el proceso que terminó en ese mismo año.

¹⁷ Reducción en cuatro años del 40% al 30% para las sociedades anónimas y aumento de 18% a 30% para las limitadas.

objeto la prestación de servicios públicos¹⁸; participación o bonos de largo en cooperativas; ahorro voluntario en fondos de pensiones u otras formas de ahorro contractual de largo plazo, destinado al cubrimiento de pensiones.

Otro elemento importante establecido en la reforma tributaria de 1995 en cuanto a la enajenación de acciones, fue la corrección de la inequidad que existía en contra de los socios extranjeros, los cuales estaban sujetos a la doble tributación sobre las utilidades retenidas que posteriormente recuperaban en la venta de las acciones.

d) Privatizaciones y otras reformas

Por otra parte, el proceso de privatizaciones que tuvo lugar a principios de la década, tuvo un impacto importante en el mercado accionario en la medida en que algunas de las privatizaciones se han llevado a cabo por medio de operaciones martillo.¹⁹

La Ley 222 de 1995, mediante la cual se reformó el código de comercio, eliminó el sesgo existente en contra de las sociedades anónimas inscritas en Bolsa en materia de información. Por otra parte, la reforma estableció la mayoría simple de los votos para la toma de decisiones para las empresas inscritas en bolsa. En cuanto a la repartición de utilidades, se consideró que para repartir el 50% o más de utilidades, la decisión debe tomarse con la mitad más uno de los votos. Sin embargo, en el caso de repartirse una cantidad menor de las utilidades, se requiere el 78% de los votos, lo cual, estimula la concentración de la propiedad.

Es evidente que este conjunto de medidas, incluyendo las tributarias, permitió un desarrollo importante del mercado de capitales desde principios de los noventa, pero es necesario atribuirle también el mayor dinamismo a otro tipo de factores relacionados con el buen desempeño y estabilidad de la economía durante varios años de la década, sumado a factores de índole externo como la entrada de capitales que se registró de manera creciente en la primera mitad de la década, lo cual sin duda incrementó el volumen de recursos disponible en la economía en general, y en el mercado financiero en particular.

En la actualidad la Superintendencia de Valores tiene varios de proyectos de reforma de algunos aspectos legislativos, entre los cuales se destacan, en primer lugar, el proyecto por el cual se establecerán los requisitos de capital mínimo para la emisión de títulos hipotecarios por parte de sociedades titularizadoras (Proyecto 03 de 2001), de conformidad con lo previsto en la ley de vivienda o ley 546 de 1999 y con lo cual se busca generar recursos para este sector a través del mercado de capitales. En segundo lugar, está en discusión otro proyecto que busca actualizar la estructura del sistema de cubrimiento de riesgo de las sociedades comisionistas de bolsa para responder a sus clientes, por el

¹⁸ Acueducto, alcantarillado, aseo, gas y/o generación de energía.

¹⁹ Este es el caso de las privatizaciones realizadas en 1994 y , recientemente, de la venta de una parte de ISA.

cumplimiento de las obligaciones asumidas en desarrollo de su objeto social en el Mercado Público de Valores. Así mismo, el proyecto 01 de 2001 busca reducir los costos de las emisiones de bonos y establecer un nuevo mecanismo para la emisión de dichos instrumentos que permita a varios agentes emitir bonos simultáneamente y mediante un solo procedimiento.

En materia de regulación, los objetivos de este trabajo en esta etapa no van más allá de describir los principales cambios que han tenido lugar en esta materia. Sin embargo, los autores son conscientes de que, a pesar de los avances, aún existen deficiencias, incluso frente a estándares internacionales, que limitan un mayor desarrollo del mercado y la incursión en nuevas actividades por parte de sus agentes. Algunos autores han destacado algunas de estas deficiencias, con particular atención al funcionamiento de las instituciones en el proceso de reglamentación y supervisión, al tema de la autorregulación frente a la regulación pública, y han hecho recomendaciones de enorme importancia (Ayala y Olaya, 1996).

Este es un tema fundamental que amerita un estudio posterior, más aún cuando el Ministerio de Hacienda y la Superintendencia Bancaria están en proceso de presentar al Congreso una Ley Marco para el mercado de Capitales.

2.3 Microestructura del mercado

La microestructura del mercado de capitales, entendida en un sentido amplio como los sistemas de información y los mecanismos de transacción, es otro de los factores que juega un papel importante en el desempeño y en el éxito del mercado, así como en la fijación de precios de los activos que en él se transan (Glen 1994). Esta puede hacer que un mercado sea más o menos atractivo y en este sentido estimular la participación de agentes.

La capacidad de los mercados de atraer capitales depende mucho de la naturaleza institucional de ellos (que a su vez es función de la estructura regulatoria a través de la cual se determina quién puede participar en el mercado y qué tipo de instrumentos se pueden transar), pero también de la microestructura.

En efecto, los mercados financieros juegan un papel importante en facilitar la intermediación entre ahorradores e inversionistas, y entre mejor sea este servicio, más estimulados estarán tanto los ahorradores, que ofrecen su capital, con menores costos para los inversionistas, como estos últimos que preferirán utilizar los recursos del público más que sus propios ahorros. En este sentido, facilitar la intermediación, conduce a un buen funcionamiento del mercado, a mayores tasas de ahorro y de inversión, y a un crecimiento económico más dinámico. Por eso es importante que los mercados financieros estén bien organizados y bien regulados.

Una de las funciones básicas que debe cumplir un mercado de capitales para su buen funcionamiento y ofrecer un buen servicio, es la de proveer información adecuada que

señale el valor de los instrumentos financieros, lo cual determina la eficiencia del mercado en cuanto al procesamiento de la información. El papel que juega la información es crítico en la medida en que provee la base para las decisiones de inversión y de emisión a través de indicar a los participantes el valor o costo de los instrumentos. En este sentido, entre mejor sea la información y la valoración de los activos, más interés habrá en participar en el mercado.

En esta dirección, la teoría de la microestructura se concentra en examinar cómo los valores son transados y la influencia de los sistemas de transacción y de información en el desarrollo del mercado. La microestructura tiene que ver con la manera en que se llevan a cabo las transacciones y es responsable de la convergencia entre las órdenes que llegan para comprar y vender, lo que determina, de alguna manera, el precio al cual ocurre la transacción y los costos de la misma.

La microestructura es entonces importante en la medida en que influye en cuatro de los aspectos más importantes del mercado: la liquidez o la capacidad de vender y comprar títulos de valores en forma rápida y eficiente, los costos de transacción, la eficiencia en la determinación de precios y la volatilidad o frecuencia y magnitud de la variación en los precios.

Como se ha visto a lo largo de este capítulo, otros dos factores son determinantes en el comportamiento de estas variables. Por una parte, está el esquema regulatorio en el sentido en que determina quien participa en el mercado, que instrumentos se transan y en alguna medida los costos. El esquema regulatorio bajo el cual operan los agentes de bolsa, influye en la estructura de sus balances, en la orientación de sus actividades (concentración o diversificación), y en el número de participantes (mayor o menor competencia), convirtiéndose así en un elemento crucial para el desempeño del mercado.

Finalmente, y como se vio en la sección II.2.1, el comportamiento de los fundamentales económicos es esencial para el desarrollo y desempeño del mercado.

La presente sección se dedica a analizar la microestructura con énfasis en los mecanismos de transacción, y la evolución que ha tenido lugar en Colombia en los últimos años. Se muestra que, a pesar de que se ha dado una clara modernización en estos mecanismos al interior de las bolsas y de sus agentes, el mercado colombiano sigue siendo muy poco líquido, poco eficiente, con costos de transacción aún elevados y volátil.

a) *Evolución de los sistemas de transacción en Colombia*

Los sistemas de transacción son fundamentales en la evolución del mercado pues determinan, por una parte, la rapidez, agilidad y eficiencia con la que se hacen las transacciones, y por otra parte, qué tanto se acercan los precios de los valores a aquellos de equilibrio. Aunque en teoría los oferentes y demandantes de activos financieros se

encuentran en forma simultánea hasta encontrar un precio que equilibre el mercado, en la práctica estos precios no se alcanzan debido a las imperfecciones del mercado. En este sentido, al transformar las demandas latentes de inversiones en transacciones reales a través de diferentes mecanismos de ajuste de precios (*price discovery*) (Glen 1994), los mecanismos de transacción son los que deben lograr que los precios de los valores transados se acerquen al máximo a los de equilibrio.

Estos mecanismos de transacción pueden ser ruedas, sesiones periódicas o una combinación de las dos anteriores. En las primeras, se acumulan diferentes órdenes de los inversionistas para ser ejecutadas de forma simultánea en un momento predeterminado, y este conjunto de transacciones multilaterales se ejecutan a un precio único de mercado²⁰. Por el contrario, en las sesiones continuas las órdenes se ejecutan de manera inmediata o en la medida en que se inscriben²¹, y esta secuencia de transacciones bilaterales se puede ejecutar a precios diferentes. En este caso, el sistema opera como una rueda o una subasta porque el precio se determina bilateralmente.

En Colombia ha habido avances importantes en los últimos años en cuanto a los sistemas de transacción utilizados. Las transacciones de renta fija y de renta variable, que en los primeros años de la década se hacían mediante el sistema de "viva voz" o pregón, fueron reemplazadas posteriormente por mecanismos más modernos y electrónicos.

En cuanto a las transacciones de renta fija, en 1991 la Bolsa de Bogotá adoptó el Sistema de Transacciones Electrónico (SET), reemplazado en 1994 en la Bolsa de Medellín por el Mercado Electrónico Continuo (MEC). En el mismo año, la Bolsa de Occidente adoptó la Rueda de Transacciones Electrónicas (RUTREL).

En cuanto a las transacciones de renta variable, el proceso de modernización ha sido más lento pero también se ha avanzado en esta dirección. En 1996 la Bolsa de Occidente adoptó el sistema de Rueda Electrónica de Acciones (RUEDA), y la Bolsa de Medellín el Sistema Electrónico de Transacción de Acciones (SETA). Sin embargo, aún en ese año se operaba también con el sistema de "viva voz", con los inconvenientes e ineficiencias que este mecanismo genera.

En el mismo año, la Bolsa de Bogotá adoptó un nuevo mecanismo con el cual opera hoy en día llamado WINSET²², mediante el cual se negocian tanto valores de renta fija como de renta variable. Se trata de un sistema de información en línea y en tiempo real, donde el usuario se conecta con el sistema computacional de la Bolsa de Bogotá. Tiene la ventaja de

²⁰ Este mecanismo sirve para determinar el precio diario de apertura del mercado en situaciones particulares.

²¹ Cuando llegan al piso de las transacciones (*exchange floor*).

²² La sigla hace alusión al sistema de ventanas, *windows*, que caracteriza a este sistema electrónico de transacciones.

que mejora el proceso de toma de decisiones²³ y proporciona información sobre los valores, los índices de rentabilidad y los estados financieros de los emisores inscritos en bolsa.

En la actualidad la Bolsa de Medellín opera con el SETA para negociar acciones de renta variable y con el MEC para negociar valores de renta fija. Ambos son una modalidad de rueda en donde las transacciones se efectúan a través de terminales conectados a la red de la Bolsa de Medellín. Únicamente pueden participar las sociedades comisionistas que se encuentran afiliadas a la Bolsa. El SETA funciona a través de los submercados de registro (mercado primario de acciones, martillos y ofertas públicas de venta), de contado (mercado secundario de acciones, de bonos obligatoriamente convertibles en acciones y de ofertas públicas de adquisición y de venta) y a plazo. A través del MEC se negocia la compra y venta de los valores.

La Bolsa de Occidente utiliza el sistema RUTREL para renta fija, pero reemplazó este año el sistema RUEDA para acciones por el TEVI (Transactional Environment for Visual Basics and Information). Con esto se buscó ofrecer igualdad de condiciones a todos los agentes partícipes en una negociación, sean estos inversionistas, emisores o comisionistas de bolsa. Está montado sobre una plataforma tecnológica que promueve la comunicación fácil entre el usuario (hoy básicamente las once sociedades comisionistas inscritas en la Bolsa) y el servidor (ubicado en las instalaciones de la Bolsa)²⁴. Actualmente, el TEVI sólo está siendo utilizado para las negociaciones de acciones, pero se espera que próximamente esté disponible para la negociación de renta fija. Por el momento, sólo las Sociedades Comisionistas de Bolsa pueden operar con él.

Es claro que el mercado colombiano está avanzando hacia sistemas continuos electrónicos que le permitan tener una mayor disponibilidad de información sobre los títulos (por ejemplo conocer el valor de los títulos más demandados en el tiempo correcto), una inscripción de los mismos y remates constantes. Estos cambios, adoptados también por los comisionistas, evidentemente han implicado una mayor eficiencia en el mercado, mayor velocidad en las transacciones, mayor movilidad de los recursos. Sin embargo, como se analizó en el capítulo I, las variables agregadas del mercado aún se encuentran en niveles precarios, lo cual, en alguna medida, refleja las limitaciones que todavía existen en dichos sistemas de transacción.

Actualmente se está estudiando la manera de integrar las Bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente, según lo han acordado entre ellas. De acuerdo con información de las mismas bolsas, este proceso se llevará a cabo de una manera gradual, buscando en una primera etapa unificar el sistema de renta fija a través del SCO (Sistema Centralizado de Operaciones). Con el fin de ponerlo en marcha, se está haciendo una evaluación de los

²³ El nuevo sistema permite observar las oportunidades de inversión y/o captación, colocar órdenes de compra y de venta de títulos valores, escoger las inversiones y hacer un seguimiento continuo de las órdenes de compra y venta.

²⁴ La nueva herramienta de la Bolsa de Occidente, soportada en Visual Basic e Informix, facilita la transición tecnológica y habilita la construcción de sistemas de transacción.

diferentes sistemas de transacción que utilizan las tres bolsas para que eventualmente se adopte el que sea más eficiente. La integración de las bolsas del país será un paso importante para el desarrollo del mercado de capitales en Colombia, ya que se eliminará la segmentación del mercado y se expandiría el acceso a la información permitiendo que se realice un mayor volumen de transacciones y que se amplíe la cobertura del mercado, pasando de tres mercados locales pequeños a uno nacional más grande.

b) Efectos de los mecanismos de transacción sobre el mercado

Como ya se mencionó, un mercado de valores líquido es aquel que es capaz de movilizar grandes volúmenes de recursos y absorber adecuadamente el flujo de transacciones que involucra, asegurando que no se produzcan cambios bruscos en los precios cuando se presentan variaciones leves en la oferta o la demanda de valores. Y es precisamente en la velocidad y la facilidad para comprar y vender un valor (cantidad de transacciones) asegurando un precio adecuado del mismo, que aspectos de la microestructura del mercado como los mecanismos de transacción, juegan un papel fundamental.

Los costos de transacción es otra de las variables que se ve afectada, entre otros, por los mecanismos de transacción utilizados por los agentes del mercado así como por la regulación tanto para los comisionistas como para los inversionistas.

El concepto de eficiencia está asociado a la determinación adecuada de los precios de los activos, es decir, a la capacidad del mercado de fijar un precio correcto a los valores que en él se negocian. Como se dijo, los mecanismos de transacción tienen una enorme influencia en la determinación de los precios, y en este sentido son los que pueden proveer los niveles de eficiencia que requiere el mercado. La eficiencia depende fundamentalmente de tres elementos: el acceso rápido a la información, la capacidad de analizarla y la posibilidad de reaccionar rápidamente. Precisamente, los sistemas electrónicos deben ser capaces de ofrecer estos tres aspectos en forma rápida y eficaz (Superbancaria, 1998a, Castellanos, pág. 189).

El país ha avanzado en materia de información a través del establecimiento de vendedores internacionales de información (vendors²⁵), de la adopción de sistemas centralizados de información y de mecanismos de información en línea como el WINSET en la Bolsa de Bogotá.

Finalmente, la volatilidad del mercado de capitales es otro de los indicadores relacionados con los precios de los activos, específicamente con la frecuencia y la magnitud de sus movimientos. Su efecto sobre el mercado es negativo si las variaciones de corto plazo no reflejan en forma correcta los valores de equilibrio del activo financiero, y en este sentido la volatilidad está directamente asociada con el nivel de riesgo.

²⁵ Se trata de vendedores de información, análisis etc... cuyos servicios contratan las compañías que no tienen sus propios sistemas.

La volatilidad del mercado depende en buena medida de los sistemas de transacción utilizados, por cuanto éstos tienen como una de sus funciones principales la de acercar los precios de los valores a los de equilibrio. Como tal, estos sistemas deben asegurar que los precios no sobrepasen ciertos límites, para lo cual se utiliza el mecanismo de "quebradores de circuitos" (*circuit breakers*) (Glen, 1994), el cual consiste en detener por cierto tiempo el intercambio para que los inversionistas en general, y el mercado en particular, procesen, absorban y diseminen la información.

En síntesis, se observa que a pesar de la evolución y modernización desde mediados de la década en los sistemas de transacción utilizados, el mercado de valores colombiano sigue siendo uno de los menos líquidos a nivel internacional, con altos costos de transacción, ineficiente en el sentido de la determinación de precios, como se vio en el capítulo I. No obstante, que la volatilidad ha aumentado en este mercado, como una consecuencia natural de su dinámica y su apertura al mercado financiero internacional, todavía Colombia está entre los países menos volátiles de la región. Si bien esto es positivo para el inversionista, desde el punto de vista de la microestructura del mercado lo limita como una herramienta financiera y de diversificación de riesgo.

Lo anterior plantea dos hipótesis que vale la pena explorar en detalle en estudios posteriores. Primero, los mecanismos individuales adoptados por las bolsas y comisionistas son aún precarios, y/o segundo, la falta de integración de las bolsas y la existencia de mecanismos de transacción diferentes en forma simultánea, genera ineficiencias en la movilización de los recursos del mercado y restringe su desarrollo.

Vale la pena señalar que en este estudio no se presentan elementos suficientes para comprobar estas hipótesis, y para ello sería necesario hacer un análisis más detallado sobre los aspectos mucho más puntuales de los mecanismos de transacción utilizados en Colombia y su relación con las variables agregadas de mercado. De igual forma, una comparación con aquellos utilizados en otros países para poder evaluar el grado de avance del país. Una aproximación interesante a esta problemática se encuentra en Glen (1994) y en otros estudios sobre la microestructura del mercado. En este trabajo, se pretende únicamente mostrar la relevancia de la microestructura en el mercado y plantear algunas ideas sobre el particular.

3. Estructura de financiamiento de las empresas

Como ya se mencionó, las empresas en Colombia se financian en muy poca proporción a través del mercado de capitales. En 1995, en el marco de la Misión del Mercado de Capitales, se realizó una encuesta para determinar la estructura de financiamiento de las empresas industriales en Colombia. Esta encuesta fue replicada exactamente en octubre de 2000 para tratar de precisar si se ha presentado algún cambio importante en el financiamiento de las empresas. El formulario de preguntas realizadas se encuentra en el Anexo II.

La primera encuesta mostró que las empresas colombianas se han caracterizado por una baja utilización del mercado de capitales no bancario como mecanismo de financiación. Por el contrario, su principal fuente de recursos ha sido el sector financiero.

La última encuesta fue respondida por 278 empresas industriales. De este grupo, 70 (25%) son grandes, 85 (31%) medianas, y 123 (44%) son pequeñas.

En cuanto a la estructura de financiamiento, la situación observada en 1999 no es muy diferente de la observada en 1994. El mayor porcentaje de financiación proviene del crédito bancario interno e, incluso, esta proporción aumentó respecto a 1994. En efecto, los empresarios encuestados señalan que en promedio 40% de su financiación proviene de este tipo de crédito, mientras en 1994 esta proporción había sido 33%. Otras opciones como proveedores, mercado extrabancario y otros rubros del patrimonio representaron 37% del financiamiento en 1999 y 35% en 1994 (Gráfico II.3.1). Como es de esperar, los datos para 1999 muestran una caída del crédito externo como fuente de financiamiento, mientras que en 1994 por esta vía se obtenía 12% de los recursos de financiación, ahora esta participación se redujo a 6%. La devaluación y la crisis financiera internacional son las dos principales causas de este resultado. Por otra parte, la reinversión de utilidades jugó un papel importante en ambos períodos ubicándose en tercer lugar como fuente de financiación, con un porcentaje de 14% y 13% en 1994 y 1999, respectivamente.

El aumento relativo del crédito bancario interno puede parecer extraño teniendo en cuenta la restricción crediticia que se dio en 1999. Sin embargo, vale la pena resaltar que los empresarios manifestaron que las dos principales razones de la escogencia de la estructura de financiamiento fueron: menores costos financieros y el no tener acceso a otras fuentes²⁶. Es muy probable que, dada la aceleración de la devaluación, las dificultades para acceder a crédito externo y la caída de las utilidades de las firmas por la difícil situación económica, sean las causas de que el crédito bancario interno haya adquirido tanta importancia en un contexto de escasez de recursos como el actual.

Según el tamaño de firmas, se puede ver que las firmas grandes y medianas revelaron una clara preferencia por el crédito bancario interno, mientras para las pequeñas las Otras fuentes son las principales. En efecto, para las firmas grandes 41% de su financiamiento provenía de crédito bancario interno y para las medianas 44%. El financiamiento proveniente de otras fuentes como el mercado extrabancario, proveedores, etc. es la segunda fuente de financiación para estas empresas. En contraste, para las firmas pequeñas el 40% de la financiación proviene de Otras fuentes y 36% de crédito bancario interno.

Para las firmas grandes, la tercera fuente de financiamiento más importante es el crédito externo, con 8%. En cambio, tanto las medianas como las pequeñas empresas respondieron que el 14% de los recursos que las financiaban provenía de la reinversión de utilidades, el crédito externo sólo les provee el 6% y el 5%, respectivamente. Las demás fuentes de

²⁶ En 1994, no tener acceso a otras fuentes de financiamiento fue la penúltima razón en orden de importancia –siendo el desconocimiento de otras alternativas de financiación la última-.

financiamiento juegan un papel muy pequeño para estos dos tamaños de empresas ya que ninguna de ellas alcanza siquiera el 3%. Para las firmas grandes sólo 4% de la financiación proviene de acciones (Gráfico II.3.2).

Los empresarios encuestados coincidieron en que la razón más importante para seleccionar la principal fuente de financiamiento fueron los menores costos, el 60% de las firmas grandes dio ésta como su respuesta, así como lo hicieron el 50% de las medianas y el 33% de las pequeñas. Para todas las firmas, es importante que la fuente de financiación escogida permita que los principales accionistas mantengan el control de la empresa. Mientras, para las pequeñas empresas la segunda explicación para su escogencia es no tener acceso a otras fuentes de financiación. Para las empresas grandes también es importante la menor demora en los desembolsos.

En concordancia con lo anterior, los empresarios argumentan que sus empresas no están inscritas en la bolsa de valores principalmente por el interés de que los principales accionistas mantengan el control. Esto se observó en 1995 y la situación no ha cambiado en 2000. Otra razón importante y que se profundizó en los resultados de 2000 fue el desconocimiento de esta alternativa.

El tamaño de la firma no cambia la razón primordial para no inscribirse en una bolsa, es decir, grandes, medianas y pequeñas empresas coinciden en que la razón más importante para no hacerlo es conservar el control de la empresa. También debe destacarse que para las empresas medianas, la segunda razón de mayor importancia para no ir a la bolsa es no hacer pública la información sobre la empresa por motivos de seguridad personal. Finalmente, para las firmas pequeñas la razón primordial para no inscribirse en bolsa de valores es el desconocimiento de esta alternativa.

En el país las firmas no han utilizado las acciones preferenciales como un mecanismo de financiación. Tanto en 1995 como en 2000, 99% de los empresarios respondieron que no habían recurrido a este medio de financiación. Nuevamente, según los encuestados, esta decisión se toma primordialmente con el fin de mantener el control de los principales accionistas de la empresa.

Independientemente de su tamaño, las firmas respondieron que no recurrían a la emisión de acciones preferenciales como medio de financiamiento, y únicamente 2 de 67 empresas grandes (lo que equivale al 3%) han usado este mecanismo.

Los bonos tampoco son una fuente importante de financiamiento de la inversión de las firmas. En 1995, 98,4% del total de las firmas respondió que no recurría a la emisión de bonos convertibles en acciones y en 2000, aunque este porcentaje disminuyó, no lo hizo de una manera considerable, y se ubicó en 97%. La diferencia entre los dos años se presenta en la segunda razón de mayor importancia, que en 1995 fue el mayor costo frente al crédito bancario (19%), seguido por la falta de demanda (16%). En 2000, la falta de demanda fue la segunda razón en orden de importancia con 22%, la tercera fue el desconocimiento de este mecanismo (19%) y la cuarta fue el mayor costo frente al crédito bancario (13%).

En cuanto a la emisión de bonos y los tamaños de las firmas se observa que a medida que son más grandes hay una mayor tendencia a emitirlos. En 2000, el 7% de las firmas grandes indicó haber recurrido a la emisión de estos títulos para financiar la inversión, el 4% de las medianas dijo lo mismo, y ninguna firma pequeña respondió afirmativamente. La razón más importante para las firmas grandes fue el mayor costo frente al crédito bancario (27%). Las firmas medianas relegaron el mayor costo del crédito a una tercera posición (13%), dándole mayor importancia a la falta de demanda (23%), seguida del exceso de requisitos (12%). Para el caso de las pequeñas la principal razón para no emitir bonos como medio de financiación es el desconocimiento de este mecanismo.

Con respecto a los planes para el financiamiento de la inversión en el futuro, se puede ver que tanto en 1995 como en 2000 se ha mostrado una clara preferencia por la reinversión de utilidades y en segundo lugar por el crédito bancario interno. Sin embargo, en los planes para 2000, el crédito bancario interno adquirió mayor importancia y aumentó su participación con respecto a la que se preveía para 1995. Situación estrechamente relacionada con la fuerte reducción de utilidades que han experimentado las empresas a raíz de la recesión. También se puede observar una menor preferencia por el crédito externo como fuente de financiamiento para el futuro, ya que pasó del 13% al 3% en el 2000. Esto de nuevo se puede explicar por las altas expectativas de devaluación que había en 1999, a diferencia de lo que se esperaba que sucediera en 1995.

En los planes para financiamiento en el futuro, las firmas pequeñas y medianas le dan prelación a la reinversión de utilidades con 64% y 59%, respectivamente, siendo el crédito bancario interno la segunda opción. El crédito externo prácticamente no es tenido en cuenta por estos dos tamaños de firmas. Y tampoco la emisión de bonos y de acciones. Las firmas grandes se comportan de la misma forma, pero le dan una mayor importancia al crédito externo, debido a que enfrentan mejores condiciones de acceso a ese mercado.

Se observa que, aunque las empresas no acuden al mercado de capitales como fuente de financiamiento, si ha habido un cambio en la utilización de éste como opción de inversión. Mientras en 1994, las empresas preferían los CDT's y Otros instrumentos (ambos con 26% del total de activos), dejando en tercer y cuarto lugar a las acciones (20%) y los fondos comunes (16%), en 1999, los CDT's y Otros fueron desplazados en importancia por las acciones que participaron con el 25% de los activos financieros, dejándole a estos una participación del 21% cada uno. Los fondos comunes siguieron siendo los cuartos en importancia con una participación del 18%. Cabe resaltar la importancia adquirida por los bonos del gobierno (que incluyen TES, FEN, etc.) que pasaron de participar con el 2% en 1994 al 9% en 1999 (Gráfico II.3.3).

En las empresas más grandes, los activos financieros que predominan son Otros con 32%, seguidos por los CDT's con 25%, y luego por las acciones con 19%. Los fondos comunes tienen una participación del 10% y los bonos del gobierno de 6%. Para las empresas medianas, en cambio, las acciones tienen la participación mayoritaria dentro de los activos financieros (28%). En segundo lugar se encuentran los CDT's con una participación del 21%, y luego los fondos comunes con el 20%. Los bonos del gobierno equivalen al 8% de

los activos financieros de este tipo de empresas. Las firmas pequeñas también le dan prioridad a las acciones (26%), pero las siguen los fondos comunes con una participación del 23%, los CDT's con 18% y los Bonos del gobierno con 13% (Gráfico II.3.4).

En 1994 el principal factor que motivó la escogencia del principal activo financiero, que fueron CDTs, fue su alta rentabilidad. En contraste, en 1999 las razones para que los CDTs fueran desplazados por las acciones, fueron su bajo riesgo y su liquidez.

Por tamaños de empresas se evidencian algunas diferencias en cuanto a los determinantes de su inversión en ciertos activos financieros. La alta rentabilidad del instrumento (CDTs) fue el factor más importante para las empresas grandes en 1999, seguido por el bajo riesgo del instrumento y luego por su liquidez. En cambio las empresas medianas y pequeñas, cuya inversión en acciones se incrementó le dieron prelación a la liquidez y al riesgo, pasando la rentabilidad a un tercer lugar.

En resumen, el sector real colombiano sigue utilizando muy poco el mercado de capitales como mecanismo de financiación y en este sentido apenas hubo un leve progreso en los últimos de la década de los noventa. La prevención a ceder control en la propiedad de las empresas y, probablemente, el poco uso de prácticas contables internacionalmente aceptadas, sin duda influyen en este resultado. De hecho, son principalmente las grandes empresas las que tienden más a utilizar esta fuente de financiamiento.

Sobresale el hecho de que cinco años después de la Misión del Mercado de Capitales el comportamiento de las empresas con respecto a este mercado y su desconocimiento del mismo no haya variado sustancialmente.

Sin embargo, lo que sí ha cambiado es la consideración del mercado de capitales por parte de las empresas en sus decisiones de inversión, a lo cual puede haber contribuido la tendencia descendente de la inflación y las bajas tasas de interés de los últimos años. Este es el caso particular de las empresas medianas, y en alguna medida de las pequeñas, cuyas inversiones en acciones se han vuelto una proporción cada vez más importante de los activos.

Gráfico II.1
Total transacciones bursátiles

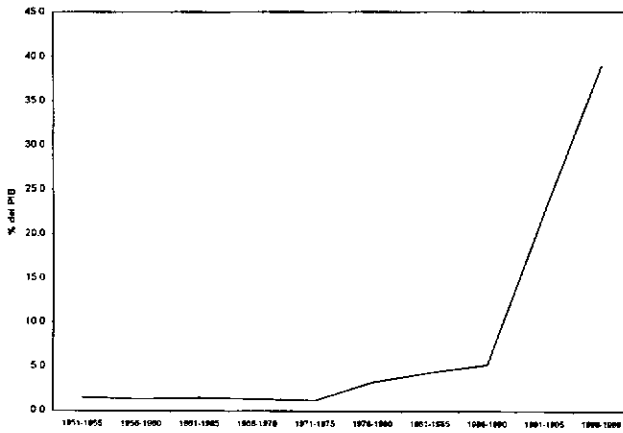
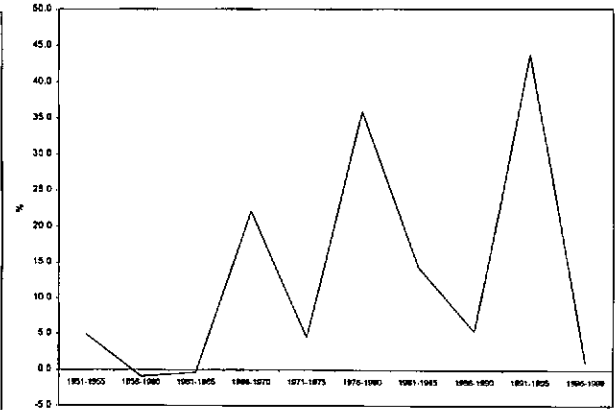


Gráfico II.2
Tasa de crecimiento de las transacciones bursátiles (pesos constantes de 1994)



Fuente: Cálculo con base en información de Supervalores y Ministerio de Hacienda

Gráfico II.1.1.1.1
Transacciones del mercado bursátil

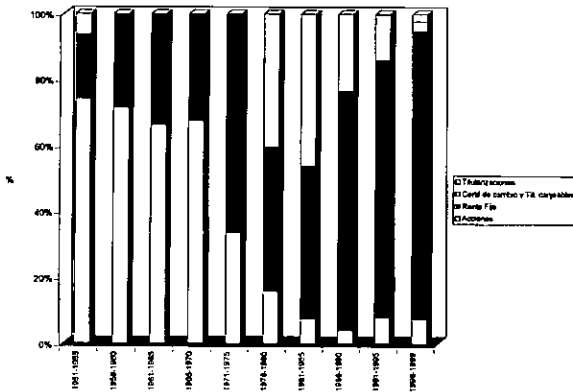


Gráfico II.1.1.1.2
Transacciones de Acciones

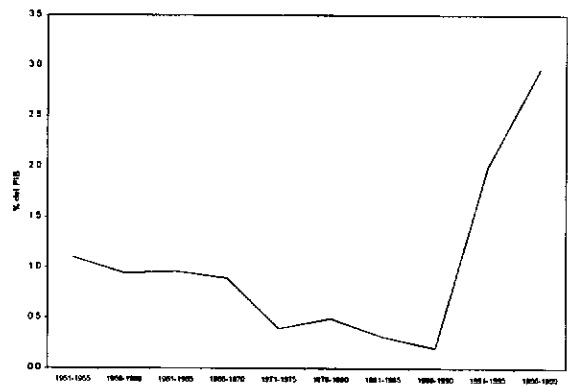
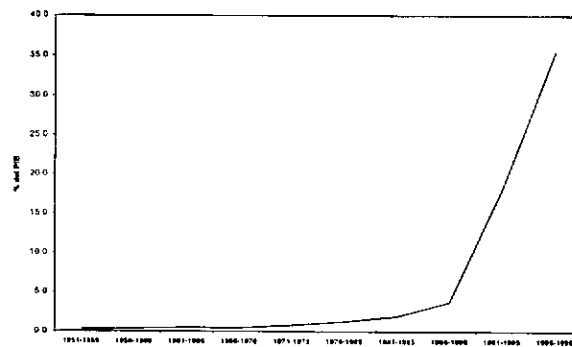


Gráfico II.1.1.1.3
Transacciones de renta fija



Cuadro II.1.1.1

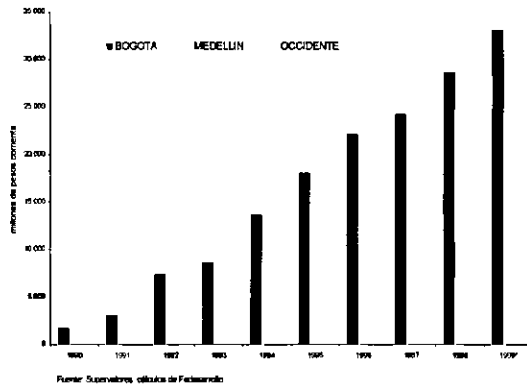
INDICES DE CONCENTRACION DE ACCIONES EN COLOMBIA

Promedios aritméticos del coeficiente de desigualdad de GINI - Accionistas Directos

Sectores	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
AGRICULTURA, SILV. GAN., CAZA Y PESCA	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8
EXPLOTACION DE MINAS Y CANTERAS	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8
MANUFACTURA	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.6	0.8
ELECTRICIDAD, DISTRIBUCION DE GAS Y AGUA	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8
CONSTRUCCION E INGENIERIA CIVIL	0.8	0.8	0.8	0.8	0.6	0.7	0.8	0.8
COMERCIO	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
TRANSPORTE, ALMACENAMIENTO Y COMUNICACIONE	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
SALUD Y SERVICIOS MEDICOS PRIVADOS	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
HOTELERIA Y TURISMO	0.8	0.9	1.0	0.9	1.0	0.9	0.8	1.0
SERVICIOS VARIOS	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
SOCIEDADES INVERSORAS						0.7	0.6	0.8

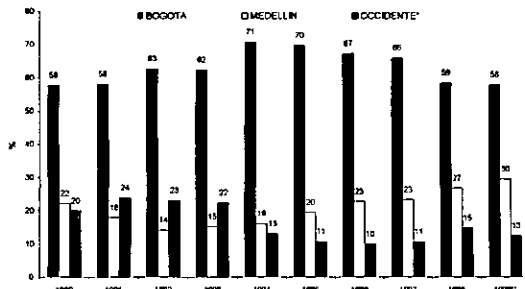
FUENTE: División de Estudios Económicos. Supervalores.

Gráfico II.1.2.2
Evolución de los activos por bolsa



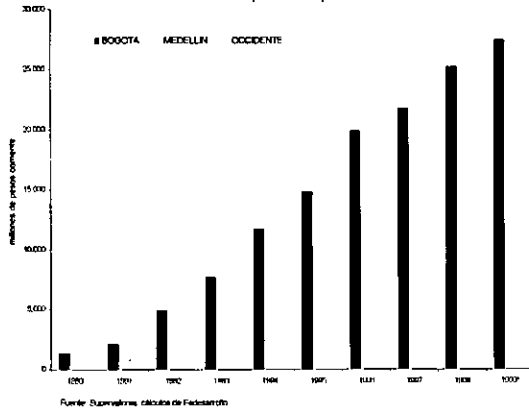
Fuente: Supervalores, cálculos de Fidecorato

Gráfico II.1.2.1
Participación por bolsa en el total transado (porcentual)



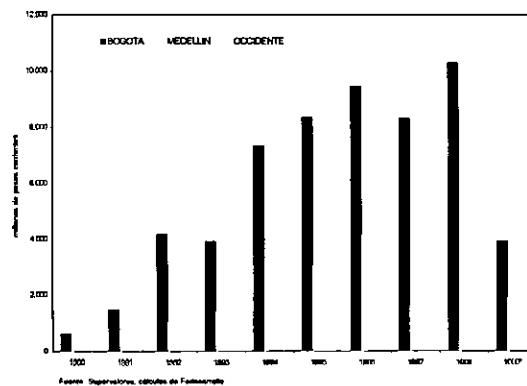
Fuente: Supervalores, cálculos de Fidecorato

Gráfico II.1.2.3
Evolución del patrimonio por bolsa



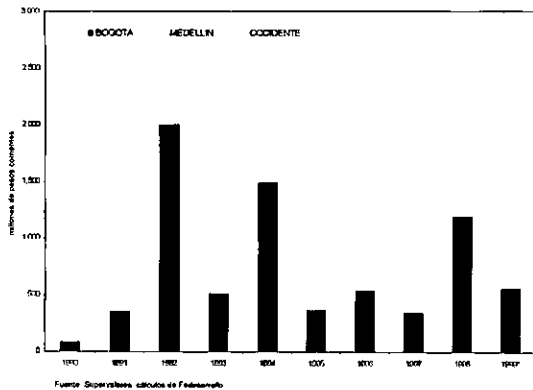
Fuente: Supervalores, cálculos de Fidecorato

Gráfico II.1.2.4
Evolución de los ingresos operacionales por bolsa



Fuente: Supervalores, cálculos de Fidecorato

Gráfico II.1.2.5
Evolución de las utilidades por bolsa



Fuente: DANE y proyecciones de Fedesarrollo

Gráfico II.2.1.1
Inversión Privada (Millones de pesos de 1994)

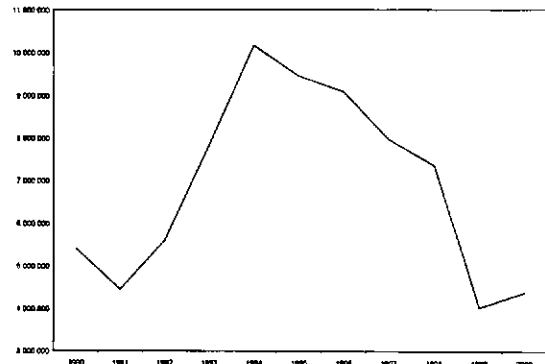


Gráfico II.2.1.2
TASA DE CRECIMIENTO REAL DEL CONSUMO

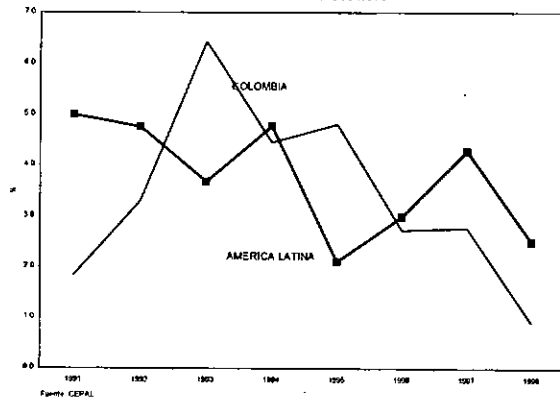


Gráfico II.2.1.3
TASA DE CRECIMIENTO REAL DE DEPOSITOS DE AHORRO

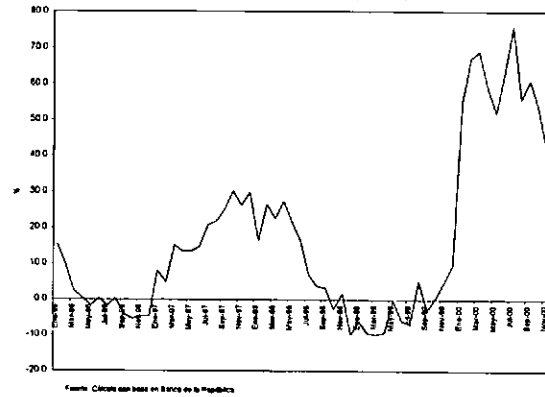


Gráfico II.2.1.b.1
VOLATILIDAD DE LA INFLACIÓN ANUAL
(Desviación estándar de los últimos 12 meses)

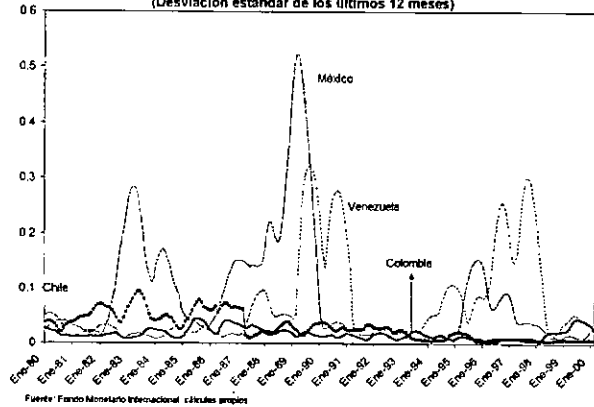


Gráfico II.2.1.b.2
VOLATILIDAD DEVALUACIÓN ANUAL
(Desviación estándar últimos 12 meses)

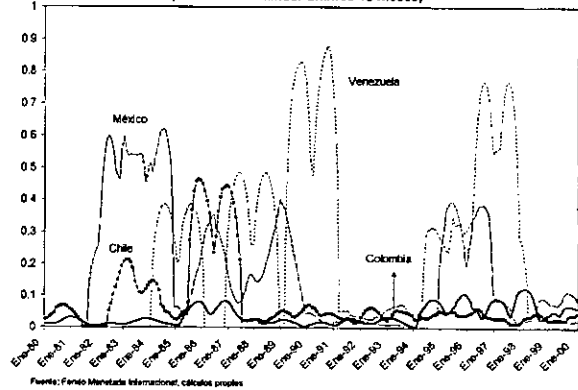
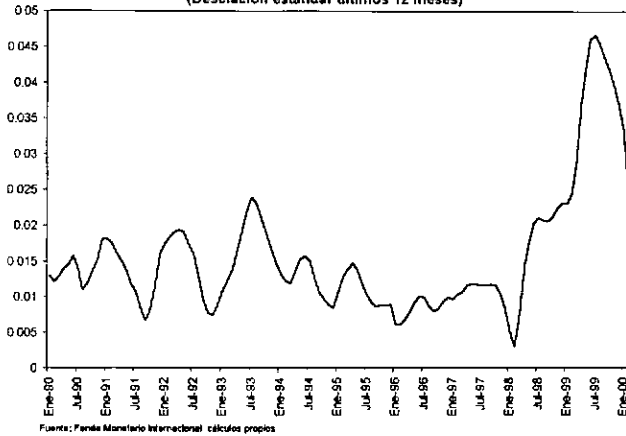
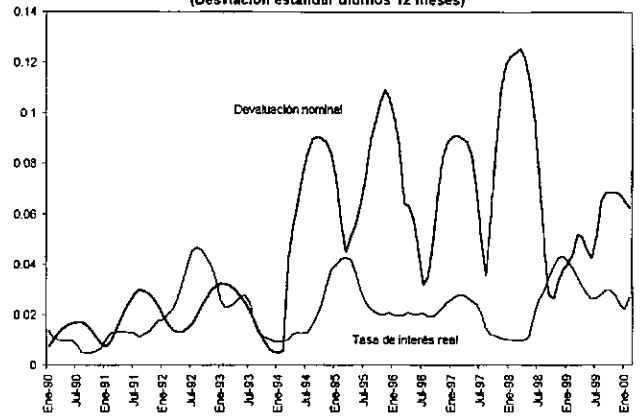


Gráfico II.2.2.1.b.3
COLOMBIA: VOLATILIDAD INFLACIÓN ANUAL
(Desviación estándar últimos 12 meses)



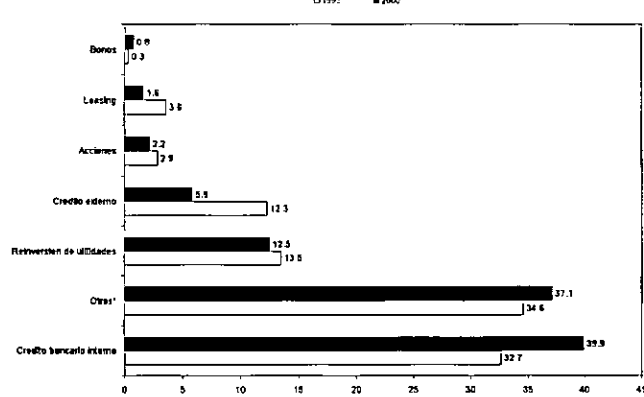
Fuente: Fondo Monetario Internacional, cálculos propios

Gráfico II.2.2.1.b.4
COLOMBIA: VOLATILIDAD DEVALUACIÓN Y TASA DE INTERÉS
(Desviación estándar últimos 12 meses)



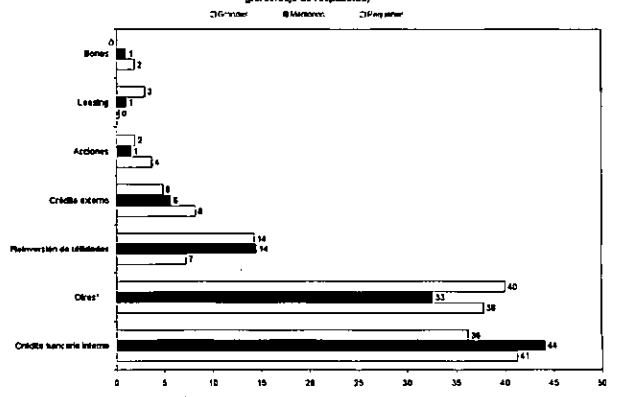
Fuente: Fondo Monetario Internacional, cálculos propios

Gráfico 8.3.1
Estructura de financiamiento
(porcentaje de respuestas)



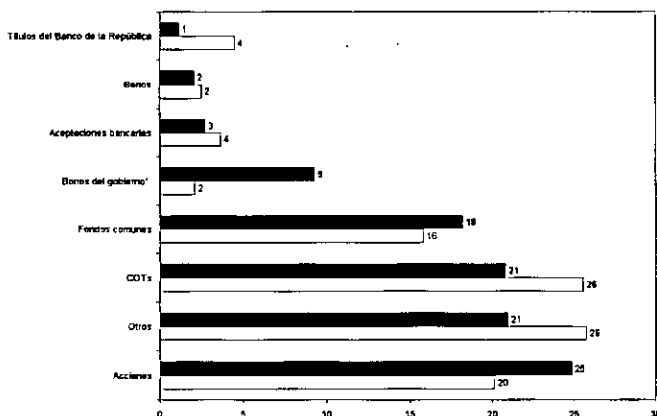
* Otros incluye: arrendamiento, otros tipos de seguros del patrimonio, etc.
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial - Fedecámaras

Gráfico 8.3.2
Estructura de financiamiento según el tamaño de firma
(porcentaje de respuestas)



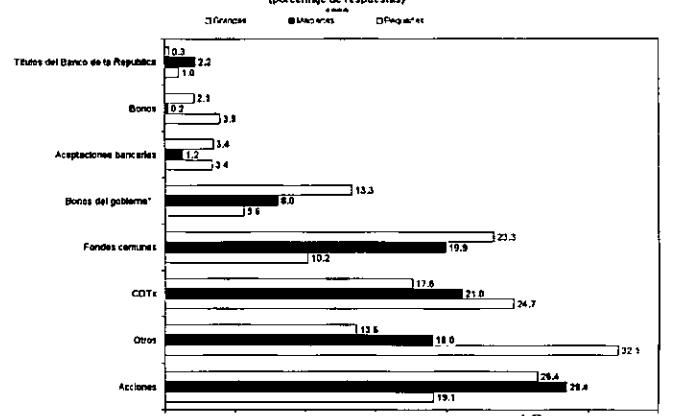
* Otros incluye: arrendamiento, otros tipos de seguros del patrimonio, etc.
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial - Fedecámaras

Gráfico 8.3.3
Composición de sus activos financieros



* Incluye: TFC, FEN, etc.
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial - Fedecámaras

Gráfico 8.3.4
Composición de sus activos financieros según el tamaño de firma
(porcentaje de respuestas)



* Incluye: TFC, FEN, etc.
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial - Fedecámaras

Gráfico 11.2.7.1.a.1
Fondos de Capital Extranjero
Valor mensual total del saldo de portafolio en acciones a precio promedio de adquisición
(Julio 1992 - diciembre 2000)

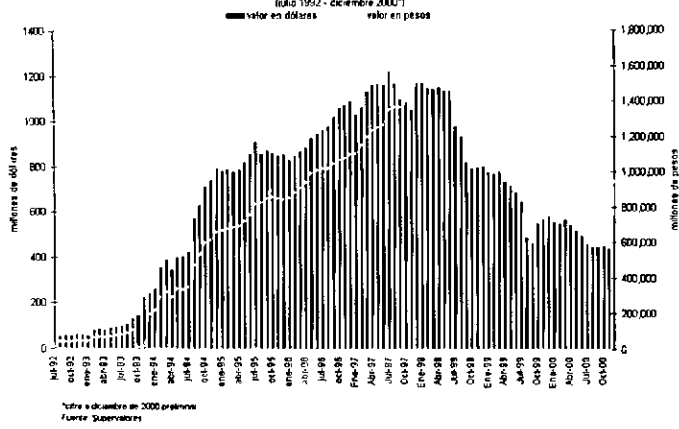
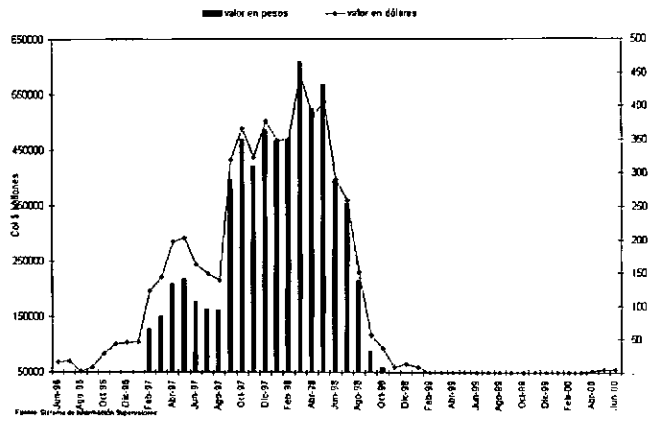


Gráfico 11.2.7.1.a.2
Evolución Renta Fija, Fondos de Capital Extranjero
Junio 1996 - Septiembre 1999



III. EVOLUCION RECIENTE DE LAS FIRMAS COMISIONISTAS

La microestructura y el funcionamiento de los agentes bursátiles determinan en buena medida el desarrollo del mercado global. Pero en forma simultánea, el desempeño de los comisionistas y de las bolsas depende también de las oportunidades del propio mercado, de las normas que lo regulan, y de elementos exógenos al mismo como el comportamiento de variables macroeconómicas (ahorro, inversión, precios, tasa de cambio y tasa de interés). Los primeros influyen en la oferta y la demanda de títulos, y determinan el riesgo y la rentabilidad asociados a las operaciones, y el comportamiento de la economía afecta la formación de expectativas de los agentes alterando las decisiones de ahorro e inversión con un efecto importante sobre el mercado de valores.

Como se vio en el capítulo I, a pesar de seguir siendo pequeño comparado con otros países, desde principios de la década el mercado de capitales colombiano tuvo un desarrollo importante. El mejor desempeño se ha originado principalmente en la modernización y sistematización de los mecanismos de transacción que, aún cuando en forma todavía limitada, han permitido canalizar en forma más rápida y eficiente los recursos del mercado. Además, los cambios en la regulación de principios de los noventa han permitido e incentivado la diversificación de las operaciones de los comisionistas, el desarrollo de nuevos instrumentos, y la más alta participación de agentes en el mercado. Se destaca también una mayor eficiencia de estas firmas, en particular en los años recientes, como respuesta a la crisis económica del país.

No obstante, es evidente que la recesión de los últimos años ha influido negativamente en las actividades de los intermediarios financieros, y desde 1996 se presenció una desaceleración en el ritmo de crecimiento de los negocios bursátiles, y por ende de los ingresos de los comisionistas. En particular, las elevadas tasas de interés de 1998 frenaron muchos proyectos de inversión que se financiaban con el mercado de valores, y además estas tasas, combinadas con expectativas de devaluación que se mantuvieron en 1998 y 1999, indujeron a los inversionistas a desplazar sus recursos al mercado en moneda extranjera. A la recesión reciente se sumó la reducción paulatina de recursos disponibles en el mercado, como consecuencia de la disminución sustancial del ahorro que, como se vio, se viene presentando desde varios años atrás.

A pesar de las condiciones y del entorno desfavorables, los intermediarios han tratado de responder en forma rápida y eficaz, diseñando nuevas estrategias encaminadas a aumentar la competitividad para volverse más eficientes, a asimilar los avances tecnológicos y a diversificar sus negocios.

A nivel de los emisores, los pertenecientes al sector financiero han intensificado la emisión de bonos, resultando en un elevado crecimiento de estos papeles²⁷; los inversionistas han reacomodado su portafolio con una clara preferencia por los títulos de renta fija del sector financiero; y los comisionistas de bolsa han diversificado sus servicios y operaciones, explorando nuevas fuentes de ingresos diferentes al contrato simple de comisión. En efecto, en los últimos años se ha profundizado la figura de operaciones de cuenta propia y otras actividades como la creación y administración de fondos de inversión.

No obstante los esfuerzos de los agentes del mercado en la segunda mitad de la década pasada, el crecimiento y desarrollo de las operaciones bursátiles sigue siendo bastante primario frente a su capacidad potencial, y aún más si se le compara con la profundización del mercado en otros países de igual nivel de desarrollo. A la evolución y volatilidad de las variables macroeconómicas, en particular en los años recientes, hay que agregar las limitaciones impuestas por el mismo mercado, como por ejemplo el esquema regulatorio, el cual aún presenta algunas rigideces.

1. Condiciones actuales del entorno de las firmas comisionistas de bolsa

En la presente sección se presenta en detalle la estructura, las características actuales y la evolución de las operaciones de los comisionistas de bolsa. Se omitirán los comisionistas independientes, pues es evidente que los inscritos en bolsa concentran la mayor parte de las operaciones del mercado, y su análisis refleja bien el comportamiento del conjunto del sistema²⁸.

En la sección 2.3 del capítulo anterior se enfatizó el hecho de que los mecanismos de transacción de las bolsas y de las firmas comisionistas tienen una influencia directa en el desempeño del mercado de capitales, afectando variables como la liquidez, la eficiencia, los costos de transacción y la volatilidad. Se vio también cómo, a pesar de los avances que se han presentado en la introducción de sistemas más modernos, el comportamiento de estas variables no ha mejorado sustancialmente en los últimos años.

Por otra parte, se mencionó que el esquema regulatorio, entendido como aquel que determina en buena parte el tipo de operaciones que realizan los comisionistas y su diversidad, son también elementos cruciales en el desempeño del mercado de capitales en la medida en que afectan la oferta y la demanda de valores, y asimismo la liquidez del mercado. El desarrollo de actividades diversas, como las inversiones por cuenta propia, la administración y creación de fondos de valores, entre otras, son factores determinantes del tamaño del mercado, y al mismo tiempo, la oferta de un mayor número de instrumentos influye en forma decisiva en el dinamismo de la demanda.

²⁷ La participación de los bancos públicos y privados ha aumentado considerablemente en los últimos años.

²⁸ Las firmas independientes son sólo cerca de 4, y sus activos representan menos de 1% del total de activos de todas las firmas comisionistas, según datos de 1996.

Desde la perspectiva de los comisionistas, la diversidad de sus operaciones no sólo determina la estructura de sus ingresos, sino también el nivel de competencia en el mercado (el número de participantes en el mercado aumenta debido al interés en incursionar en nuevos negocios), la eficiencia, y una mejor relación rentabilidad-riesgo asociada al hecho de que se desarrollen instrumentos para la cobertura del mismo.

Simultáneamente, en la orientación de las operaciones de estas firmas el desarrollo y las condiciones del mismo mercado juegan un papel esencial. La diversidad de los negocios depende en buena medida de la concentración del mercado, la volatilidad y la profundidad. Pero también, y en alto grado, depende del marco regulatorio, ya que éste determina las posibilidades de negocios, la seguridad y las garantías de los mismos, a la vez que brinda un apoyo al intermediario en la información y procedimientos de las operaciones.

A comienzos de la década de los noventa se introdujeron reformas al sistema financiero con el fin de darle a las entidades mayor libertad para incursionar en nuevos negocios. Esto llevó a que las firmas presenciaran una diversificación de portafolio mucho más amplia que la permitida en los años precedentes.

En particular, la Reforma Financiera de 1990²⁹ tuvo un efecto importante en el desarrollo del mercado bursátil. A través de dicha ley, además de que se extendió la gama de intermediarios que podían participar en la prestación de servicios financieros no bancarios, incluyendo la intermediación de valores³⁰, se amplió el objeto social de las firmas comisionistas de bolsa al autorizarles un mayor número de actividades que deben ser respaldadas con la posición patrimonial de las firmas y están ligadas a la evolución de su capital³¹.

Siguiendo la misma línea, mediante la expedición de normas regulatorias posteriores, la Superbancaria continuó impulsando la realización de nuevas actividades por parte de las firmas comisionistas, a la vez que buscó controlar las operaciones especiales y "normales"³² con el doble propósito de generar un ambiente de mayor seguridad y transparencia, y de ampliar las fronteras de los negocios.

²⁹ Ley 45 de 1990.

³⁰ En adelante entidades como Bancos, Corporaciones Financieras, Compañías de Financiamiento Comercial y Compañías de Seguros quedaron autorizadas a participar en el capital de sociedades de comisionistas de bolsa, lo que permitió una mayor integración del mercado de capitales con el sector financiero y fortaleció la competencia del sector.

³¹ En efecto, el decreto número 1699 de 1993 estableció la obligatoriedad de las sociedades de acreditar como capital mínimo la suma de \$400 millones si se aspira a realizar la totalidad de las operaciones permitidas por la ley, o \$200 millones si se optaba por realizar únicamente el contrato de comisión. Para las nuevas sociedades estas cifras tienen que estar actualizadas según las variaciones del índice de precios al consumidor.

³² Se consideran operaciones especiales los Repos, *Swaps*, Carruseles y Opas. Según la Supervalores, las "normales" son todas aquellas que no pueden clasificarse como ninguna de las anteriores.

Igualmente importante para la diversificación de actividades, es el uso de diferentes alternativas eficientes de movilización de recursos, como por ejemplo la figura de creadores de mercado o *market makers*³³. Lo anterior influye en el interés de asumir mayores niveles de riesgo y en aumentar las operaciones por cuenta propia. En efecto, una de las recomendaciones hechas por la Misión de Estudios del Mercado de Capitales fue la de desarrollar los agentes colocadores y *market makers*. Con base en esta sugerencia, y con el fin de fomentar el desarrollo del mercado local de títulos de renta fija y de establecer condiciones de financiación para la Nación en el mercado de capitales del país, el Ministerio de Hacienda diseñó el programa de creadores de mercado para títulos de deuda pública. Mediante este programa se establecieron tanto los creadores de mercado como los aspirantes a creadores cuya función es la de comprar comercializar y estudiar la deuda pública interna del gobierno³⁴.

En concordancia con los avances en materia de regulación, los intermediarios de valores pudieron incursionar y desarrollar nuevas actividades diferentes al contrato de comisión tradicional, tales como las operaciones como las inversiones por cuenta propia; la administración de valores, de portafolios de terceros, de fondos de capital extranjero, y la constitución y administración de fondos de valores; el otorgamiento de préstamos para adquisición de valores inscritos en bolsa; la asesoría de banca de inversión y el establecimiento de oficinas de corresponsalía para administración de negocios y asesoría integral; el diseño y realización de *swaps*; la representación de corredores de bolsas de futuros y opciones del exterior, entre otras.

1.1 Número de firmas e indicadores financieros

La mayor libertad para incursionar en nuevos negocios y la diversificación de los mismos, indujo a que nuevas firmas ingresaran al mercado: ya en 1995 había sesenta comisionistas de bolsa; aunque en 1999 este número se redujo a cincuenta, en parte como consecuencia de la crisis financiera desatada ese mismo año (Cuadro III.1).

La diversificación de operaciones y especialmente el aumento de las actividades cuenta propia, trajo consigo un importante incremento en las inversiones, y en el período comprendido entre 1995 y 1999 hubo, en consecuencia, un aumento sustancial en el volumen de los activos de la mayoría de las firmas. Desde 1994 los activos del total de firmas comisionistas han presentado un crecimiento anual positivo, alcanzando el máximo porcentaje en 1996 con 64,5% en términos reales, aunque con una desaceleración contundente en los años recientes. En 1998, para el total de las firmas los activos crecieron

³³ Se trata de agentes que crean mercado para la compra y venta de títulos, actuando tanto en el mercado primario como secundario ofreciendo y demandando títulos, y que tienen una participación con posición propia sobre los mismos. En Colombia este mecanismo se ha desarrollado para las transacciones de deuda pública, especialmente de TES del Gobierno.

³⁴ Resolución número 2886 de 2000 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Artículo 2°.

sólo 5,8%, pero nuevamente se recuperaron en 1999 registrando una tasa de crecimiento anual de 18,2% (Gráfico III.1.1.1).

Las dificultades económicas que se presentaron durante 1998 tuvieron consecuencias perjudiciales sobre los comisionistas. En este año, el total de activos cayó 9,4% y se reflejó más que todo en las firmas grandes, las cuales pasaron a ser en total 23 en esos grupos, frente a 30 en 1997. En efecto, el grupo de firmas más grandes³⁵ pasó de representar el 53% de las firmas y de poseer el 85% de los activos en 1997, a representar el 44% del total de firmas y poseer el 79% de los activos al año siguiente. Contrariamente, el grupo de firmas medianas creció, sugiriendo esto que algunas firmas grandes disminuyeron su tamaño de activos en términos reales. En 1999, hubo una recuperación de los activos de las firmas las cuales crecieron 8,2%, aunque este incremento no alcanzó a compensar la caída del año anterior. Las firmas grandes pasaron a ser el 46% del total y a poseer el 83% de los activos (Gráfico III.1.1.2).

El incremento de los activos trajo consigo un cambio en la estructura del mercado a favor de un mayor tamaño de las firmas comisionistas. Hasta 1997 hubo una clara tendencia de las firmas comisionistas a concentrarse en el grupo cuyos activos superan los \$5 mil millones, mientras perdieron relevancia las más pequeñas. Entre 1995 y 1996 la mayoría de firmas eran clasificadas como pequeñas y medianas, situación que cambió en 1997. En efecto, mientras en 1995 el 63,3% de las firmas tenían activos inferiores a \$3 mil millones, dicha participación se redujo en 1997 a 46,4%. Por el contrario, las firmas más grandes (con activos valorados en más de \$5 mil millones) pasaron de representar el 36,7% del total en 1995, a 53,6% en 1997. A pesar del retroceso experimentado en 1998, en el 1999 se volvió a ver esta misma tendencia aunque en forma menos marcada. En general, el número de firmas pequeñas ha disminuido, pero esta vez se ha presentado un incremento mayor en el número de firmas medianas, cuya participación dentro del total de firmas pasó de 29% en 1997 a 37% en 1998 y finalmente a 34% en 1999. Como se dijo, las firmas grandes pasaron a ser el 46% del total de firmas. Lo anterior indica que además del crecimiento transversal, un mayor número de firmas se ha ubicado en los grupos medianos y grandes.

En este análisis, el caso de Interbolsa es sobresaliente pues ha presentado un crecimiento en sus activos muy por encima del promedio de todas las firmas comisionistas. Desde 1995,

³⁵ En adelante, y tal y como lo hace la Superintendencia de Valores, se define el tamaño de las firmas en función del valor de sus activos, y se clasifican en grupos de acuerdo al siguiente cuadro:

G1. De \$501 a 600 millones
G2. De \$601 a 1000 millones
G3. De \$1001 a 2000 millones
G4. De \$2001 a 3000 millones
G5. De \$3001 a 4000 millones
G6. De \$4001 a 5000 millones
G7. Más de \$5001 millones

En este trabajo se dividieron tres grupos, donde las firmas pequeñas corresponden a los grupos G1-G3, las medianas a los grupos G4-G5 y las grandes a los grupos G6-G7.

éstos han registrado una tasa de crecimiento real promedio anual de 286%, mientras aquellos de la totalidad de las firmas han aumentado en promedio 17%. En consecuencia, Interbolsa pasó de ser una de las firmas más pequeñas en 1995 ocupando el puesto 53 dentro de un total de 60 firmas, a ser rápidamente la más grande ocupando el primer lugar en 1999 (Gráfico III.1.1.3).

Adicionalmente, las firmas han experimentado un incremento patrimonial importante. Al comienzo de la década, el patrimonio total de las firmas sumaba \$11 mil millones de pesos, ya para el final se habían alcanzado los \$170 mil millones, con una clara tendencia a la concentración en las firmas más grandes. Si se observa la evolución de la participación del patrimonio de cada uno de los grupos sobre el total, se observa las firmas más grandes siempre han poseído una mayor parte del patrimonio del sector. En 1995 la mayor participación la tenía este grupo de firmas³⁶ con 60,8%, las firmas medianas concentraban el 24,2% del patrimonio y las pequeñas el 15%. Hacia 1997, esta situación se profundizó, y tanto las firmas pequeñas como las medianas redujeron su participación en el patrimonio total, mientras que el de las grandes aumentó a 70,7%. En 1998, año en el que las firmas se vieron más afectadas por la crisis económica, se evidenció una disminución de la participación de las firmas grandes en el total debido básicamente a la caída del número de firmas grandes en el mercado. En 1999 se dio una recuperación del patrimonio especialmente en las firmas pequeñas y grandes, estas últimas pasando a participar con el 67,1%, lo que se produjo por un crecimiento real de su patrimonio de 5,8% con respecto al año anterior (Gráfico III.1.1.4).

El aumento del tamaño de Interbolsa ha estado acompañado de un aumento de su patrimonio. La participación del mismo en el total pasó de 0,6% en 1995 a 1,6% en 1998. El incremento grande se presentó en 1999 cuando este porcentaje ascendió a 3,6% (Gráfico III.1.1.5).

De la mano con el aumento de los activos de las firmas, los ingresos operacionales, en general, han evolucionado positivamente. Estos tuvieron crecimientos nominales anuales de 25,9% en promedio para todas las firmas comisionistas desde 1995, y en términos reales de 6,6%. Los ingresos aumentaron año a año, con excepción de 1997 cuando registraron una caída de 15,4% frente a los del año anterior. Interbolsa mostró un comportamiento excepcional de sus ingresos operacionales ubicándose muy por encima del promedio en todos los años con excepción del 98, año en el cual sólo creció 2% más que el promedio de firmas. En 1999, esta firma obtuvo ingresos operacionales por un valor total de \$10,5 mil millones, lo que equivalió al 6,7% del total de ingresos operacionales de las firmas comisionistas (Gráfico III.1.1.6).

Igualmente, los ingresos de las firmas se han concentrado cada vez más en las de mayor tamaño. Esto fue particularmente notorio hasta 1997, cuando las firmas grandes concentraban el 80% de los ingresos operacionales, mientras las pequeñas habían reducido sus participación en esta cuenta de 14% en 1995 a 4% y las medianas de 21% a 16,3% en

³⁶ Particularmente G7 que poseía el 39,4%.

los mismos años. Sin embargo, en 1998, las únicas firmas que presentaron una caída de sus ingresos operacionales fueron las grandes, aunque se evidenció una recuperación al año siguiente, manteniéndose las participaciones similares a las de 1996 (Gráfico III.1.1.7).

En forma consistente con el aumento de los activos, el capital de trabajo de las firmas, definido como los activos corrientes – los pasivos corrientes, indicador que mide también la capacidad de pago de deudas a corto plazo que tiene la firma en un momento determinado, tuvo una evolución positiva para el conjunto de las firmas. Sin embargo, se observan diferencias marcadas según el tamaño. Las firmas pequeñas redujeron su capital de trabajo drásticamente entre 1995 y 1999, indicando que su capacidad de pago de deudas se mantuvo en un constante deterioro. Esta situación fue especialmente acentuada para las más pequeñas de todas, las cuales enfrentaron un capital de trabajo negativo, es decir que sus pasivos corrientes fueron superiores a sus activos corrientes. Por el contrario, el capital de trabajo de las empresas más grandes aumentó año tras año, especialmente en 1998 cuando creció 93% en términos reales (Gráfico III.1.1.8).

Para el caso de Interbolsa, el capital de trabajo ha mejorado sustancialmente con respecto al promedio, particularmente a partir de 1998, como resultado de un aumento de sus activos corrientes muy superior al de sus pasivos. Mientras en 1995 este indicador ascendió a \$129 millones, en 1998 fue de \$650 millones y en 1999 de casi 5 veces este valor alcanzando una cifra de \$3 mil millones (Gráfico III.1.1.9).

El mejor desempeño de los mencionados indicadores, no se ha reflejado sin embargo en una mayor solvencia de las firmas. En efecto, este indicador, medido como la razón activos corrientes / pasivos corrientes, ha mostrado un deterioro paulatino en los últimos cinco años, pasando de 2,55 en 1995 a 1,25 en 1999. A mediados de la década las firmas pequeñas fueron claramente más solventes que las demás, legando a su nivel más alto en 1996. Sin embargo, desde 1997 el indicador comenzó a caer, tendencia que se mantuvo para este grupo de firmas hasta el final de la década, incluso con valores muy pequeños como de 0,7 para algunos grupos de firmas (G2), indicando que los pasivos eran mayores que los activos en 33%. Las firmas medianas no han mostrado grandes variaciones en este indicador, manteniendo un promedio a lo largo del período de 2,8. Las grandes, por su parte, mejoraron su nivel de solvencia desde 1997, jalonado en buena parte por las firmas del grupo 6, el grupo de firmas más solventes en 1999 (Gráfico III.1.1.10).

Al igual que las demás firmas más grandes (pertenecientes al grupo 7), en el caso de Interbolsa la evolución positiva de los activos no se ha reflejado en un mejor indicador de solvencia, y éste pasó de 1,99 en 1995 a 1,04 en 1999, cifra inferior al promedio total de las firmas (Gráfico III.1.1.11).

De igual forma, el indicador de endeudamiento de las firmas (Activos Totales / Pasivos Totales), se ha vuelto cada vez más pequeño, lo cual indica un crecimiento superior de los pasivos frente a los activos. Este pasó de 7,9 en 1995 a 1,8 en 1999, habiéndose mantenido en niveles similares durante los últimos tres años. En especial, se observa que entre mayor es el tamaño de las firmas el indicador es más pequeño, mostrando así que las más grandes

son las más endeudadas. En efecto, mientras en 1999 el indicador para las firmas de los grupos uno y dos era de 10 y 9, respectivamente, para las más grandes era de 7,7 y 1,5, respectivamente (Gráfico III.1.1.12).

Interbolsa ha sido una de las firmas con una proporción grande de pasivos frente a activos, y la relación entre las dos cuentas pasó de 5,8 en 1995 a 1,1 en 1999, mucho más baja que el promedio (1,8), e incluso más baja que la del grupo de firmas más grandes, al cual pertenece. (Gráfico III.1.1.13)

A pesar de la diversidad de las operaciones y de los mayores ingresos generados, la rentabilidad de las firmas comisionistas no ha mejorado sustancialmente, y en algunos casos incluso se ha deteriorado.

El margen operacional de las firmas es la única variable con un comportamiento positivo en los años recientes. No obstante, dicho margen, medido como Utilidades Operacionales / Ingresos Operacionales, presentó una tendencia decreciente para el total de las firmas en los años 1996 y 1997, si bien los dos siguientes se recuperó llegando incluso a superar la cifra de 1995. Del total de ingresos operacionales, el 12% son utilidades para las firmas, antes de impuestos. Se observa sin embargo que esta situación se evidenció en el caso de las firmas grandes, cuyos porcentajes fueron en 1999 de 32% y 16%, respectivamente. Por el contrario, las firmas pequeñas registraron en el mismo año márgenes negativos elevados. El comportamiento de las medianas se dividió en dos, las del grupo 4 presentaron un margen operacional negativo de 13%, y las del grupo 5 uno positivo de 16% (Gráficos III.1.1.14). Interbolsa registró un comportamiento muy por encima del de su grupo en todos los años con excepción del 96. En 1999, el margen operacional de esta firma fue de 50% (Gráfico III.1.1.15).

Sin embargo, esta primera aproximación desdibuja la situación real de las firmas, pues al observar el comportamiento del margen neto (utilidades netas como proporción de los ingresos operacionales), es decir después de impuestos e intereses, se observa que en muchos casos dicho indicador fue negativo a partir de 1997, especialmente para las firmas pequeñas. En 1999 el entorno económico desfavorable llevó a que el total de las firmas comisionistas pasara a tener un margen neto de 0%, frente a 5% en 1995. Resulta interesante el hecho de que paralelamente el margen operacional fuera de 12%, lo que apunta a que, en general, las utilidades operacionales alcanzaron apenas a cubrir los gastos en intereses y el pago de impuestos. Sobresalen las empresas con activos superiores a los \$5 mil millones (G7) en cuyo caso las utilidades como proporción de los ingresos operacionales pasaron de 16% antes de impuestos e intereses a 6% después. Estas cifras refuerzan la idea de que las firmas comisionistas más grandes son a la vez las más endeudadas (Gráfico III.1.1.16).

La misma evolución se observa para el caso de la rentabilidad del capital del total de firmas, definida como Utilidades / Capital, donde su reducción de 12% en 1995 a 1% en 1999, no se compadece con lo sucedido en las grandes firmas. En éstas, luego de la reducción experimentada en 1996-1998, la rentabilidad del capital se recuperó en 1999

llegando a un valor de 24%, donde sobresalen las del grupo 6 al presentar una rentabilidad del capital de 33%. En las firmas pequeñas este indicador no sólo fue negativo durante todo el período, sino que tomó valores grandes como el de -41% en 1999. Las de tamaño mediano, aunque tuvieron un resultado un poco mejor, también fue negativo en 20% en el mismo año (Gráfico III.1.1.17).

Por otra parte, el incremento de los activos de las firmas no ha venido acompañado con un aumento de su rentabilidad. Por el contrario, para el total de las firmas comisionistas, este indicador (Utilidades / Activos), pasó de 4% en 1995 a 0% en 1999. Se observa la misma tendencia entre los diferentes tamaños de firmas, y sobresale el comportamiento de las medianas y grandes (grupos cinco y seis), las cuales en 1999 arrojaron una rentabilidad de los activos de 6% y 10%, respectivamente. En consecuencia, la rentabilidad del patrimonio (Utilidades / Patrimonio) también ha disminuido a lo largo de los últimos cinco años, excepto para las firmas grandes que son las únicas que presentaron una rentabilidad del activo y del patrimonio mayor en 1999 que en 1995. (Gráfico III.1.1.18)

Los resultados anteriores reflejan cómo en 1997 comenzó a tener efecto la crisis económica. Sin embargo, las firmas grandes (especialmente aquellas con activos están entre \$3,000 mil y \$5,000 mil millones), lograron recuperar rápidamente sus niveles de rentabilidad, incluso superando los registrados a mediados de la década. Las firmas pequeñas, cuya rentabilidad ha sido baja a lo largo del período analizado, fueron las más golpeadas por la crisis, y es evidente que no han logrado recuperarse pues en 1999 presentaron indicadores de rentabilidad altamente negativos.

Interbolsa ha sido una de aquellas firmas con un comportamiento excepcional. Por una parte, la rentabilidad (medida con los diferentes indicadores mencionados), no sólo no se vio seriamente afectada en los años de crisis, únicamente registró menores niveles de rentabilidad en 1996, sino que además ésta, desde 1997 ha sido creciente y en general superior a la del promedio de las firmas grandes. El margen operacional antes de impuestos fue de 50% en 1999, el margen después de impuestos fue de 14%, la rentabilidad del capital de 98% y la del patrimonio de 24%. Únicamente en el caso de la rentabilidad de los activos se ha observado un deterioro frente a los niveles de 1995, pero aún este indicador es muy superior al promedio (Gráficos III.1.1.19 a 21).

A manera de síntesis, se puede decir que, a pesar de que los activos de las firmas han crecido como resultado de las nuevas inversiones, y en consecuencia lo han hecho los ingresos, y el patrimonio mismo, las firmas han sufrido un deterioro en sus niveles de rentabilidad debido al aumento de sus índices de endeudamiento, y asimismo han perdido solidez y solvencia. Sin embargo, hay diferencias en cuanto al comportamiento al interior de los grupos de firmas, destacándose un crecimiento de los pasivos y del endeudamiento en las firmas grandes. Esta situación ha deteriorado sus indicadores de rentabilidad, aunque aún son positivos, y la solvencia. Por su parte, aunque más solventes, las firmas pequeñas tienen niveles muy bajos de rentabilidad, incluso negativos.

1.2 Diversificación de las actividades

La diversificación de los negocios y de las actividades, y la menor dependencia de los contratos simples de comisión, las cuales se analizan en detalle en la siguiente sección, tuvieron un impacto directo en la estructura de los estados financieros de las firmas comisionistas.

Históricamente la fuente de ingresos más importante para estas firmas en Colombia han sido las comisiones, pero ya desde mediados de la década otras operaciones tomaron el segundo orden en importancia. En 1995 por cada cien pesos de ingresos operacionales \$96,2 en promedio se originaban en los contratos por comisiones, y el resto estaba repartido entre operaciones por cuenta propia, honorarios y servicios. Esta cifra se redujo a \$72 en 1997 y llegó a \$54 en 1999. Esto se debió a que los ingresos diferentes a comisiones cobraron cada vez mayor importancia. En particular, sobresale el papel de las operaciones por cuenta propia que en 1995 generaban el 2% de los ingresos operacionales, y en 1999 pasaron a generar el 45% de éstos (Gráfico III.1.2.1)

Esta tendencia hacia la transformación y diversificación se pudo observar de forma generalizada en todos los grupos, aunque claramente hubo diferentes grados de diversificación según el tamaño de las firmas. En el caso de las pequeñas, los ingresos operacionales en 1999 seguían proviniendo en su mayoría (73%) de comisiones, mientras que las firmas medianas tuvieron una transición rápida hacia el negocio de operaciones cuenta propia: en 1997 la participación de estas actividades en sus ingresos totales fue de casi 50%, y de 53% en 1999. Por su parte, la transformación en la generación de ingresos operacionales de las firmas grandes fue relativamente más lenta al principio, con una relación de comisiones a operaciones cuenta propia en 1997 de 80% a 19% en promedio, pero se aceleró en años recientes pasando a 53% y 45%, respectivamente (Gráfico III.1.2.2).

Dentro del total de las firmas comisionistas se destaca el caso de Interbolsa cuya transformación en sus fuentes de ingresos fue sustancialmente más rápida que el promedio. Mientras en 1995 la totalidad de sus ingresos operacionales se debía a ingresos por comisiones, ya en 1997 el 73% de ellos era explicado por operaciones cuenta propia, porcentaje que en 1999 pasó a 81% relegando la participación de las comisiones al 19%, cifras muy superiores a las del promedio de firmas. (Gráfico III.1.2.3 y III.1.2.4)

Para hacer operaciones por cuenta propia, las firmas deben cumplir con los requisitos de solvencia y tener niveles adecuados de capital que les permitan respaldar estas operaciones de riesgo. Las inversiones por cuenta propia están expuestas a las modificaciones de precios del mercado, lo que involucra un mayor nivel de riesgo en la medida en que afecta directamente el estado de resultados de las firmas. Un cambio desfavorable en los precios significa mayores obligaciones financieras y repercute negativamente en la relación de liquidez. Por esta razón, la regulación prudencial establece un requisito de capital mínimo para la realización de estas operaciones, es decir un fortalecimiento patrimonial y un equilibrio financiero y operativo. Esto con el fin de garantizar la capacidad de la firma de

cumplir con sus obligaciones, brindar garantías a los inversionistas y evitar la realización de operaciones sin control y que involucren niveles de riesgo demasiado altos.

De acuerdo con la regulación establecida desde principios de los noventa, los comisionistas de bolsa han podido, apalancados en su capital, servir de contraparte en las operaciones de los clientes del mercado, dentro de unos límites fijados en función de su patrimonio técnico³⁷ y del riesgo de los papeles³⁸ con el fin de que no pongan en riesgo su solvencia³⁹.

En forma consistente con el desarrollo de las operaciones cuenta propia, el valor del patrimonio de las firmas comisionistas medianas y grandes ha venido aumentando desde los primeros años de la década, aunque a un ritmo menos acelerado e incluso irregular desde 1995. Mientras en 1993, el aumento nominal porcentual anual fue de 69%, en 1995 fue de 25% y de cerca de 16% en 1996 y 1998. En términos reales, la caída que tuvo lugar en 1996 fue importante, de 3,9%, para luego recuperarse en forma leve hasta 1995, aunque aún con tasas de crecimiento negativas, situación que coincidió con la gran recesión de la economía (Gráfico III.1.2.5).

Pero el comportamiento del patrimonio no ha sido generalizado en el caso de todas las firmas comisionistas. El análisis por grupos según tamaño muestra que las firmas pequeñas han registrado una disminución real constante de su patrimonio de aproximadamente 17,6% anual en promedio desde 1995. Las medianas han tenido un comportamiento irregular: una caída de 13% en 1996, un aumento de 0,4% el año siguiente, una fuerte recuperación en 1998 de 34,6% en términos reales, y nuevamente una contracción de 16% en 1999. Contrariamente, el grupo de las firmas grandes ha presentado un crecimiento de su patrimonio a lo largo del período en general, con excepción de 1998, año en que este disminuyó 11% en términos reales. Sobresale el crecimiento real de 5,8% real en 1999. Estos resultados son consistentes con la diversificación de las actividades en el caso de las grandes firmas, donde se observa una clara relación positiva entre la capacidad patrimonial y el desarrollo de nuevas operaciones (Gráfico III.1.2.6).

³⁷ El patrimonio técnico fue reglamentado en la Resolución 400 de 1995, y está constituido por la suma del capital primario y secundario, y por el valor de las inversiones requeridas para ser miembro de la Bolsa.

³⁸ Desde un principio en la Ley 45 de 1990 se establecieron límites en las operaciones, los cuales se ampliaron a mediados de la década. Los comisionistas pueden adquirir para sí en el mercado secundario hasta 15 veces el valor de su patrimonio técnico en títulos, y en el mercado primario hasta 6 veces el valor de su patrimonio técnico. También existen límites de las operaciones por cuenta propia tanto en el mercado primario como en el secundario en función del riesgo del papel, los cuales fueron ampliados en 1996 y en la Resolución 1119/96 de la Sala General de la Superintendencia de Valores quedaron establecidos como sigue: (i) Las acciones y títulos de participación o mixtos emitidos en procesos de titularización no pueden superar 1,5 veces el patrimonio técnico; (ii) Los títulos emitidos, avalados, aceptados o garantizados por las entidades vigiladas por la Superbancaria, títulos de deuda de establecimientos de crédito emitidos en proceso de titularización y aquellos que dependen de la fluctuación de la tasa de cambio tienen un límite de 10 veces el patrimonio técnico; (iii) Las operaciones a plazo no pueden superar 10 veces el patrimonio técnico; (iv) Las operaciones Carrusel no puede ser mayor a una vez el patrimonio técnico; y (v) Los títulos emitidos o garantizados por la Nación o por el Banco de la República u Operaciones reporto activas no tienen limitación individual.

³⁹ Sin embargo, también se establece que los comisionistas deben dar prelación a órdenes de sus clientes sobre las propias y de anteponer a los propios los intereses de sus mandantes.

El caso de Interbolsa es un buen ejemplo dentro de las firmas más grandes, pues el crecimiento de las operaciones diferentes a las comisiones (81% del total de ingresos provenían de operaciones por cuenta propia en 1999 frente a 19% de comisiones), ha estado apalancado en un patrimonio cada vez mayor (creció a un promedio anual real de 57,3% desde 1995, específicamente 121% en 1999) (Gráfico III.1.2.7).

El fortalecimiento del patrimonio ha sido el resultado en buena parte del aumento del capital mínimo contable⁴⁰ el cual, para las 59 firmas comisionistas que conforman la muestra, fue cercano a \$55 mil millones al finalizar 1996, un 35,2% mayor al registrado en el año anterior y casi el doble de la suma alcanzada en 1994, cuando fue de \$27,647 millones. Al cierre de 1998 el capital mínimo ascendió a \$82.912 millones, un crecimiento de cerca del 60% frente a 1996.

Y es precisamente este incremento del capital mínimo lo que ha permitido la incursión de las firmas en nuevos negocios, pero se observa que aún hay un potencial importante para crecer, lo cual se evidencia con el hecho de que el capital mínimo sea superior al mínimo requerido⁴¹. Esta relación⁴² para el total de firmas comisionistas se ubicó en 2,6 al final de 1996 (cifra que según la Supervalores era ligeramente mayor para las empresas que tienen su sede principal en Bogotá (3,1), luego en Cali (2,4) y finalmente en Medellín (2,1)), y pasó a 4 en 1998.

Pero si bien el hecho de que el capital mínimo sea cuatro veces el que se requiere por ley para realizar las OCP, muestra que es posible un mayor desarrollo de las actividades de los comisionistas, también evidencia que la incursión en nuevos negocios es aún limitada.

En síntesis, se observa que desde mediados de la década ha habido una transformación de las actividades de las firmas comisionistas, y esto se ha reflejado en un aumento y en un cambio en la estructura de ingresos a favor de los generados por las operaciones por cuenta propia. Aunque esta evolución ha sido generalizada a nivel de casi todas las firmas, las de mayor tamaño (medianas y grandes) son las que más agresivamente han incursionado en nuevas actividades. Evidentemente, esto ha ido respaldado con un aumento del capital y, por ende, con un fortalecimiento patrimonial, especialmente a nivel de las de mayor tamaño.

⁴⁰ El capital mínimo de las firmas comisionistas de bolsa es un concepto desarrollado mediante el Decreto 1699 de 1993, con el fin de brindar respaldo a los inversionistas que depositan su confianza en dichas firmas. fue establecido El concepto de capital mínimo hace referencia a capital pagado + prima de colocación de acciones + reserva legal + revalorización del patrimonio + utilidades no distribuidas en el último ejercicio contable en una proporción equivalente al porcentaje de utilidades del ejercicio anterior que hayan sido capitalizadas en forma de reserva legal y siempre y cuando la sociedad no registre pérdidas acumuladas de ejercicios anteriores – el costo ajustado de las inversiones de carácter obligatorio.

⁴¹ La regulación establece un nivel de capital mínimo requerido para que las firmas puedan hacer estas operaciones. A junio de 1998, 47 de las 57 sociedades tenían un capital mínimo requerido de \$400 millones.

⁴² Capital mínimo contable / Capital mínimo requerido

Operaciones e instrumentos de cobertura de riesgo

La diversificación de las operaciones de los comisionistas puede analizarse desde dos puntos de vista diferentes. Por una parte, evaluando el comportamiento de las operaciones especiales en relación con las denominadas "normales", y por otra parte, considerando el desempeño de las operaciones por cuenta propia frente a las "tradicionales"⁴³ - que son las relacionadas con el contrato simple por comisión - y la participación que estas han ganado dentro del total.⁴⁴

Desde la óptica del comportamiento de las operaciones cuenta propia (OCP), la diversificación del mercado en los últimos cinco años es contundente: mientras estas operaciones participaron con el 1% dentro del total del volumen transado en 1995, en 1999 este porcentaje ascendió a 25,5%, habiéndose reducido a 74,5% la participación de las operaciones por contrato simple o "tradicionales" (Gráfico III.1.2.8). Como se verá más adelante, este incremento ha correspondido fundamentalmente a la inversión en títulos (principalmente TES del Gobierno) que cada vez ganan mayor importancia dentro del total de inversiones de las firmas comisionistas.

Las firmas comisionistas pueden realizar otras operaciones especiales, lo que les permite percibir ingresos diferentes a los originados por el contrato de comisión. Estas operaciones –operaciones a plazo⁴⁵, repos, *swaps*, carruseles, opas, y martillos- han mostrado una evolución diversa en el mercado bursátil. Analizando su comportamiento, no se percibe una diversificación significativa desde mediados de la década. El total de estas operaciones ascendió a \$5,5 billones en 1996, con un año pico de \$10 billones en 1998, pero volvió a descender a \$2 billones en el 2000. Si bien su participación se incrementó a 19% dentro del total transado en ese año, volvió a descender a 7,6% en el 2000. Por el contrario, se observa que en los últimos cinco años, el valor transado a través de las operaciones "normales" aún representa más del 85% del total (Cuadro III.1.2.9)

Aunque hacia 1998, las operaciones Repo, *Swaps*, Opas y Martillos⁴⁶ estaban aumentando su participación, en 1999 se observó una caída, con excepción de las Repos que incrementaron su participación en el total de 4,3% a 5,6%. Por su parte, las operaciones "normales"

⁴³ Las operaciones "tradicionales" son todas aquellas que generan ingresos operacionales pero que no se consideran operaciones por cuenta propia. Son, en general, operaciones que generan ingresos por comisiones.

⁴⁴ Esta diferenciación se hace debido a la forma en que la Superintendencia de Valores y las Bolsas presentan la información. Sin embargo, algunas de las operaciones especiales son por cuenta propia, pero la información no permite esta desagregación. En este sentido, para efectos de analizar la diversificación del mercado, es útil trabajar con los dos tipos de información por separado.

⁴⁵ La clasificación que hace la Supervalores en relación con las operaciones especiales no es clara: en 1996 se incluía dentro de este grupo la Posición Propia y luego esto dejó de hacerse, al igual que sucede con las operaciones a plazo, las cuales en algunos años hasta 1996 se desagregan como un subgrupo aparte y posteriormente este deja de presentarse en forma aislada sugiriendo que estas ahora se incluyen dentro de otros grupo.

⁴⁶ Las definiciones de estas operaciones se encuentran en las siguientes secciones correspondientes a cada una.

volvieron a ganar importancia en el total transado, pasando de representar 80,6% en 1998 a 87,6% en 1999.

A pesar de esto, es claro que se ha dado un cambio en la estructura de dichas operaciones, con un aumento significativo en la participación de los repos y los *swaps*, que entre las dos representaron el 94% del total de operaciones especiales en el 2000, y en detrimento de las operaciones carrusel cuya participación pasó de 43% en 1995 a sólo 4,3% en el 2000.

A manera de síntesis, se puede observar que la diversificación de las operaciones por parte de los agentes comisionistas ha sido el resultado fundamentalmente de las mayores operaciones por cuenta propia, principalmente correspondiente a inversiones en TES que en 1999 dieron cuenta del 45% del total de inversiones realizadas por estas firmas. Por su parte, aunque los repos y los *swaps* han ganado importancia dentro de las operaciones especiales, el total transado en estas actividades no ha variado sustancialmente en los últimos cinco años.

a) Operaciones cuenta propia o posición propia

Desde 1990 los agentes de bolsa están autorizados a intermediar la colocación de títulos garantizando la totalidad o parte de la misma o adquiriendo dichos valores, así como a realizar otras operaciones por cuenta propia con el fin de dar mayor estabilidad a los precios del mercado, reducir los márgenes entre el precio de demanda y oferta de los mismos y, en general, dar mayor liquidez al mercado. La capacidad de intermediar en la colocación de títulos es lo que se conoce como posición propia⁴⁷.

Estas operaciones se pueden realizar en el mercado primario o secundario y son de carácter temporal. En el primario, los agentes facilitan la colocación y distribución de títulos de primera mano mediante la adquisición temporal con sus recursos de todo o parte de una emisión (colocación en firme), o garantizada, donde el comisionista se compromete a adquirir la parte que no pudo ser colocada. En el mercado secundario las operaciones se realizan sobre valores inscritos en bolsa con el objeto de darle liquidez y estabilidad al mercado, actuando en el lado de la oferta o de la demanda.

A través de estas operaciones OCP, los comisionistas cumplen una serie de funciones adicionales como ofrecer el servicio de suscribir las nuevas emisiones de valores efectuadas con el fin de aumentar la base de recursos financieros de las empresas⁴⁸, lo que se conoce como *underwriting*, un proceso que tiene lugar en el mercado primario ya que se trata de

⁴⁷ La posición propia está determinada por operaciones de intermediación en instrumentos como los siguientes: acciones y títulos de participación o mixtos emitidos en procesos de titularización; títulos emitidos, avalados, aceptados y garantizados por la Superbancaria; títulos de deuda de establecimientos de crédito emitidos en proceso de titularización y aquellos que dependen de la tasa de cambio; y títulos emitidos o garantizados por la Nación o el Banco de la República.

⁴⁸ Así se evita que aquellos que necesitan ampliar sus recursos, tengan que hacerse cargo de las labores especializadas de mercadeo que supone la emisión y colocación de nuevos títulos.

títulos de primera mano⁴⁹. En este tipo de contratos existen diversas modalidades para pactar el negocio con el comisionista suscriptor de una acción: se puede acordar previamente el monto de la comisión por la suscripción; fijar por anticipado un precio de suscripción de los valores dejando que la remuneración dependa de lo que el comisionista pueda obtener del mercado por encima de ese precio; o bien acordarle al comisionista suscriptor un descuento sobre el valor facial de los títulos.

El permitir este tipo de operaciones ha constituido un aspecto fundamental para fortalecer las funciones de creadores de mercado o *market makers* de algunos comisionistas, mediante las cuales se encargan de anunciar permanentemente los precios a los que están dispuestos a comprar y a vender ciertos títulos. De la misma manera, se han intensificado las funciones de *dealers*, es decir cuando toman posiciones en papeles sobre los que ellos escogen realizar tareas de mercadeo o de marketing, evitando que sus funciones se concentren exclusivamente en ser *brokers*, una situación en la cual actúan simplemente como agentes en la compra o venta de papeles.

La intensificación de estas actividades es fundamental para el desarrollo del mercado de capitales, pues es precisamente a través de las mencionadas funciones que los mismos agentes ayudan a promoverlo y a impulsarlo, aspecto en el cual han existido grandes atrasos en el caso colombiano. La promoción y el impulso exigen pues que las firmas desarrollen la función de *market makers* y que se fortalezca su capacidad de *underwriting*, lo cual está directamente relacionado con su capacidad patrimonial.

Estas operaciones se pueden realizar en títulos o en acciones el mercado primario o secundario, son de carácter temporal, y constituyen una fuente de recursos importante que mejora la rentabilidad de las firmas.

Las operaciones por cuenta propia han adquirido cada vez mayor importancia dentro de lo que se transa en el mercado nacional. En 1995, estas operaciones ascendían tan sólo a \$276 mil millones, y en 1999 el volumen fue de 10 billones, el 22% del volumen total transado, 25% en el 2000 (Gráfico III.1.2.a.1).

En los años recientes la mayoría de las operaciones OCP se han clasificado como “normales” sugiriendo una diversificación limitada de las operaciones. A manera de ejemplo, se puede ver que en 1998 el 75,4% de las OCP se clasificaron como operaciones “normales”, 24,3% correspondieron a *swaps*, y menos del 0,5% fueron repos, carruseles u

⁴⁹ Las operaciones de *underwriting* pueden ser (i) suscripción en firme, donde el comisionista adquiere con sus recursos la totalidad o parte de la emisión y en este sentido es él quien toma los riesgos de mercadeo y de precio implícitos en el proceso; (ii) suscripción garantizada, donde el comisionista se compromete a adquirir el remanente de la emisión que no logre ser colocada de inmediato en el mercado hasta que ocurra lo garantizado y así el emisor queda liberado de las preocupaciones referentes al mercado de los títulos; y (iii) suscripción al mejor esfuerzo, donde el comisionista se compromete a hacer todo lo que esté en sus manos para colocar el máximo posible de los títulos emitidos. En este orden de ideas, la diversidad de la operación depende del nivel de riesgo que asuman las partes. Estas definiciones se basaron en las desarrolladas en la Misión de Estudios del Mercado de Capitales, (1996).

opas. Las OCP se llevaron a cabo principalmente en el mercado secundario, de contado y en renta fija, siguiendo la tendencia del mercado bursátil en general, dado que en este año el 88,2% del total transado en el mercado bursátil nacional se llevó a cabo en el mercado secundario, el 95,1% de contado y el 92,0% en renta fija⁵⁰

Teniendo en cuenta el total de transacciones, y como se vio en el capítulo II de este trabajo, el dinamismo del mercado en Colombia en los últimos años se ha concentrado en las transacciones de títulos, fundamentalmente de renta fija. Prueba de ello, es que la participación de los TES en el total transado nacional de ha aumentado significativamente desde 1995, mientras que, contrariamente, se ha observado un descenso en la participación de las acciones en el volumen transado. En 1995 las transacciones de TES y de acciones tenían aproximadamente la misma importancia dentro del total de transacciones realizadas en las bolsas, representando alrededor de 6% del total. Sin embargo, después de 1996, las transacciones de TES empezaron a crecer en forma rápida, y cada vez una mayor parte de las operaciones en el mercado está relacionada con estos títulos. En 1998, su participación dentro del total de operaciones llegó a 25,9% y aumentó a 35,3% al año siguiente. A junio de 2000 el 54,5% de todo el volumen transado en el mercado nacional se originó en operaciones de TES, con un valor de \$14,9 mil millones, superior a lo que se movió durante todo el año de 1998 en estos títulos. En el segundo semestre del 2000, el valor transado en TES siguió aumentando, arrojando un balance al final del año de \$35,1 mil millones, el 56,5% del total transado en el mercado bursátil (Gráfico III.1.2.a.2).

Contrariamente, las transacciones con acciones representan una porción cada vez menor dentro del total transado. Esto es evidente particularmente a partir de 1998, cuando su participación empezó a reducirse de 8,6% en este año a 2,4% a mediados de 2000. Incluso, en 1999 el valor de lo que se transó en acciones (\$2,7 mil millones) fue inferior al de 1997 (\$3,9 mil millones). A finales de 2000, el volumen transado en acciones se recuperó levemente, aunque aún no alcanza los valores de años anteriores, (\$2,8 mil millones), correspondiendo al 4,7% del total transado.

El análisis por mercados, muestra que la mayor cantidad de transacciones se realiza en el mercado secundario. En 1997 se hicieron operaciones en el mercado secundario por \$34 mil millones, lo que corresponde al 80,8% del total nacional transado, mientras en el mercado primario se transó el restante 19,2%. En los años recientes la brecha entre las dos aumentó, y a junio de 2000 la actividad en el mercado primario mostró una disminución de su participación, ya que sólo se movieron \$1,8 mil millones, lo que equivale al 6,5% del total transado en este período. En consecuencia, el valor de las transacciones realizadas en el mercado secundario aumentó considerablemente alcanzando la suma de \$25,6 mil millones y una participación de 93,5% (Gráfico III.1.2.a.3)

Al analizar el subgrupo de las operaciones por cuenta propia realizadas por las firmas comisionistas, se evidencia la misma tendencia que en el agregado. En 1998, las inversiones cuenta propia en TES de las firmas comisionistas sumaron \$62,3 mil millones,

⁵⁰ Los datos para 1998 corresponden a la última actualización disponible.

lo que representó el 38% del total de inversiones cuenta propia. Al año siguiente, las inversiones en TES aumentaron su participación y pasaron a representar el 45% del total de inversiones cuenta propia realizadas por las firmas comisionistas. A mediados del 2000, las inversiones en operaciones por cuenta propia destinadas a TES participaron con 34,1% dentro del total de inversiones cuenta propia alcanzando la suma de \$76 mil millones, cifra que a diciembre ascendió a \$168 mil millones (Gráfico III.1.2.a.4)

En cuanto a los mercados, se observa de nuevo la preponderancia de las inversiones cuenta propia en TES en el mercado secundario. En efecto, en 1998, por ejemplo, el 90,7% de éstas tuvo lugar en este mercado, y sólo un 9,3% se efectuó en el primario. En 1999 las inversiones en TES en el mercado secundario fueron incluso superiores, representando 98,3% del total. Sin embargo, desde finales de este año el valor de inversiones por cuenta propia en TES en el mercado secundario disminuyó su participación dentro del total, y la participación se redujo a 88%. En consecuencia, el mercado primario cobró una relativa importancia y participó con el restante 12%. En este resultado probablemente influyó el cambio que el Ministerio de Hacienda hizo en cuanto a los requisitos para los aspirantes a creadores de mercado⁵¹, mediante el cual aumentó el monto mínimo que un aspirante a creador de mercado debe adjudicarse en TES B en el mercado primario, de 2% (como se había establecido desde 1997) a 4%⁵² (Gráfico III.1.2.a.5).

Como se mencionó al principio de esta sección, el desarrollo de estas operaciones conlleva un riesgo alto de tasas de interés, razón por la cual es importante la presencia de un patrimonio fortalecido que las respalde. Según la legislación vigente el volumen de OCP tiene un límite de 21 veces el patrimonio técnico (6 veces en el mercado primario y 15 veces en el secundario). El crecimiento patrimonial de las firmas, particularmente de las grandes que son las que más han aumentado sus ingresos por operaciones cuenta propia, sustenta la mayor actividad en estas operaciones.

b) Repos

Las operaciones repo consisten en la celebración de compraventas con pacto de recompra en el mercado de bolsa⁵³.

El aumento de este tipo de operaciones en los últimos años ha sido sustancial. El volumen transado pasó de sólo \$77 mil millones en 1995 a \$2,5 billones en 1999, participando con el 45% del total de operaciones llamadas "especiales", y 5,6% del total transado. Aunque

⁵¹ Circular externa No. 12 del 29 de diciembre de 1999

⁵² Resolución 2886 de 2000 del Ministerio de Hacienda.

⁵³ En ellas, el comprador se obliga a revender y el vendedor a recomprar los valores, en un plazo y condiciones convenidas, con el fin de procurarse fondos con algún costo financiero. En los repos se acuerda desde el comienzo el monto de recursos que el comprador inicial proveerá al vendedor y la tasa que será pagada en la financiación, y asimismo el precio al que serán vendidos los activos y luego recomprados. Estas operaciones pueden hacerse sobre acciones o sobre renta fija. En 1996 se permitió realizar operaciones reporto por cuenta de los fondos de valores que administran.

siguió elevada, la participación a junio del 2000 se redujo ligeramente a 39% de operaciones especiales y a 3% del total transado (Gráfico III.1.2.b.1).

La gran ventaja de estas operaciones es que han contribuido a dar mayor liquidez al mercado y se han convertido para los inversionistas en una opción importante para el mejorar su rentabilidad sin temor a cambios negativos en los precios que los presionen a liquidar sus inversiones, por la naturaleza del instrumento.

Mirando el balance por el lado de los activos de las firmas, se observa que las inversiones negociables en estos instrumentos han jugado un papel cada vez menos importante en las inversiones totales. A diciembre del 95, las inversiones negociables eran el 94% de todas las inversiones, y en 1999 esta participación se redujo a 18%. Pese a esta menor participación, el monto total de inversiones negociables ha aumentado pasando de \$15 mil millones en 1995 a \$40 mil millones en 1999. Consecuentemente lo han hecho los compromisos de reventa de inversiones negociadas, Repos y carruseles, los cuales además han aumentado su participación dentro de la cuenta considerablemente. En 1995 para el total de firmas comisionistas estos alcanzaron la suma de \$380 millones (representando el 2% de las inversiones negociadas), y en 1999 esta suma ascendió a \$144 mil millones de pesos, el 65% de las inversiones negociadas.

c) Opas

De acuerdo con la definición de la Superintendencia de Valores, las Ofertas Públicas de Adquisición, OPAS, tienen lugar cuando un individuo o una sociedad pretende adquirir una participación importante en el capital de una sociedad con acciones inscritas en bolsa y debe ofrecer comprarle a todos los accionistas de la mencionada sociedad⁵⁴.

La información disponible muestra que el volumen transado a través de estas operaciones era sólo de \$49 mil millones en 1996, y se incrementó a \$836 mil millones en 1997, un crecimiento de más de 1000%. En 1998 se redujeron nuevamente en un 48%, e incluso llegaron a cifras negativas (decrecimientos de más de 50%) en los dos años siguientes, cuando el volumen transado volvió a niveles cercanos a los de 1996. En efecto, mientras su participación en el total de operaciones especiales en 1997 era de 14,6%, a junio de 2000 esta se redujo a sólo 1,3% (Gráfico III.1.2.c.1).

d) Martillos

Los Martillos, o remate público de valores, son un mecanismo bursátil para la realización de subastas públicas de paquetes de títulos valores, el cual garantiza la libre concurrencia

⁵⁴ Lo anterior implica sujetarse a todos los requisitos normativos de divulgación y condiciones específicas.

del mercado y la adecuada formación de precios, mediante la aplicación de un procedimiento especial de puja⁵⁵.

Estas operaciones han venido perdiendo paulatinamente importancia dentro del volumen transado en el mercado, y pasaron de \$818 mil millones en 1996, a \$53 mil millones en 1999, y a un valor nulo en el 2000. En consecuencia, su participación dentro de las operaciones especiales pasó de 15% en 1996 a 0% en 2000 (Gráfico III.1.2.d.1).

La irregularidad de este tipo de operaciones es explicable por cuanto dependen en buena parte de procesos de privatizaciones de empresas, fusiones, procesos de inversión extranjera en empresas, entre otras, las cuales se dan en situaciones especiales y no con una frecuencia regular.

e) Instrumentos de cobertura de riesgo

Dado que es imposible anticipar el desarrollo de algunas variables relevantes, en particular en presencia de incertidumbre, es necesario que el mercado cuente con mecanismos que le permitan a los inversionistas, generalmente en mayor o menor grado aversos al riesgo, cubrirse de esta eventualidad. En este sentido, el mercado de capitales debe contar con un buen número de agentes que, con diferentes instrumentos de cobertura, permitan contrarrestar el riesgo. Esto además es indispensable para lograr una mayor eficiencia y una menor volatilidad del mercado a nivel agregado, entendidos estos conceptos como una menor predictibilidad en los precios y que éstos incorporen la información existente de manera que se acerquen al máximo a los precios de equilibrio, así como una menor frecuencia en la variación de los retornos⁵⁶.

En teoría, si existieran títulos para todas o la mayoría de las futuras contingencias, los inversionistas podrían construir portafolios de cobertura y asignar los recursos en forma eficiente, lográndose corregir algunas imperfecciones del mercado. En la práctica, es imposible que el riesgo sea cubierto en su totalidad pero un sistema de cobertura sofisticado es un factor fundamental para lograr una asignación más eficiente de los recursos y atraer un mayor número de inversionistas al mercado.

En Colombia, un país caracterizado por una volatilidad no despreciable, los instrumentos de cobertura de riesgo son limitados y aún poco sofisticados. El riesgo de la economía puede medirse de muchas maneras. En especial, dado que es un fenómeno relacionado con el futuro, debería cuantificarse con variables que miren hacia adelante, como por ejemplo la evolución del precio de una opción o de cualquier otro producto que dé el derecho a comprar o vender un activo en el futuro. Sin embargo, la falta de este tipo de herramientas en el país hacen necesario analizar el riesgo con variables pasadas mirando la volatilidad de

⁵⁵ Definición, Superintendencia de Valores.

⁵⁶ Una discusión sobre la relativa ambigüedad de estos conceptos se presenta en el capítulo II y se basa en Fama (1991).

las mismas⁵⁷. Como se mencionó en el capítulo II de este documento, la volatilidad en Colombia aumentó especialmente desde la segunda mitad de la década de los noventa, desde la perspectiva de la tasa de interés, la tasa de retorno de los valores, la tasa de cambio y la inflación.

A pesar de lo anterior, la oferta de instrumentos de cobertura de riesgo en el país era mínima hace una década, y muy limitada hasta mediados de los noventa sin ningún avance significativo en los años recientes. La lista de los instrumentos de cobertura utilizados en Colombia se compone de: operaciones a plazo, carruseles o instrumentos de futuro de renta fija, *swaps* de títulos de valores y operaciones a plazo sobre índices y *forwards* de tasa de cambio.

En la siguiente sección se analizará en detalle qué tan generalizada ha sido la utilización de cada uno y el peso relativo de los ingresos derivados de estas operaciones, al tiempo que se tratarán de identificar los principales problemas que enfrentan los agentes para la utilización de dichos mecanismos.

Operaciones a plazo

Este tipo de operaciones⁵⁸ constituye el paso inicial para el desarrollo de los instrumentos de cobertura. Pueden hacerse sobre valores o sobre renta fija, y consisten en que, en un momento del tiempo, se pacta la compra-venta de un valor cuyo cumplimiento se hará efectivo en una fecha posterior⁵⁹, es decir, la entrega y el pago correspondiente.⁶⁰

Las operaciones a plazo pueden ser de cumplimiento efectivo o de cumplimiento financiero. En las de cumplimiento efectivo, hay un pacto de entregar o recibir en el futuro una cantidad dada de acciones por parte del vendedor, y de pagar un precio determinado por parte del comprador. En esta modalidad, las fechas están estandarizadas con el objeto de propiciar una confluencia de compradores y vendedores en la formación de un precio. Tanto el comprador como el vendedor deben garantizar el cumplimiento con un depósito

⁵⁷ Una manera de mirarlo es a través de su desviación estándar.

⁵⁸ El resto de operaciones, que son la mayor parte, se realizan de contado, es decir aquellas cuyo cumplimiento se realiza el mismo día de negociación o dentro de los cinco días siguientes para renta fija y seis días para acciones.

⁵⁹ Superior a cinco días para renta fija y seis para acciones, pero no superior a 365 días calendario.

⁶⁰ En una fecha convenida, el vendedor se compromete a entregar al comisionista de bolsa el título objeto de venta; el comprador a girar el valor correspondiente; y el comisionista a girar el valor en los términos acordados inicialmente al vendedor y a la vez entregar el título al comprador. Al igual que en caso de futuros, en este tipo de operaciones se exigen garantías ajustables a lo largo del plazo de la operación. Las garantías de estas operaciones contempladas en la Resolución 1200 de 1995 fueron modificadas por la Resolución de la Superintendencia de Valores 1264 del 29 de noviembre de 1996 y posteriormente se impartieron instrucciones sobre estas garantías en la circular externa 012 del 12 de diciembre de 1996.

llamado garantía básica que equivale al 10% si la operación es sobre acciones de alta o baja bursatilidad⁶¹ y del 20% si es de baja o mínima bursatilidad⁶².

Las operaciones de cumplimiento financiero difieren de las anteriores en el sentido en que, en este caso, en el momento de cumplimiento de la operación a plazo no se entrega el título físico, sino se debe entregar el diferencial de dinero entre el precio establecido en la operación a plazo y el precio de mercado de la acción correspondiente el día de cumplimiento. Estas operaciones sólo pueden hacerse sobre títulos de alta bursatilidad, sobre índices de rentabilidad (DTF), índices de cambio (TRM), o índices bursátiles, y tienen la ventaja que permiten un cierto nivel de cobertura.

Las operaciones a plazo han mantenido una participación en el total transado relativamente estable desde 1995, en promedio contribuyendo con el 3%. En 1998 y 1999 se presentó un leve incremento en la participación de estas operaciones alcanzando 4,6% y 3,8% respectivamente, pero de nuevo en el 2000 se ubicaron cercanas al promedio del período (Cuadro III.1.2.e).

Operaciones a plazo sobre índices y forwards de tasa de cambio

En este orden ideas, uno de los mecanismos utilizados por los agentes para protegerse del riesgo futuro, son las operaciones a plazo sobre índices. Las bolsas y sus agentes están en capacidad de negociar a plazo el valor de ciertos índices, como por ejemplo, los de precios de las acciones, los de rentabilidad de los mercados de renta fija, o los indicadores de la tasa de cambio. Estas operaciones parten del mismo principio de las operaciones a plazo y consisten en apostarle al valor futuro de un indicador, con el fin de protegerse contra fluctuaciones adversas de estas variables.

Las operaciones *forward* sobre la tasa de cambio son uno de los tipos de contratos que se hacen con este principio. En esta modalidad, un comprador se obliga a comprar y un vendedor a vender un monto de divisas determinado a un precio también determinado a una fecha futura, o bien se establece una tasa de referencia (por ejemplo la Tasa Representativa del Mercado) para que el comprador o 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 y exportación.

Con base en la normativa de 1998⁶³, y con el fin de ofrecer nuevos productos al mercado, la Bolsa de Bogotá desarrolló las operaciones a plazo de cumplimiento financiero, OPCF,

⁶¹ El índice de bursatilidad accionaria (IBA) clasifica una acción como de alta, media, baja o mínima bursatilidad. Mide la comerciabilidad o liquidez de una acción determinada por la frecuencia, número de operaciones y volúmenes negociados mensualmente en el mercado secundario.

⁶² Esta garantía básica puede ser ajustable en función del "riesgo de posición", el cual mide la diferencia entre el valor del compromiso a plazo y el valor en el mercado de contado. Existe riesgo para el comprador cuando el precio de compra futuro es mayor al de contado, y la garantía debe ajustarse en función de este riesgo.

estableciendo nuevos contratos versados, además de la TRM, sobre la DTF. Lo anterior se hizo bajo el argumento de que la coyuntura del mercado de valores presenta alta volatilidad en las tasas de interés y gran incertidumbre, y el impacto de las diferentes variables en la estructura financiera y en el valor de los portafolios requieren de herramientas para evaluar nuevas estrategias en la negociación y manejo de riesgo asociado.

El contrato sobre la DTF permite cubrir el riesgo de las entidades financieras obligadas a hacer Gestión de Activos y Pasivos (GAP) para controlar el riesgo en tasa de interés, así como los riesgos de mercado de todas aquellas entidades que administran portafolios de renta fija. Por su parte, el contrato sobre la TRM permite cubrir el riesgo de las entidades del sector real cuyo flujo de ingresos o de egresos se realiza en divisas y, adicionalmente, permite a las entidades financieras con posición propia en divisas, cubrir su riesgo de "GAP" para controlar el riesgo en la tasa de cambio y realizar coberturas sobre sus posiciones especulativas en dólares. Esto hace de las Operaciones a Plazo de Cumplimiento Financiero el instrumento derivado más cercano a un contrato de futuros, como paso preliminar y necesario para el desarrollo de una bolsa de futuros.

Instrumentos de futuros en renta fija (carruseles)

Los instrumentos de renta fija son títulos de deuda que ofrecen una remuneración sobre el dinero invertido en ellos, y se negocian tanto en las bolsas de valores como en el mercado financiero extrabursátil. La remuneración de estos títulos está preestablecida y es determinada en el momento mismo de la compra del instrumento, por lo que estos papeles reciben el nombre de renta fija. Esta renta se materializa bien sea a través de un descuento sobre el valor nominal del título, o de un pago de interés. Los emisores de los títulos deben reembolsar el capital al final de la vida del título o durante su vigencia (pagos de capital).

La diferencia entre los plazos de disponibilidad de liquidez y los de vida de los títulos, y la necesidad por parte de los inversionistas de tener liquidez antes del vencimiento del título, resultó en la aparición en 1987 de las operaciones carrusel, el primer derivado utilizado en el mercado colombiano. A través de ellas, el inversionista puede asegurar, desde el momento de la adquisición del título, un comprador del mismo para la fecha en que requiere la liquidez, a un precio fijado desde el comienzo. Se asegura de antemano una tasa con el fin de evitar una pérdida derivada de variaciones de la tasa de interés del mercado en el futuro.

Este instrumento consiste entonces en sucesiones de operaciones predefinidas (un conjunto de dos o más operaciones) que se celebran en forma simultánea sobre un mismo título, el cual tiene un plazo de vencimiento⁶³. Este plazo, o la vida de este título, se estructura en tramos durante los cuales el conjunto de tenedores termina repartiéndose la remuneración ofrecida por el papel, que corresponde a la originalmente ofrecida. La suma de los períodos

⁶³ En 1998, mediante una resolución de la Supervalores (Res. 0457 del 15 de julio) se modificaron las Operaciones a plazo de cumplimiento efectivo y cumplimiento financiero.

⁶⁴ Algunas operaciones de la secuencia pueden no ser bursátiles.

en que cada uno de los participantes en la operación posee el título, coincide con el total del plazo de maduración del mismo, y los compromisos de compraventa futuros definen la propiedad del título.

En las operaciones carrusel las sociedades comisionistas actúan en la consecución de la cadena de inversionistas que participan sucesivamente en la propiedad y tenencia del título, y realizan la colocación, originada en una operación de bolsa, de uno o varios títulos de las mismas características.

Su gran ventaja es que permite aislar la liquidez futura de un título de la del resto de la economía, lo cual lo convierte en un instrumento poderoso para medir las expectativas sobre la liquidez futura de la economía, además de que sirve para facilitar la planeación de la liquidez de los portafolios. Sin embargo, este instrumento es sensible a cambios bruscos e inesperados de las tasas de interés y su principal desventaja radica en la iliquidez en la medida en que los títulos involucrados en un carrusel no pueden venderse antes del plazo pactado.

Entre las diferentes operaciones que realizan las firmas comisionistas, los carruseles han perdido importancia en los últimos años. En 1995 las sociedades comisionistas de bolsa dedicaron el 6,4% de sus operaciones a los carruseles y transaron aproximadamente \$1,6 billones por este concepto. En 1996 esta suma aumentó a \$2 billones, pero su participación dentro del volumen total transado disminuyó levemente a 5,7%. En 1997 se presentó una caída significativa del valor transado en estas operaciones equivalente a 32%, tendencia que se mantuvo en el tiempo al punto en que la participación de este tipo de operaciones en 1999 fue de sólo 0,9%, un valor transado de \$430 mil millones. En el 2000, la participación cayó aún más, a 0,3% (Gráfico III.1.2.e.1).

En particular, la fuerte caída en este tipo de la operaciones se dio en 1998 cuando el volumen transado fue menos de la mitad que el año anterior (descenso de 58%) y la participación dentro del total de operaciones especiales pasó de 36,5% a 5,8%. Esto coincidió precisamente con el enorme aumento de las tasas de interés (la DTF pasó de 24,1 promedio en 1997 a 32,6 promedio en 1998), factor que muy probablemente desestimuló la realización de este tipo de actividad. Pero a pesar de la caída de las tasas de interés en los años siguientes, (en 1999 bajaron a un promedio de 21,3% y a 12,2% en 2000), las transacciones de carruseles siguieron siendo muy bajas, debido en parte a que no se ha logrado despejar la gran incertidumbre que existe sobre el comportamiento de las tasas de interés.

Operaciones *swaps*

Los *swaps* de valores⁶⁵ consisten en el intercambio de títulos, que se ajusta de manera tal que se logren condiciones de indiferencia. Se trata de un conjunto de transacciones individuales mediante las cuales se concreta el intercambio de flujos futuros de valores. En

⁶⁵ Estas operaciones aparecieron en Colombia en 1993.

ellas, un individuo intercambia parte o la totalidad de su portafolio por un nuevo conjunto de títulos con condiciones diferentes, asegurando un rendimiento determinado en el tiempo, pero cuyo resultado final es una reestructuración de portafolios.

El intercambio de tales títulos puede tener propósitos de liquidez, tasa, plazo o emisor, y puede generar diferentes modalidades de reestructuración de portafolios. Se pueden hacer intercambios de títulos valores de un plazo mayor; tasas de interés de una tasa variable a una fija; o intercambio de deudas por acciones. Esto se hace con el fin de generar liquidez, incrementar la tasa, disminuir el plazo o reemplazar emisores del portafolio.

Desde mediados de la década se dio un desarrollo importante de estas operaciones al punto que se transaron \$1,3 billones en 1995 y cerca de \$2,3 billones en 1996 (el 35% y 42% del total de operaciones especiales en dichos años). En 1997 se registró una fuerte caída de 75%, pero se recuperó al año siguiente cuando se transaron cerca de \$5,7 billones de pesos. En los años recientes, los *swaps* han sido la primera cuenta en importancia dentro del total de operaciones especiales.

A pesar de la fuerza que han tenido en el mercado, estas operaciones se vieron afectadas por la introducción de una nueva normativa en relación con el concepto de valoración de los títulos. Mediante resoluciones expedidas por las Superintendencias Bancaria y de Valores⁶⁶ que buscaban, entre otros factores, controlar y hacer revelar a las entidades la verdadera situación de los instrumentos en el mercado, se estableció que la tasa de descuento que se debe usar para hallar el valor contable de los títulos no es la facial sino la que fije el mercado (valoración a precios de mercado). Con esto, la sustitución de un título de corto plazo por uno de largo plazo implica un cambio en la tasa de descuento que se usa para calcular el valor presente. Y como la tasa de largo plazo es generalmente mayor a la de corto plazo, al calcular el valor presente se incurrirá en una pérdida que ha de ser provisionada .

A pesar de que con la entrada en vigor de esta norma se cambió por completo el escenario de realización de los *swaps*, estas transacciones siguen teniendo sentido si se tiene en cuenta que la curva de rendimientos es irregular y el aumento de las tasas de interés de algunos plazos no arrastra el conjunto de tasas a plazos mayores. En este sentido, sigue siendo útil para un inversionista procurarse liquidez cuando la necesita, cambiando su portafolio y sustituyendo sus inversiones de corto plazo por unas de más largo plazo, modificando las condiciones de tasas y el tipo de emisor, sin incurrir en una pérdida. En efecto, en 1998 el volumen transado en operaciones swap representó el 10,9% del total y el 56% de las especiales. En el 2000, su participación dentro de las operaciones especiales alcanzó el 55%, a junio esto representó \$1,1 billones de pesos (Gráfico III.1.2.e.2).

⁶⁶ Resoluciones 96 y 200 de xx.

2. Análisis de estados financieros

2.1 Estructura de ingresos operacionales

La diversidad que se ha dado en las operaciones desde mediados de la década de los noventa, especialmente el aumento de las OCP, y en menor medida el importante aumento de algunas operaciones especiales, ha tenido un efecto notorio sobre la estructura de ingresos de los comisionistas.

Los ingresos totales de las firmas comisionistas han mostrado una tendencia creciente desde 1995. A pesar de haberse visto afectados por la crisis principalmente en 1997, año en que cayeron 23% real con respecto a los ingresos del año anterior, el crecimiento real promedio desde 1995 fue de 1,8%. En 1998, el crecimiento real agregado de los ingresos de las firmas fue de 6,5%, y en 1999 alcanzaron la suma de \$157 mil millones de pesos lo que equivale a un crecimiento real anual de 3,5% (Gráfico III.2.1).

Las firmas grandes han mostrado la mejor evolución en cuanto a los ingresos operacionales totales, ya que la firma promedio de este grupo mostró un crecimiento de 12% real de 1995 a 1999. La firma mediana promedio presentó un crecimiento de 3,8% en sus ingresos en este mismo lapso de tiempo, mientras que la pequeña promedio, que fue la más golpeada por la crisis, mostró una caída real en sus ingresos de 9,7% (Gráfico III.2.1).

Como se mencionó al principio del capítulo, la fuente de ingresos de los agentes de bolsa ha ido cambiando con el tiempo, y desde mediados de la década, los ingresos por operaciones diferentes a comisiones han adquirido importancia. En efecto, los contratos de comisión han cedido terreno a las OCP y a los honorarios y servicios. Cabe recordar que en 1999 las OCP generaron aproximadamente el 45% de los ingresos, y la administración de los fondos de valores cerca de 9%.

Ingresos por comisiones

Además de haberse producido un cambio importante en las diferentes fuentes de ingresos a favor de operaciones diferentes a las comisiones, también se observa una transformación y diversificación de las actividades que generan comisiones como resultado de la incursión en nuevos negocios por parte de los comisionistas. Aunque los ingresos derivados de los contratos simples de comisión siguen representando la mayor parte de las comisiones, ha habido un incremento de las comisiones derivadas de otras actividades como la administración de fondos de valores o de inversión.

a) Los contratos simples de comisión

Un análisis detallado de esta cuenta muestra que en 1995 el rubro más importante dentro de los ingresos por comisiones era el contrato simple de comisión, representando el 92% del total, mientras el resto de rubros representaban el 2% proveniente de la administración de fondos de valores e inversión, y el restante 6% explicado por los ajustes por inflación. Poco a poco, los contratos por comisión fueron perdiendo importancia, y la administración de fondos de valores y de inversión pasó a jugar un papel significativo en la cuenta de comisiones. En 1999, para el total de firmas comisionistas, los contratos por comisión representaron el 78%, mientras que la administración de fondos de valores y de inversión pasó a participar con 17% (Gráfico III.2.1.a.1).

Este fenómeno ha sido característico del grupo de firmas grandes, en las cuales los contratos por comisión pasaron de representar el 90% en 1995 al 73% en 1999, habiéndole cedido la totalidad de los 17 puntos restantes a la administración de fondos de valores y de inversión. Aunque tanto en el grupo de firmas pequeñas y medianas se puede observar la misma tendencia, ésta no es tan marcada y los contratos por comisión siguen jugando un papel primordial en la cuenta de ingresos por comisiones (Gráfico III.2.1.a.2).

En el caso particular de Interbolsa (y a diferencia del promedio de las grandes firmas), los ingresos por comisiones han provenido exclusivamente de contratos simples de comisión, y no se han registrado ingresos por la administración de fondos de valores e inversión, ni por actividades de corretaje (Cuadro III.2.1.a.3).

b) Administración de valores y portafolios

Las firmas comisionistas están en capacidad de administrar valores de sus clientes con el fin de realizar el cobro del capital y sus rendimientos y reinvertirlos de acuerdo con las instrucciones del cliente. De igual forma, están autorizadas a administrar portafolios de valores de terceros.

La administración de valores ha ido ganando participación entre la cuenta de ingresos por comisiones, si bien los ingresos derivados de estas actividades aún son pequeños. En 1994, la administración de valores participaba con el 0,04% de los ingresos por comisiones para el total de firmas comisionistas, porcentaje que fue aumentando muy lentamente hasta alcanzar un 0,38% en 1998 y de 0,48% en 1999 (Gráfico III.2.1.b.1).

La participación de ingresos por administración de portafolios es todavía más débil que la de valores. Esta cuenta no tuvo ninguna participación en los ingresos por comisiones hasta 1998, año en el que participó con 0,13%, cifra que descendió hasta 0,03% en 1999.

Han sido pocas las firmas comisionistas que han realizado este tipo de actividades, Interbolsa por ejemplo no obtiene ingresos por comisión por ninguna de ellas, pero en particular han sido las grandes firmas.

En efecto, la administración de valores tiene una participación mayor en los ingresos por comisiones de las firmas grandes, y mientras en 1995 esta cuenta participaba con 0,02%, en 1999 este porcentaje aumentó a 0,6%, equivalente a valor de \$378,6 millones, un rubro de todas maneras muy poco importante.

Por su parte, la participación de esta cuenta en las firmas medianas también ha aumentado levemente en los últimos años, pero es aún menos significativa que en las de mayor tamaño. La administración de valores comenzó a contribuir en 1995 con el 0,01% y alcanzó su máxima participación en 1998 con 0,15%, lo que les representó un ingreso total del grupo de \$38 millones, pero en 1999 este porcentaje disminuyó nuevamente a 0,09%. En las sociedades pequeñas, en cambio, los ingresos por comisión por administración de valores sólo generaron ingresos a partir de 1996, año en que estos representaron el 0,08% de los ingresos por comisiones, contribución que aumentó a 0,23% en 1999, alcanzando una suma total de \$15,6 millones (Gráfico III.2.1.b.2).

En forma consistente, las únicas firmas que desde 1998 empezaron a recibir comisiones por la administración de portafolios fueron las grandes, que obtuvieron \$108 millones por este concepto, el 0,2% del total de ingresos por comisiones. Sin embargo, en 1999 esta participación bajó a 0,04%, reduciéndose su valor a \$24 millones (Gráfico III.2.1.b.3).

c) Construcción y administración de fondos de valores y administración de fondos de capital extranjero

Otra de las actividades que los agentes de bolsa pueden realizar es la estructuración y administración de fondos de valores⁶⁷, una figura que les permite agrupar un conjunto de clientes en un portafolio colectivo con características determinadas previamente. Adicionalmente, la ley los ha autorizado a ampliar su cobertura geográfica a través de filiales⁶⁸.

Estos fondos pueden ser abiertos (los suscriptores pueden redimir su participación en cualquier momento con intervalos inferiores a un año⁶⁹), o cerrados (los suscriptores sólo pueden redimir su participación con intervalos iguales o superiores a un año). Este tipo de

⁶⁷ Las firmas que administren fondos de valores deben establecer una separación entre esta actividad específica y las demás que desarrolle el intermediario, asignándole a un representante legal la responsabilidad por el manejo del fondo.

⁶⁸ Contribuyó a esta medida la participación más intensa de las Tesorerías de las entidades financieras en las transacciones bursátiles a partir de la ley 45 de 1990, que estableció la posibilidad, para las entidades financieras de participar, a través de filiales, como comisionistas en las bolsas. Esto implicó la sociedad de firmas comisionistas con entidades financieras.

⁶⁹ De acuerdo con el respectivo reglamento

operaciones permite a los intermediarios contar con un aporte importante en materia de liquidez, y han contribuido al crecimiento del número y del valor de las transacciones bursátiles.

La administración de fondos de valores ha ganado importancia dentro del rubro de las comisiones. En 1999, para el total de firmas comisionistas, mientras los contratos por comisión representaron el 78% de los ingresos por comisiones, aquellos derivados de la administración de fondos de valores e inversión pasaron a participar con 17% (Gráfico III.2.1.c.1).

Este fenómeno es característico del grupo de firmas grandes, donde la participación de los ingresos por la administración de fondos de valores e inversión ha sido creciente: 4,5% en 1995, 12,6% en 1998. En 1999, esta cuenta ya representaba el 20,6% de los ingresos por comisión para este grupo de firmas.

Por el contrario, en las firmas pequeñas y medianas los contratos por comisión siguen representando cerca del 95% de sus ingresos por comisiones, y las comisiones por administración de fondos de valores e inversión son muy bajas. En 1995, las firmas pequeñas no recibían ingresos por comisión de administración de fondos de valores y en 1999 este rubro participó con el 3,6% del total de ingresos por comisión. En las medianas, esta participación aumentó de 1,5% en 1995 a 7,7% en 1999 (Gráfico III.2.1.c.2).

La consolidación de los fondos de valores ya existentes y la creación de nuevos fondos, no sólo implican una diversificación de operaciones de las firmas comisionistas que los administran, sino que también representan una gran fuente de generación de ingresos para éstas, además de que se constituyen en un gran potencial de inversión y de rentabilidad para los participantes del mercado bursátil colombiano. Resulta interesante ver que el valor neto de los fondos de valores ha aumentado significativamente desde 1993, así como también ha crecido el número de fondos de valores en funcionamiento. En 1993 y 1994 únicamente había 5 fondos de valores en funcionamiento, suma que se elevó a 39 en 1998, manteniéndose igual en 1999. (Cuadro III.2.1.c.3).

Asimismo, el valor neto promedio por fondo también ha mostrado una evolución positiva y, mientras en 1994 este era de 7 mil millones de pesos, en 1999 esta cifra ascendió a 18 mil millones. La caída profunda en el valor neto promedio por fondo que se presentó en 1998 se debió a una caída en el valor total de éstos sumado a una proliferación considerable del número de fondos (Gráfico III.2.1.c.4).

Por otra parte, los comisionistas cuentan con la facultad de administrar fondos de capital extranjero. Evidentemente, buena parte del éxito y del crecimiento de este tipo de operaciones depende de los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia el país, lo cual, no sólo está determinado por factores macroeconómicos, sino además por las condiciones mismas del mercado de valores.

El entorno económico es fundamental, y los fondos de inversión extranjera, antes de invertir en los mercados, hacen una evaluación que tiene en cuenta indicadores macroeconómicos de los países tales como el crecimiento real del PIB, la tasa de inflación, la situación fiscal, monetaria y de balanza de pagos y la posición de reservas internacionales. Intervienen también en el análisis los avances en materia de reformas estructurales, el estado del sector financiero (liberalización, solvencia, regulación), la estructura impositiva, e incluso variables políticas y sociales como el desempleo, la pobreza y la violencia, entre otras⁷⁰.

En cuanto al mercado de valores, la regulación, la similitud de las normas con estándares internacionales, las garantías, la igualdad en el trato frente a los inversionistas nacionales y el desarrollo mismo del mercado de valores (liquidez, capitalización, sofisticación en los procesos de transacción, número de compañías inscritas, volumen transado), son algunos de los principales indicadores que determinan las decisiones de inversión.

En este sentido, los comisionistas tienen un control relativo sobre la evolución de este tipo de operaciones pues, en términos generales, ésta depende en buena parte de elementos que están fuera de su dominio. Sin embargo, la estructura particular de cada firma (eficiencia, modernización en los métodos de transacción, solvencia, liquidez, etc.), contribuye al interés de los fondos de capital extranjero. Por esta razón, y por el interés de las firmas de capturar dichas inversiones, la facultad de administrar dichos fondos contribuye a una mayor eficiencia y competencia de los intermediarios de valores.

En Colombia, como sucedió en otras economías emergentes, el flujo masivo de capitales internacionales externos a principios y mediados de la década, permitió un crecimiento importante de los fondos extranjeros: en 1996 existían 156 fondos de inversión autorizados, en su mayoría provenientes de Estados Unidos y Gran Bretaña. Al finalizar el 2000, el número de fondos aprobados ascendió a 303. Los efectos de la crisis económica internacional y de la recesión del país se comenzaron a sentir a partir de mediados del 98, esto se reflejó no sobre el número de fondos que funcionaban en el país, sino más bien sobre el valor de su portafolio. Esta situación fue ilustrada en detalle en el Capítulo II, sección 2.2.1.a).

Sin embargo, su desarrollo sigue siendo limitado y prueba de ello es que la administración de fondos de capital extranjero no representa una fuente significativa de ingresos por comisiones. Para el total de firmas, la participación de este rubro ha oscilado entre 0,01% y 0,03% entre 1995 y 1999.

⁷⁰ Misión de Estudios del Mercado de Capitales, 1996, pág. 90.

d) Comisiones por corretaje

Por último, en la cuenta de comisiones se destaca el pobre papel que ha jugado el corretaje de valores⁷¹, aun cuando en 1999 se observó una participación mayor de esta actividad. Este rubro comenzó a participar en 1998, con un minúsculo 0,1% del total de ingresos por comisiones, actividad que al año siguiente elevó su participación a 3,5% para el total de firmas comisionistas (Gráfico III.2.1.d.1).

Ingresos por inversiones cuenta propia

El incremento de las operaciones cuenta propia descrito en la sección III.1.2 que ha tenido lugar desde mediados de la década, ha generado a las firmas comisionistas un importante aumento de los ingresos por este concepto. Los ingresos derivados de las OCP han crecido a tasas reales sorprendentes. En 1996 estos fueron más de 8 veces mayores a los del año anterior, y en 1999, a pesar de la crisis económica del país, presentaron una tasa de crecimiento anual real de 32% (Gráfico III.2.1.2.1).

Por otra parte, en 1999 estos ingresos representaron el 45% de los ingresos operacionales totales (frente a 2% en 1995), siendo el segundo rubro en importancia después de los contratos de comisión (Gráfico III.2.1.2.2).

Dentro del total de ingresos por OCP, los ingresos por inversiones en cuenta propia han sido una cuenta cada vez más importante, pero la fuente principal de ingresos son las utilidades derivadas de la venta de estas inversiones. En 1995 las inversiones en OCP generaron el 35% de los ingresos totales por OCP, y las utilidades derivadas de la venta de inversiones en OCP el 54%. Cabe anotar sin embargo que para la mayoría de firmas los ingresos generados por los rendimientos de las inversiones OCP predominó sobre el resto de fuentes, pero los grandes comisionistas obtuvieron gran parte de sus ingresos a partir de las utilidades derivadas de la venta de inversiones cuenta propia en el mercado secundario, lo cual llevó a que en el agregado, el valor de las utilidades por venta de inversiones fuera dominante. A partir de 1996 los diferentes grupos siguieron misma tendencia, y la brecha entre las dos fuentes de ingresos se profundizó con el tiempo. Ya en 1999 las utilidades derivadas de la venta de inversiones representaron el 90,3% para el total de las firmas grandes, mientras los ingresos por rendimientos de inversiones fueron apenas el 9,7%. (Gráfico III.2.1.2.3).

Lo anterior muestra que desde mediados de la década, la venta de valores ha generado mayores utilidades que la rentabilidad derivada de mantenerlos. Esto es consistente con el

⁷¹ El corredor de valores es aquella persona o entidad, que actúa como intermediario entre un comprador y un vendedor en transacciones de valores, cobrando una comisión. El corredor actúa como agente; es decir, no toma ninguna posición propia ni siquiera con duración temporal, simplemente se limita a unir dos posiciones (compra-venta) al precio que resulte satisfactorio para las dos partes.

hecho de que las transacciones se hacen en mayor medida en el mercado secundario, y en forma creciente, sugiriendo esto un gran movimiento de estos títulos vendidos en este mercado.

Un análisis por grupos según el tamaño de las firmas muestra que, en 1995, el total de ingresos por OCP de las firmas pequeñas provino de las inversiones en estas operaciones. En las firmas medianas estos representaron el 3,1% de sus ingresos OCP, mientras que para las grandes el porcentaje fue de 56%. Desde 1996 la composición de los ingresos por cuenta propia fue cambiando y las utilidades por la venta de inversiones en OCP fueron adquiriendo cada vez mayor importancia especialmente en las firmas grandes y pequeñas. En las primeras, en 1999 se redujo la participación de los ingresos por inversiones en OCP a 9,7%, en tanto que las utilidades en ventas de inversiones aumentó su participación a 90,3%. Las firmas pequeñas también cambiaron la estructura inicial de los ingresos por OCP, pasando a recibir el 4,9% de estos recursos por inversiones en OCP y el 95,1% por utilidades en ventas de estas inversiones. Las medianas mantuvieron una estructura de sus ingresos por operaciones cuenta propia estable a lo largo del período con una clara preponderancia de los ingresos por utilidades en venta de inversiones OCP (Cuadro III.2.1.2.4).

Interbolsa no obtuvo ingresos de operaciones por cuenta propia antes de 1996, año a partir del cual éstos adquirieron cada vez mayor importancia. Para esta firma comisionista, la cuenta más significativa ha sido la de utilidades en venta de inversiones por OCP, y en 1999 el 80% de sus ingresos se atribuyeron a utilidades por venta de sus inversiones en el mercado secundario, y el restante 20% a ingresos por inversiones cuenta propia (Gráfico III.2.1.2.5)

Ingresos por Honorarios

a) Asesoría en actividades relacionadas con el mercado de capitales y préstamos con recursos propios para la adquisición de valores

A través de este tipo de actividades⁷², los agentes de bolsa brindan una asesoría a los inversionistas con el fin de promover diferentes alternativas de inversión, lo que los convierte en intermediarios que realizan labores de banca de inversión. Evidentemente su desarrollo va (o puede ir) de la mano de operaciones en las cuales los intermediarios tengan algún tipo de participación en la intermediación, es decir que puede ser más alta en la medida en que los comisionistas intensifiquen sus operaciones de suscripción o *underwriting*.

Es además evidente que el desarrollo de este tipo de funciones de banca de inversión es indispensable en el proceso de financiación de las empresas con instrumentos del mercado

⁷² Autorizada mediante la Ley 45 de 1990

de capitales, ya que pueden contribuir al desarrollo de la emisión de bonos y de acciones por parte de las empresas del sector real como mecanismo de financiación. Esto cumple con el doble propósito de proveer recursos de financiación al sector real por medio del mercado de valores, y de promover el desarrollo del mercado al intensificar la oferta de títulos.

Otro de los negocios en los cuales desde 1990 los comisionistas pueden incursionar, es en la financiación de valores. Estas firmas pueden conceder, hasta por un año, financiación a los clientes con el objetivo de adquirir valores, los cuales deben permanecer a título de garantía en poder de la firma. Esta práctica contribuye al desarrollo del mercado a través de un fortalecimiento de la demanda, en la medida en que facilita y ofrece recursos específicamente para la adquisición de valores.

En Colombia actividades de esta índole por parte de los comisionistas de bolsa han sido reducidas, en parte porque las inversiones con posición propia en acciones también lo han sido, y en parte también por la baja capacidad investigativa en muchas de ellas. Como se mencionó, el crecimiento de inversiones por cuenta propia se ha dado fundamentalmente en títulos más que en acciones. Y a pesar de que en muchos casos las corporaciones financieras y las sociedades comisionistas tienen el perfil adecuado para realizar actividades de banca de inversión, estas entidades han orientado sus negocios hacia otra dirección, y estas asesorías se han concentrado en agencias especializadas. Esta quizás ha sido una de las causas para que la financiación de las empresas con el mercado de capitales sea baja y casi inexistente, tal y cómo se vio en el capítulo II de este trabajo.

En efecto, a pesar de que los ingresos por honorarios son la tercera cuenta en importancia dentro de los ingresos operacionales después de las comisiones y de las operaciones por cuenta propia, y que ha tendido a crecer en los últimos años, su participación en los ingresos totales sigue siendo muy pequeña además se haberse reducido en los años más recientes (Gráfico III.2.1.2.a.1).

En 1994, los ingresos por honorarios representaban el 1,4% del total de ingresos operacionales, participación que aumentó en 1997 a 3,7%, un valor de apenas \$4,2 mil millones. En 1998 los honorarios alcanzaron la suma de \$7,3 mil millones representando así el 5,2% de ingresos operacionales, pero un año después esta participación cayó abruptamente a 1,2% (Gráfico III.2.1.2.a.2).

En la medida en que la promoción del mercado se constituye en un factor fundamental para su desarrollo, es necesario que los comisionistas promuevan agresivamente diferentes alternativas de inversión y reorienten sus actividades hacia la banca de inversión.

2.2 Estructura de costos

Desde 1995 hacia el final de la década ha sobresalido el esfuerzo de las firmas comisionistas por rebajar sus costos operacionales. En particular, las firmas grandes han logrado una reducción considerable de éstos, cuya tasa de crecimiento promedio anual real ha sido de -11,3%. Las firmas pequeñas también han sido efectivas en la reducción de sus

costos, y sólo registraron un aumento real de estos en 1999, equivalente a 3,1%. Las firmas medianas han mostrado un comportamiento irregular, presentando aumentos y disminuciones abruptas de esta cuenta. A pesar de ello, se observa que hoy día presentan menores costos en términos reales que en 1995.

Haciendo el análisis de los costos operacionales con respecto a los ingresos operacionales, se encuentra que las firmas en general se han vuelto más eficientes en sus operaciones. En 1995, cada \$100 pesos que recibían por sus operaciones generaban un costo de \$32,4 pesos. En 1999, esta relación había disminuido a \$18,2.

Las firmas más grandes han sido las más eficientes, ya que de 1995 a 1999 su relación costos a ingresos se redujo de 34% a 17%. Las medianas también lograron una reducción de sus costos con respecto a sus ingresos de 13,5% en este lapso de tiempo, para una relación final de 22%. Las más pequeñas, en cambio, no presentan una disminución en esta relación con respecto a 1995. Sin embargo, vale la pena resaltar que hacia 1997 hubo una fuerte caída en sus ingresos operacionales, lo que no permitió que la reducción en sus costos se reflejara en una mejor relación costos a ingresos. Pero a partir de esta fecha esta relación ha mejorado considerablemente (Gráfico III.2.2.1).

Dentro del total de costos, los administrativos representan cerca del 99% del total de costos operacionales. El porcentaje restante se ha repartido entre costos en operaciones por cuenta propia, en asesorías y calificaciones, y en la prestación de servicios. De estas cuentas, la más significativa ha sido la de costos en asesorías y calificaciones que ha oscilado entre el 0,1% y el 1,5% del total de costos operacionales. Por su parte, los costos en operaciones por cuenta propia y en prestación de servicios han mantenido una participación mínima, ya que como máximo han representado el 0,4% de los costos operacionales, como es el caso de julio de 2000. La cuenta de costos por financiación de valores no ha tenido participación alguna (Gráfico III.2.2.2).

Interbolsa ha mostrado un comportamiento excepcional en cuanto a la relación costos operacionales a ingresos operacionales. Este no solo disminuyó de manera constante de 1995 hacia el final de la década, sino que se ubicó muy por debajo de lo que registraron las firmas grandes como grupo, registrando un porcentaje de 3,3 en 1999 (Gráfico III.2.2.3).

A diferencia de los costos, la cuenta de gastos⁷³, sí muestra cambios en su composición, lo cual es consistente con la evolución de los ingresos y con la incursión en nuevas actividades. En 1991, los gastos operacionales representaban el 97,5% del total de gastos para todas las firmas comisionistas, mientras los no operacionales representaban el restante 2,5%. Esta situación fue cambiando paulatinamente, y en 1994 los operacionales redujeron su participación a 73,0% del total, para luego recuperarse nuevamente, particularmente en

⁷³ Esta cuenta agrupa los cargos administrativos y financieros en que incurren las firmas en el desarrollo de sus actividades económicas al final del ejercicio económico. Los gastos se clasifican en operacionales de administración, deducibles y no operacionales. Las cuentas de gastos se cancelarán con cargo al grupo 59 - Ganancias y Pérdidas.

los años 1996 y 1997, hasta alcanzar 83% en diciembre de 1999, un monto equivalente a \$109 mil millones (Cuadro III.2.2.4).

Como era de esperarse, dado el crecimiento en general de las firmas comisionistas, los gastos operacionales han aumentado paralelamente a la evolución de los ingresos operacionales. Sin embargo, el crecimiento de éstos ha sido proporcionalmente mayor al de los ingresos. Para el total de firmas comisionistas, en 1995, por cada \$100 pesos que recibían por sus operaciones, gastaban \$58 en el ejercicio de esas operaciones. Esta relación fue aumentando gradualmente, y para 1999, sus gastos operacionales representaban el 69,6% (Gráfico III.2.2.5).

La composición de los gastos operacionales se ha mantenido relativamente estable a lo largo de la década. Los gastos de personal son los que mayor participación tienen dentro de la cuenta con un porcentaje que se ha mantenido alrededor del 45% para el total de firmas. Esta participación tiende a ser mayor en las firmas medianas, comportamiento que se ha intensificado hacia 1999. Para las firmas pequeñas, en cambio, esta cuenta no es tan importante ya que posee una participación aproximada de 36%, cifra que ha tendido a ser más baja en los últimos años. Las grandes, tienen gastos en personal que equivalen a aproximadamente el 46% de los gastos operacionales totales, y en 1999 esta participación se elevó a 57% (Gráfico III.2.2.6).

La otra cuenta que tiene una participación significativa, fuera de la denominada “otros gastos”, es la de gastos por honorarios y comisiones que ha tenido una participación promedio desde el 95 de 7,6% para el total de firmas. Ha sido de particular importancia para las firmas pequeñas, contribuyendo con el 12,5% en promedio. Las firmas medianas reparten sus gastos entre las demás cuentas sin que sobresalga alguna en particular, y sus gastos por honorarios y comisiones han presentado un leve aumento con respecto a 1995 participando con el 6% en 1999. Para las grandes, los honorarios y comisiones representan el 4,6% de los gastos operacionales en 1999.

Por su parte, los gastos no operacionales han tendido a aumentar a partir de 1994, situación que ha sido especialmente notoria en los últimos años. En 1998 éstos representaron el 8,4% del total de gastos y en 1999 el 10,6%. Dentro de este tipo de gastos, los financieros han mostrado una participación significativa, 57,7% del total de gastos no operacionales en 1994, alcanzando la suma de \$1,4 mil millones. En 1998 contribuyeron con el 64,8%, cerca de \$6,3 mil millones, valor que aunque aumentó a \$6,8 mil millones en 1999, e implicó una participación menor, de 49,1% (Gráfico III.2.2.7).

El caso de Interbolsa es notorio en el sentido de que la participación de los gastos operacionales es bastante inferior al promedio, habiendo además disminuido considerablemente su participación en los años recientes. Después de que éstos representaron 83,4% en 1994, en 1998 este porcentaje se redujo a 65,3% y a 48,4% en 1999. Este comportamiento resultó de un descenso de los gastos en personal, en especial, durante el período 1996-1998, cuando los gastos operacionales diferentes a personal tuvieron una participación promedio anual de 81%.

Por su parte, los gastos no operacionales de esta firma mostraron un aumento importante y una participación superior al promedio, representando en 1999 28,6% del total de gastos, un cambio significativo teniendo en cuenta que en los años anteriores participaban con cerca de 5%. Dentro de ellos, los gastos financieros son una alta proporción, que además ha sido creciente en el tiempo: en 1996 eran el 76,9% de los gastos no operacionales (lo equivalente a \$59 millones), cifra que aumentó a \$494 millones en 1998, 94,4% de los no operacionales. En el siguiente año hubo un incremento sustancial en los gastos financieros, lo que a su vez generó un aumento muy significativo en los gastos no operacionales, alcanzando un valor de \$2,8 billones, el 98,3% de los gastos no operacionales (Cuadro III.2.2.8).

2.3 Resultado operacional

El aumento en los ingresos operacionales de las firmas comisionistas no ha garantizado una evolución positiva del resultado operacional⁷⁴ del total de firmas, ya que ha estado sujeto a grandes fluctuaciones en los resultados de las firmas medianas y pequeñas⁷⁵, y el comportamiento excepcional de las firmas grandes no ha sido suficiente para jalonar el resultado total. En 1997 el efecto de la caída de los ingresos operacionales y del aumento en los gastos en el estado de resultados fue notorio; el sistema total presentó unas pérdidas operacionales que alcanzaron los \$1000 millones (Gráfico III.2.3.1).

Sin embargo, el comportamiento del resultado operacional varía de manera significativa según el grupo de las firmas. Las firmas pequeñas han presentado pérdidas operacionales crecientes desde 1996. A pesar de que hubo un intento de recuperación en 1998 cuando estas pérdidas no fueron tan grandes con respecto a las de 1997, en 1999 volvieron a caer de manera dramática al alcanzar un valor de \$3 mil millones. Las firmas medianas por su parte, han registrado utilidades operacionales en algunos años, pero no han superado los resultados de las crisis de 1997-1999, dejando un balance de pérdidas para la última mitad de la década. Las firmas grandes, y en particular las del grupo 7, han registrado utilidades en cada uno de los años. A pesar de haberse visto golpeadas por la situación de 1997, la recuperación fue rápida y contundente con respecto al resultado operacional. En 1999 sus utilidades como grupo alcanzaron los \$6,5 mil millones (Gráfico III.2.3.2).

Si bien algunos costos y gastos operacionales no son flexibles, como los que corresponden al personal administrativo, arrendamientos, contribuciones, etc., los ingresos y las comisiones sí varían viéndose afectados por aceleraciones y desaceleraciones en la economía. Esto explica que en los años en que los ingresos se redujeron, los gastos no lo hicieron en la misma proporción produciendo, en consecuencia, una caída en el resultado operacional.

⁷⁴ El resultado operacional contabiliza los ingresos operacionales con sus respectivos costos y gastos.

⁷⁵ Cuyos activos son inferiores a \$4000 millones.

Teniendo en cuenta que el resultado operacional se convierte en un componente del crecimiento patrimonial a través de las reservas y la capitalización, se explica el resultado poco favorable de estos indicadores, en particular de las firmas pequeñas y medianas como se vio en la sección 1.1.1.

Interbolsa ha mostrado utilidades operacionales crecientes en términos reales desde 1996, y el aumento en sus gastos en comparación con el de sus ingresos en 1997 no cambió la tendencia de crecimiento de su resultado operacional. Sus utilidades han sido muy superiores a las del promedio de su grupo, tanto en 1995 como en 1996 -años en los que pertenecía al grupo de firmas pequeñas-, como en años posteriores cuando pasó a formar parte del grupo de firmas grandes (Gráfico III.2.3.3).

Cuadro III.1
NUMERO DE FIRMAS COMISIONISTAS

GRUPO DE FIRMAS*	1995	1996	1997	1998	1999
G1. De \$501 a 600 millones	0	0	0	1	0
G2. De \$601 a 1000 millones	0	3	2	3	3
G3. De \$1001 a 2000 millones	21	12	8	6	7
G4. De \$2001 a 3000 millones	9	8	11	4	9
G5. De \$3001 a 4000 millones	8	7	5	15	8
G6. De \$4001 a 5000 millones	10	8	3	3	4
G7. Más de \$5001 millones	12	20	27	20	19
Total	60	58	56	52	50
Interbolsa	Rank. 53	Rank. 45	Rank. 4	Rank. 1	Rank. 1

* Según su tamaño de activos en pesos constantes de 1999

Fuente: Supervalores

Cálculos: Fedesarrollo

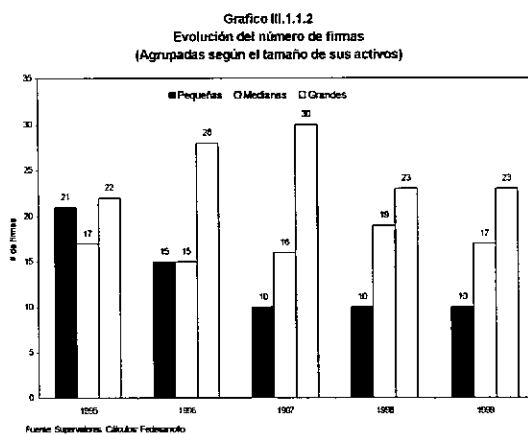
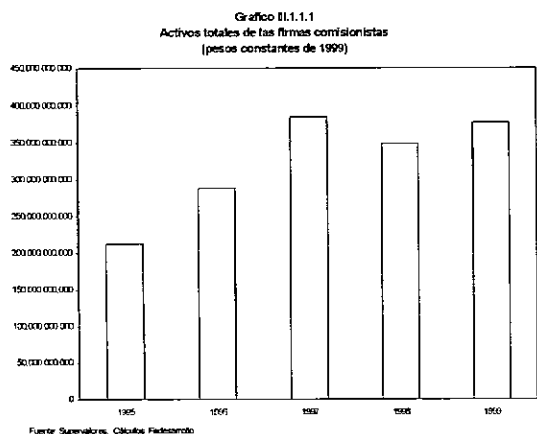


Gráfico III.1.1.3
Evolución de los activos
(millones de pesos constantes de 1999)

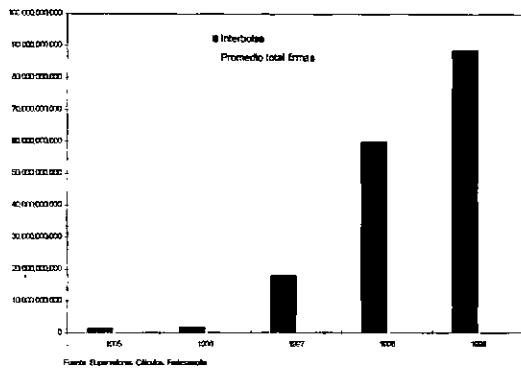


Gráfico III.1.1.4
Participación por grupos en el patrimonio total

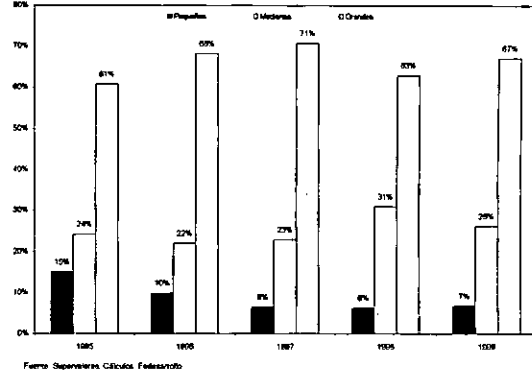


Gráfico III.1.1.5
Participación del patrimonio de Interbolsa en el total del patrimonio
de las firmas comisionistas

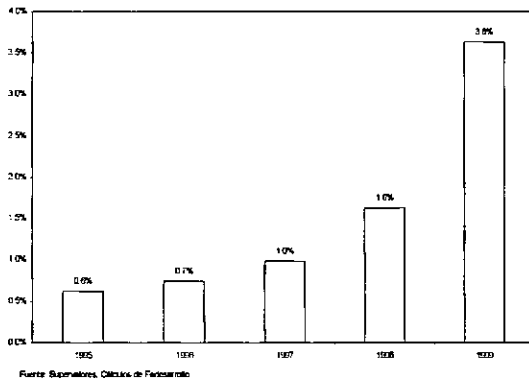


Gráfico III.1.1.6
Ingresos operacionales
(crecimiento real anual)

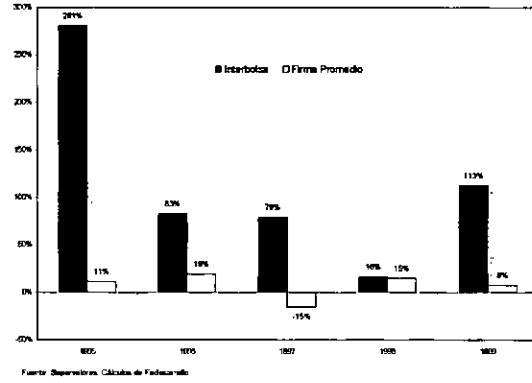


Gráfico III.1.1.7
Participación dentro de los ingresos operacionales totales
por tamaño de firma

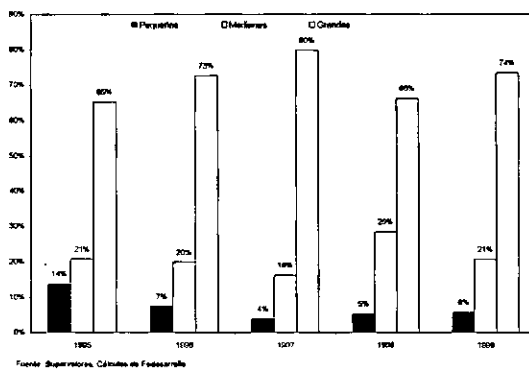


Gráfico III.1.1.8
Capital de trabajo* por tamaño de firmas
(pesos corrientes)

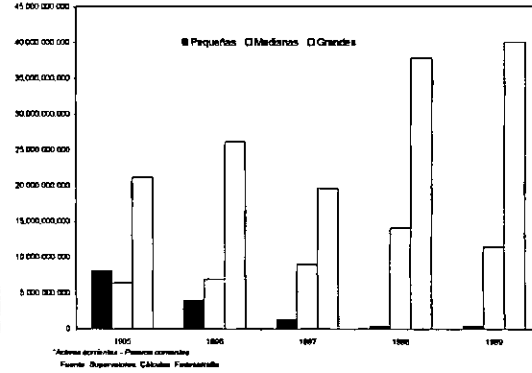


Gráfico III.1.1.9
Capital de trabajo*
(pesos de 1999)

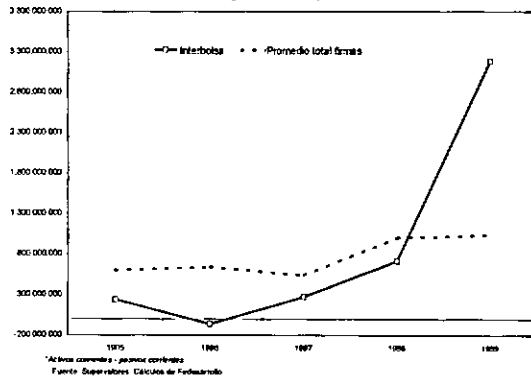


Gráfico III.1.1.10
Razón de solvencia* promedio por tamaño

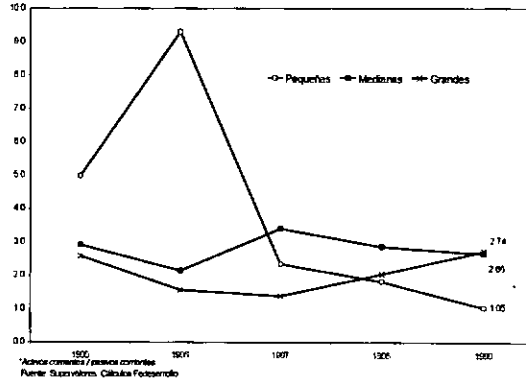


Gráfico III.1.1.11
Razón de solvencia*

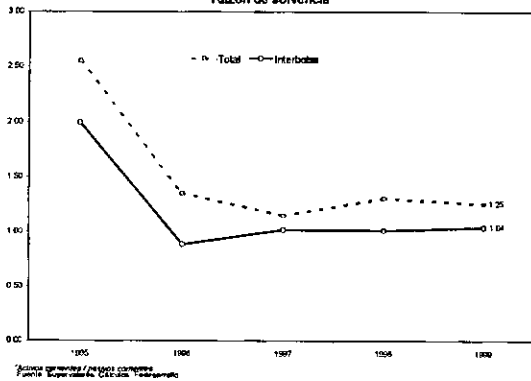


Gráfico III.1.1.12
Razón de endeudamiento* promedio por tamaño

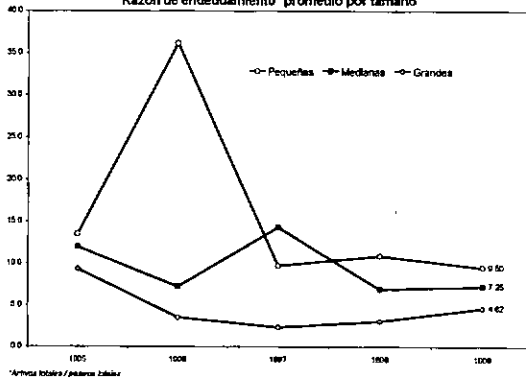


Gráfico III.1.1.13
Razón de endeudamiento*

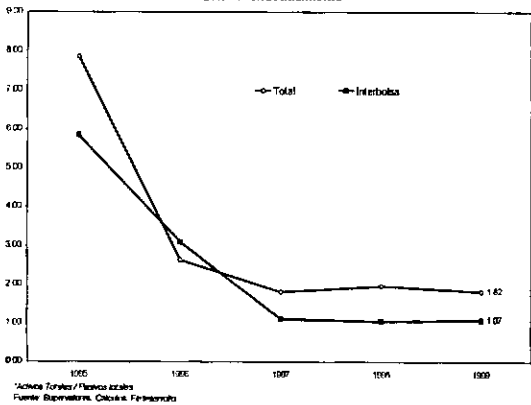


Gráfico III.1.1.14
Margen operacional* total firmas

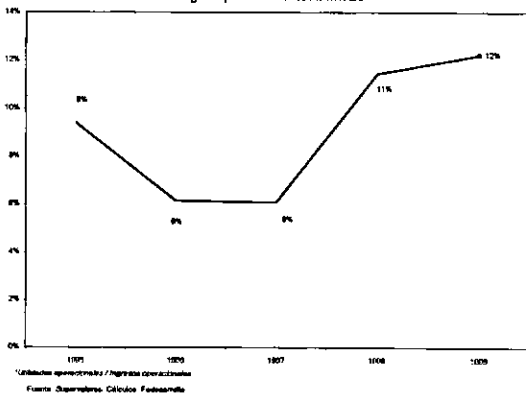
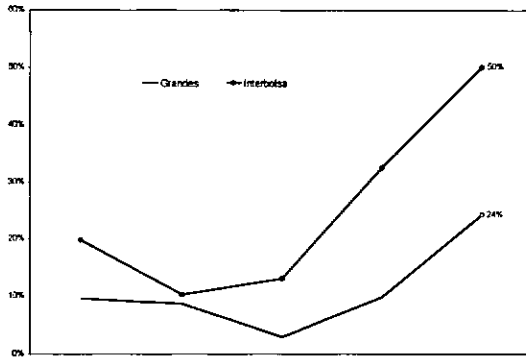
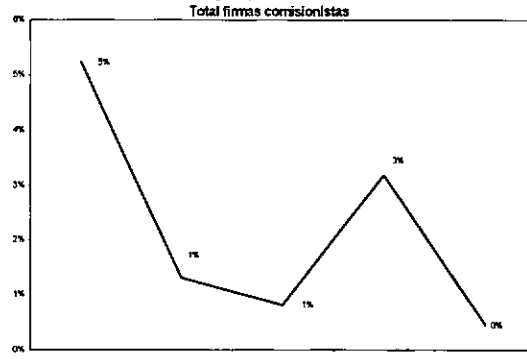


Gráfico III.1.1.15
Margen operacional Interbolsa y firmas grandes



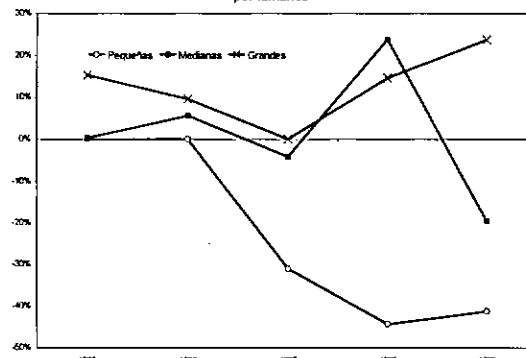
¹ Límites operacionales / ingresos operacionales
Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros

Gráfico III.1.1.16
Margen operacional neto*
Total firmas comisionistas



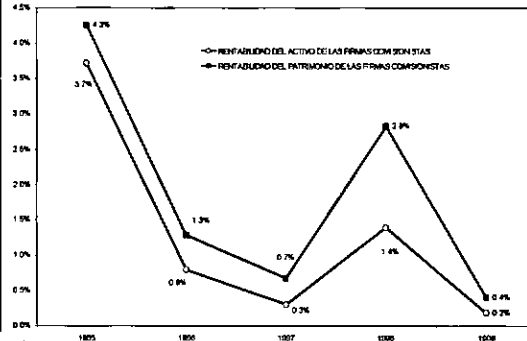
¹ Límites netos de impuesto / ingresos operacionales
Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros

Gráfico III.1.1.17
Rentabilidad del Capital*
por tamaños



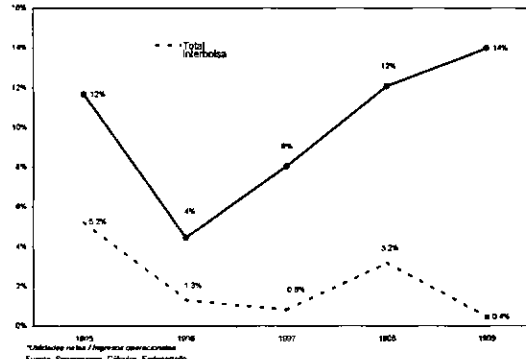
¹ Límites de Capital
Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros

Gráfico III.1.1.18
Rentabilidad del activo¹ y del patrimonio² del total de firmas comisionistas



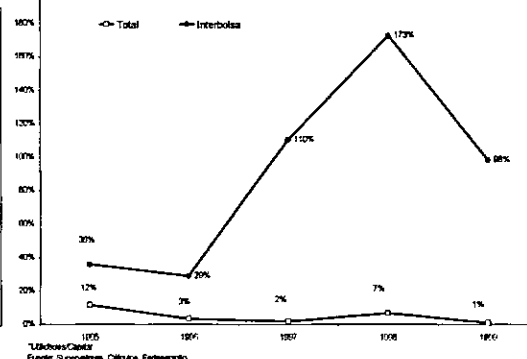
¹ Límites de Activo
² Límites de Patrimonio
Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros

Gráfico III.1.1.19
Margen neto*
Total firmas e Interbolsa



¹ Límites netos de impuesto / ingresos operacionales
Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros

Gráfico III.1.1.20
Rentabilidad del Capital*



¹ Límites de Capital
Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros

Gráfico III.1.1.21
Rentabilidad del activo*
Total firmas e Interbolsa

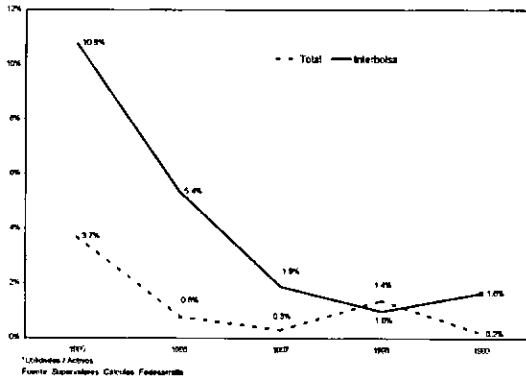


Gráfico 1.2.1
Composición de los ingresos operacionales
Total firmas comisionistas

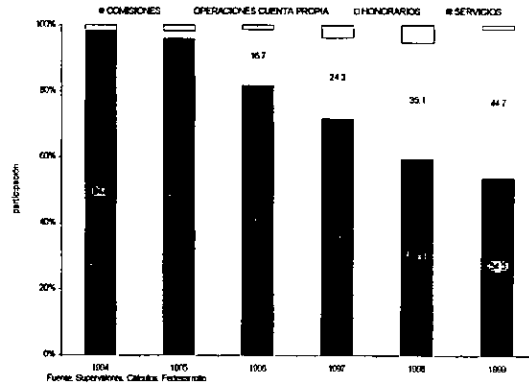


Gráfico 1.2.2
Composición de los ingresos operacionales
(participación porcentual de cada cuenta)

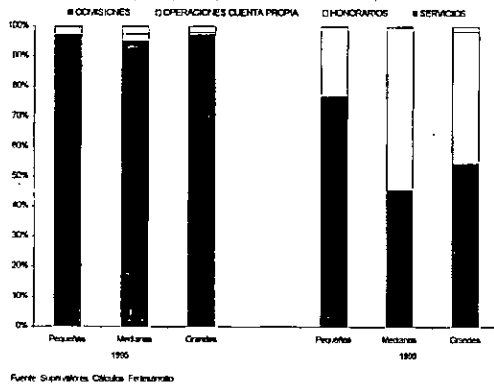


Gráfico III.1.2.3
Evolución de los ingresos operacionales
Pesos corrientes

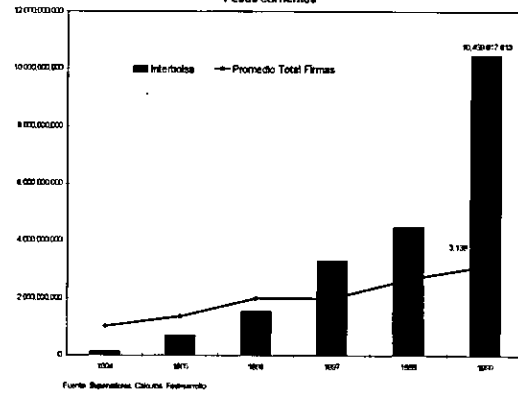


Gráfico III.1.2.4
Composición de los ingresos operacionales
Interbolsa

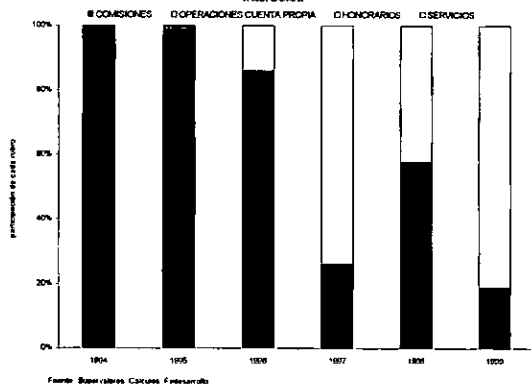
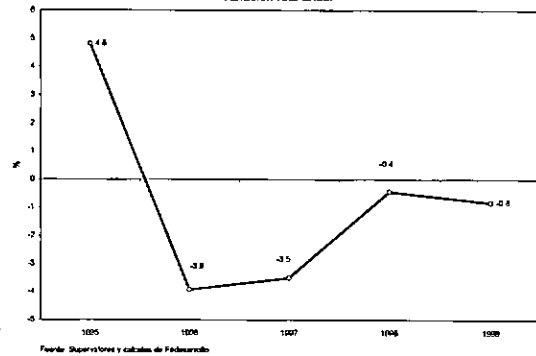
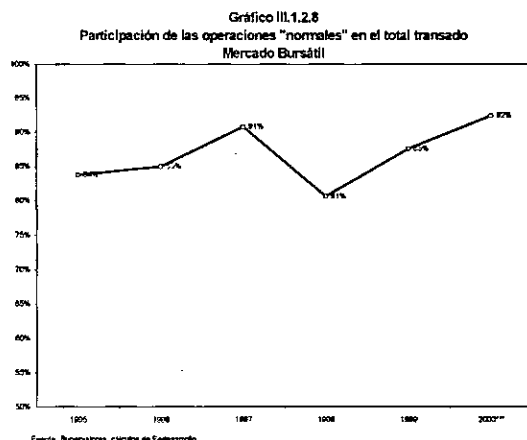
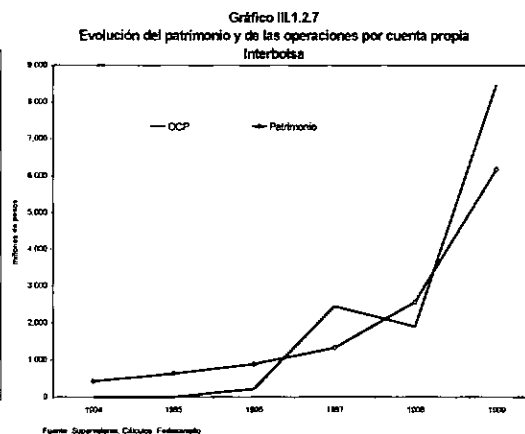
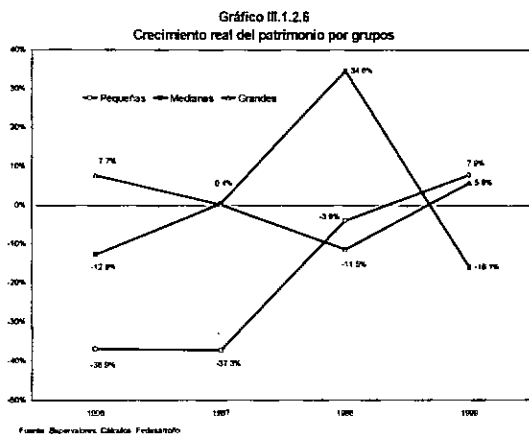


Gráfico III.1.2.5
Crecimiento del patrimonio agregado
Total firmas comisionistas
variación real anual





Cuadro III.1.2.9
SOCIEDADES COMISIONISTAS DE BOLSA
DIVERSIFICACIÓN DE OPERACIONES
(Cifras en millones de pesos corrientes)

(Estos datos representan el volumen transado por concepto de cada operación a diciembre de cada año.)

Tipo de operación	Cifras en millones de pesos					
	1995	1996	1997	1998	1999	2000***
Repos	77,774.00	224,867.90	812,718.60	2,252,765.45	2,539,411.10	812,386.00
Swaps	1,328,321.00	2,289,766.20	566,307.70	5,752,127.62	2,288,876.90	1,148,053.80
Carrusel	1,643,801.00	2,071,420.00	1,411,058.00	590,889.44	430,543.90	90,276.00
Opas	1,128,442.00	49,160.00	563,989.00	836,442.91	347,505.40	26,245.00
Martillos	No hubo	818,462.00	512,877.70	801,317.18	53,877.10	No hubo
Subtotal**	4,178,338.00	5,453,676.10	3,866,951.00	10,233,542.60	5,660,214.40	2,076,960.80
"Normales"	21,601,235.78	30,907,516.90	38,225,870.00	42,509,113.80	39,876,978.60	25,277,572.00
TOTAL*	25,779,573.78	36,361,193.00	42,092,821.00	52,742,656.40	45,537,193.00	27,354,532.80

FUENTE: Bolsas de valores, información reportada vía módem. Cálculos OEE-Supervisores

***a junio de 2000

Gráfico III.1.2.a.1
Participación de las operaciones por cuenta propia en el total transado en el mercado bursátil

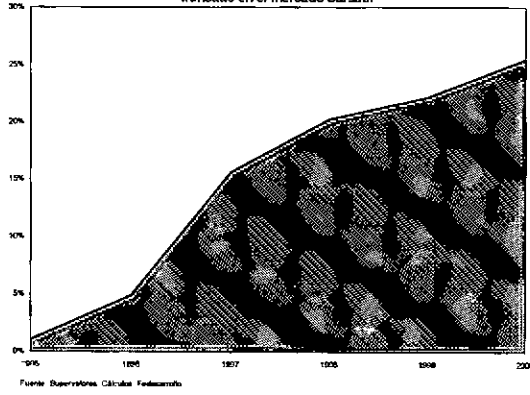


Gráfico III.1.2.a.2
Participación porcentual de las acciones y los TES en el total transado

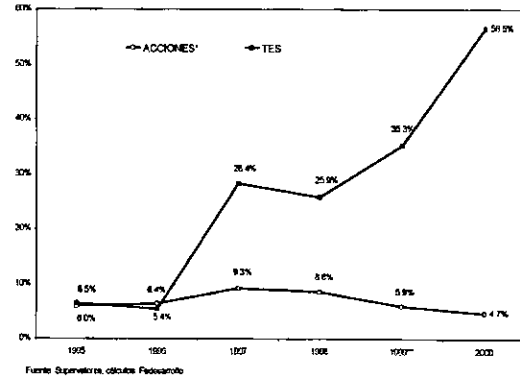


Gráfico III.1.2.a.3
Participación de los valores transados en el mercado primario y secundario sobre el total

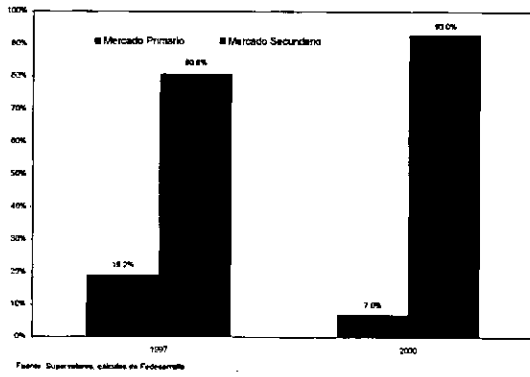


Gráfico III.1.2.a.4
Volumen de las inversiones operaciones por cuenta propia en TES de las firmas comisionistas

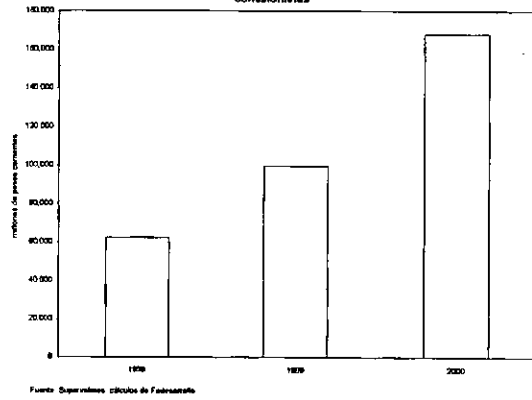


Gráfico III.1.2.a.5
Participación del valor transado en operaciones cuenta propia en TES en el mercado primario y secundario

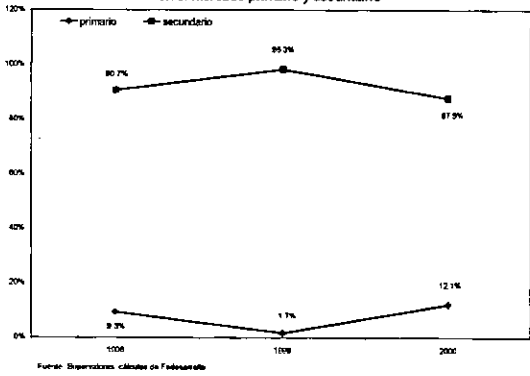


Gráfico III.1.2.b.1
Participación de los Repos en el total transado

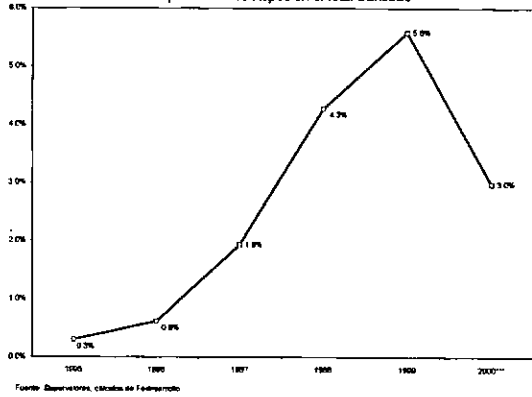


Gráfico III.1.2.c.1
Evolución de la participación de las ofertas públicas de adquisición en el total transado

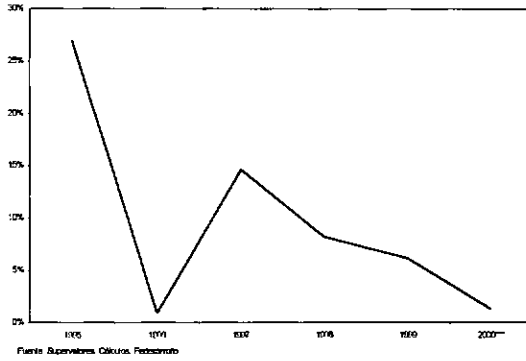
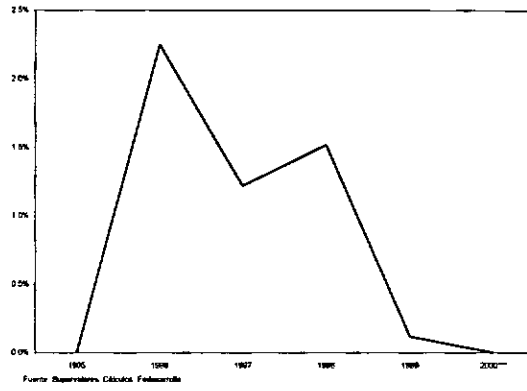


Gráfico III.1.2.d.1
Participación de los martillos en el total transado



Cuadro III.1.2.e
SOCIEDADES COMISIONISTAS DE BOLSA
VALOR TRANSADO EN OPERACIONES

Tipo de operación	Cifras en millones de pesos					
	1995	1996	1997*	1998	1999	2000**
operaciones a plazo	753,775	1,077,484		2,406,256	1,726,152	834,475
operaciones de contado	25,025,799	35,283,709		50,336,401	43,811,041	26,520,058
TOTAL*	25,779,573.78	36,361,193.00	42,092,821.00	52,742,656.40	45,537,193.00	27,354,532.80

Participación						
operaciones a plazo	2.9%	3.0%		4.6%	3.8%	3.1%
operaciones de contado	97.1%	97.0%		95.4%	96.2%	96.9%

*No se encontró esta información para 1997

**A junio de 2000

Gráfico III.1.2.e.1
Participación de las operaciones carrusel en el total transado

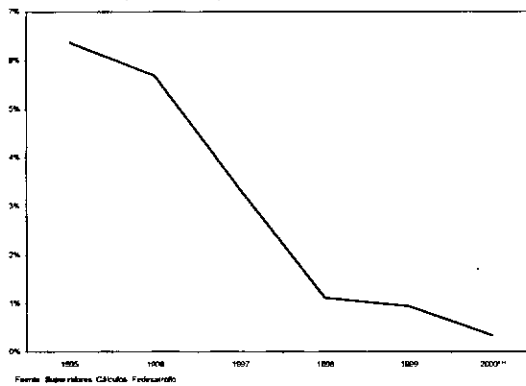


Gráfico III.1.2.e.2
Participación del valor transado en swaps en el valor transado de operaciones especiales

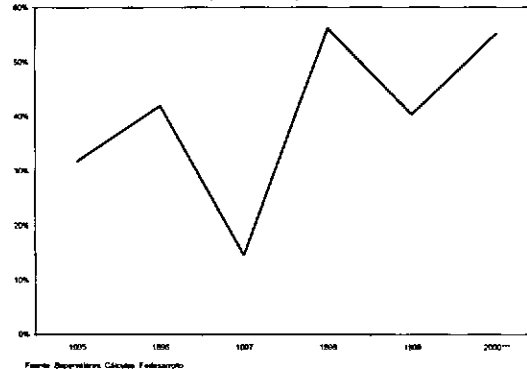


Gráfico III.2.1
Ingresos operacionales para el total de firmas comisionistas

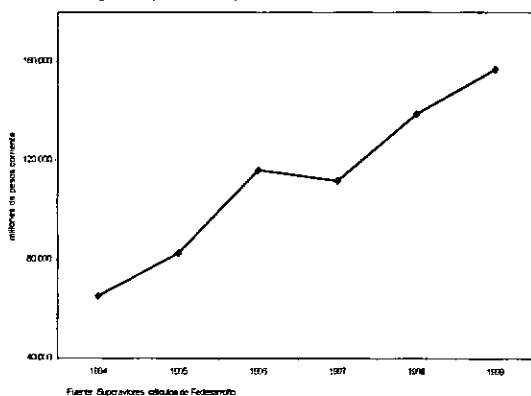


Gráfico III.2.2
Evolución del ingreso real promedio por tamaño de firma

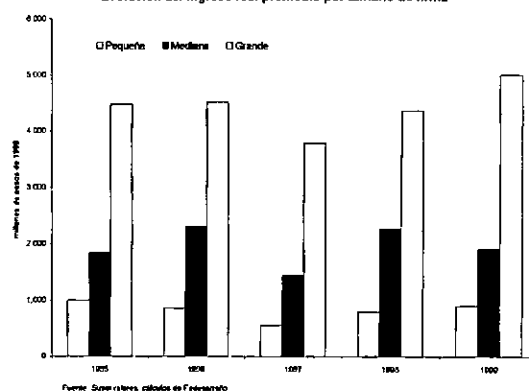


Gráfico III.2.1.a.1
Evolución de la composición de los ingresos por comisiones total de firmas comisionistas

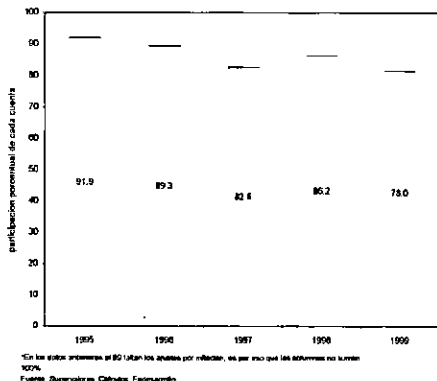
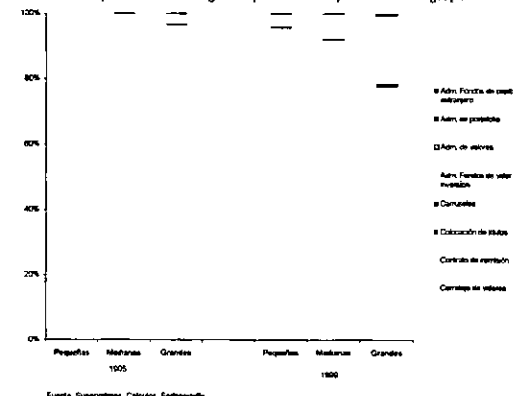


Gráfico III.2.1.a.2
Composición de los ingresos por comisión por tamaño de grupo



Cuadro III.2.1.a.3

Composición de los ingresos por comisiones de Interbolsa
Pesos corrientes

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Correaje de valores	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Contrato de comisión	137,248,187.85	689,323,327.63	1,239,933,690.00	807,094,051.00	2,516,318,212.00	1,981,850,618.00
Contrato colocación de títulos	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Contratos a futuros	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Contratos de opciones	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Operaciones Carrusel	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Administración fondos de valores o inversión	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Administración de valores	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Administración de portafolios	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Administración de fondos de capital extranjero	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Ajustes por inflación	9,850,589.00	15,306,164.00	109,516,493.29	58,717,112.00	87,464,347.00	0.00
TOTAL	146,898,776.85	704,629,491.63	1,349,450,183.29	865,811,163.00	2,603,782,559.00	1,981,850,618.00

Fuente: Supervisores, cálculos Fedesarrollo

Gráfico III.2.1.b.1
Ingresos por administración de valores
Total firmas comisionistas
pesos corrientes

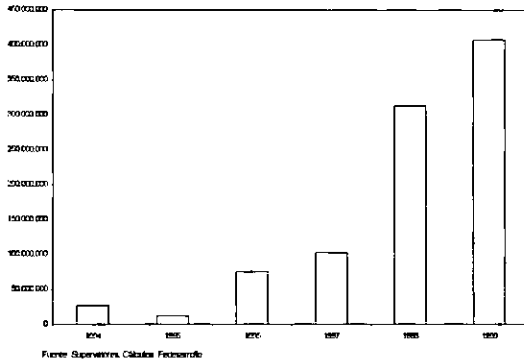


Gráfico III.2.1.b.2
Ingresos por administración de valores
según el tamaño de las firmas

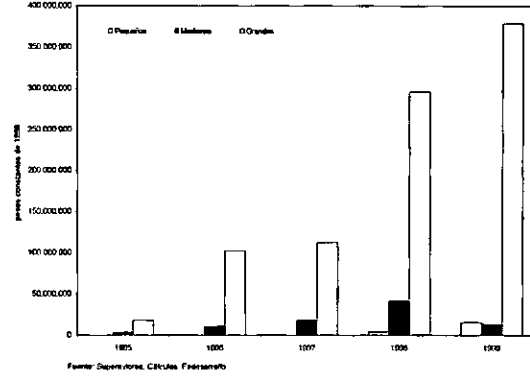


Gráfico III.2.1.b.3
Ingresos por administración de portafolio de las firmas grandes
(participación porcentual en su total de ingresos por comisión)

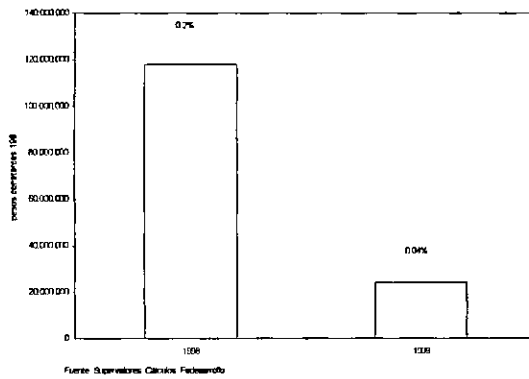


Gráfico III.2.1.c.1
Evolución de los ingresos por administración de fondos de valores o
inversión
Total firmas comisionistas

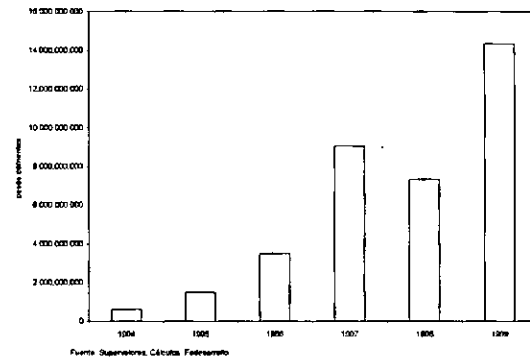
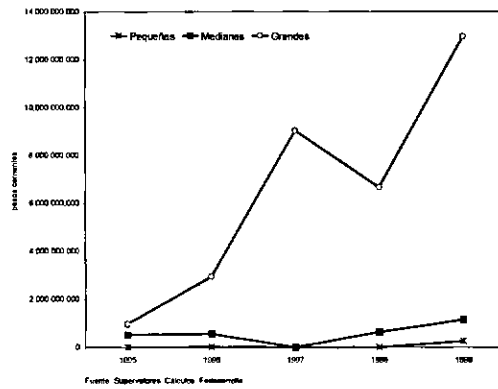


Gráfico III.2.1.c.2
Ingresos por administración de fondos de valores o inversión



Cuadro III.2.1.c.3
FONDOS DE VALORES
1999

(Cifras en pesos corrientes)

FONDO	SOCIEDAD ADMINISTRADORA	VALOR NETO millones de pesos	VALOR UNIDAD en pesos
FONDO ACCO RENTA	ACCIONES DE COLOMBIA	\$12,958.9	\$1,392.8
FONDO ACCIVAL	ACCIONES Y VALORES	\$7,100.5	\$1,763.2
INVERTIR CON ASESORES	ASESORES EN VALORES	\$3,076.6	\$1,112.9
INVERTIR CON ASESORES	ASESORES EN VALORES	\$8,474.0	\$1,108.5
BIENRENTA	BIENVALORES S.A.	\$6,370.5	\$1,150.4
PICHINCHA VALORES RENTA FIJA	PICHINCHA VALORES	\$14,818.4	\$1,220.6
FONDO CAPITALIZAR	COLBOLSA	\$63,064.4	\$3,715.6
CAPITALIZAR	COLBOLSA	\$21,930.3	\$1,162.2
FONDO GARANTIA	CONSORCIO BURSATIL	\$9,035.6	\$1,636.7
FONDO INTERES	CORREDORES ASOCIADOS	\$120,871.2	\$5,372.4
FONDO ACCION	CORREDORES ASOCIADOS	\$2,934.2	\$2,097.7
PRODUCIR TREINTA Y DOS	CORREDORES ASOCIADOS	\$4,601.8	N.D.
PRODUCIR TREINTA Y UNO	CORREDORES ASOCIADOS	\$6,036.5	N.D.
PRODUCIR TREINTA Y TRES	CORREDORES ASOCIADOS	\$3,443.0	N.D.
PRODUCIR VEINTISIETE	CORREDORES ASOCIADOS	\$2,865.6	N.D.
PRODUCIR CUARENTA Y DOS	CORREDORES ASOCIADOS	\$3,812.0	N.D.
PRODUCIR TREINTA Y SEIS	CORREDORES ASOCIADOS	\$2,130.9	N.D.
FONDO OPCION COLOMBIA	COMISIONISTA DE COLOMBIA	\$60,881.1	\$4,169.0
FONDO NEXUS	DAVIVALORES	\$5,571.1	\$2,434.0
FONVAL	CORREVAL	\$13,619.3	\$1,292.2
RENVAVAL	NACIONAL DE VALORES	\$6,892.6	\$1,094.6
FONDO OVALORES RENTA	OBURSATILES	\$2,257.7	\$1,318.6
FONDO VALOR	PROFESIONALES DE BOLSA	\$6,749.2	\$6,110.1
RENTA TOTAL	PROFESIONALES DE BOLSA	\$4,199.1	\$4,825.8
FONDO UNISAR ACCION	SARMIENTO LOZANO	\$397.1	\$904.4
FONDO UNISAR MIL	SARMIENTO LOZANO	\$9,885.3	\$2,293.9
FONDO UNISAR	SARMIENTO LOZANO	\$9,280.0	\$3,608.5
FONDO UNISAR PREMIUM	SARMIENTO LOZANO	\$3,114.4	\$1,251.9
FONDO UNISAR	SARMIENTO LOZANO	\$5,276.3	\$1,217.1
FONDO OLYMPIA	SERFINCO	\$24,459.9	\$1,441.3
FONDO ESPARTA (*)	SERFINCO	\$17,772.3	\$1,070.7
FONDO SURENTA	SUVALOR	\$64,765.1	\$1,530.0
FONDO SURENTA	SUVALOR	\$132,192.9	\$2,904.2
FONDO SURENTA INMOBILIARIA	SUVALOR	\$15,660.4	\$1,317.2
FONDO VALORIZAR ACCIONES	VALORES ASOCIADOS	\$733.5	\$942.0
FONDO VALORIZAR RENTA FIJA	VALORES ASOCIADOS	\$15,282.6	\$1,826.2
FONDO ULTRAVALORES	ULTRABURSATILES	\$10,812.6	\$2,194.7
FONDO ULTRARENDA	ULTRABURSATILES	\$5,371.6	\$1,407.5
FONDO PLUSULTRA	ULTRABURSATILES		\$1,000.0
TOTAL		\$708,698.5	\$67,886.8

FUENTE: Superintendencia de Valores

N.D. Corresponde a fondos cuyo tiempo de funcionamiento es inferior al periodo de cálculo

Gráfico III.2.1.e.4
Evolución del valor neto de los fondos de valores pesos corrientes

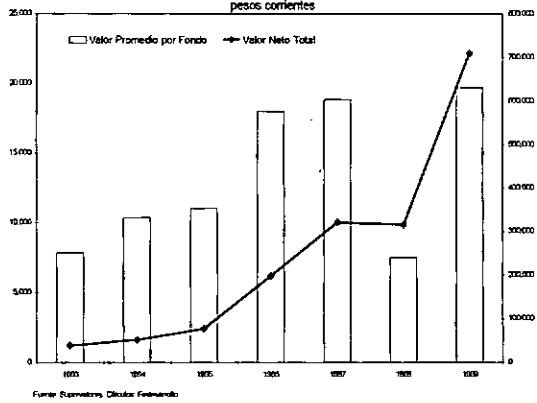


Gráfico III.2.1.d.1
Participación del ingreso por corretaje de valores en los ingresos por comisiones de las firmas comisionistas

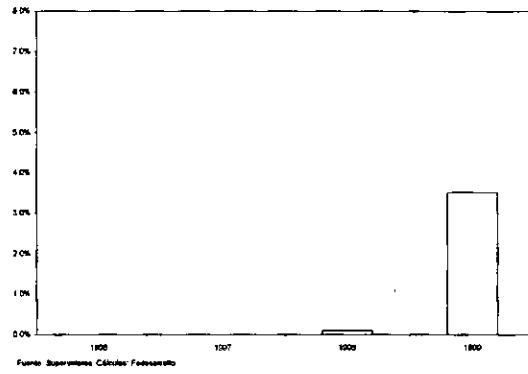


Gráfico III.2.1.2.1
Evolución de los ingresos por operaciones cuenta propia Total firmas comisionistas

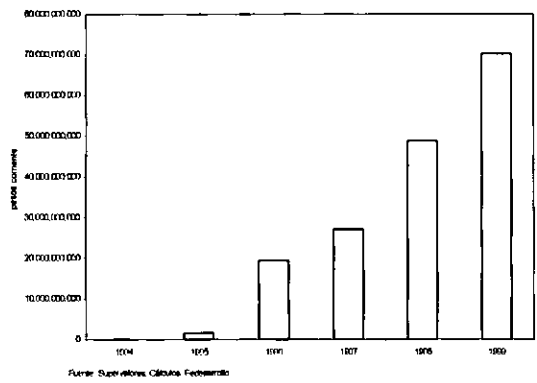


Gráfico III.2.1.2.2
Evolución de la participación de los ingresos por operaciones cuenta propia en el total de ingresos operacionales Total firmas comisionistas

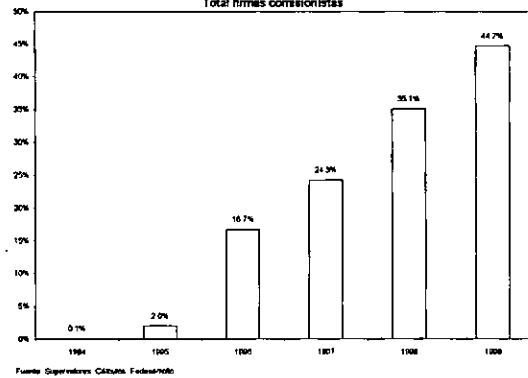
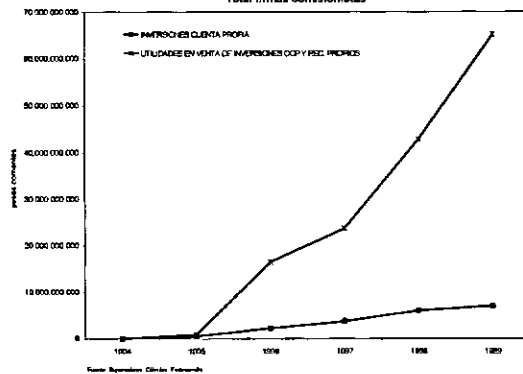


Gráfico III.2.1.2.3
Evolución de las principales cuentas de los ingresos por operaciones cuenta propia Total firmas comisionistas



Cuadro III.2.1.2.4
Ingresos por utilidades en venta de inversiones cuenta propia

GRUPO DE FIRMAS*	1995	1996	1997	1998	1999
Pequeñas	0	316,734,981	81,794	1,250,036,745	1,765,134,285
Medianas	523,894,156	3,353,500,950	4,513,627,994	14,590,464,547	17,022,153,175
Grandes	388,370,529	12,772,473,305	19,114,273,369	26,978,518,955	46,461,009,273
Total	912,264,686	16,442,709,236	23,627,983,157	42,819,020,247	65,248,296,733
Interbolsa	0	219,328,299	2,445,896,336	1,054,408,391	7,591,249,768

Ingresos por inversiones en cuenta propia según el tamaño de firma

GRUPO DE FIRMAS*	1995	1996	1997	1998	1999
Pequeñas	74,643,522	102,830,484	0	7,409,883	91,449,964
Medianas	16,620,356	451,333,894	964,026,869	1,783,664,356	1,823,422,143
Grandes	487,544,079	1,715,712,169	2,765,602,815	4,255,120,535	5,097,162,826
Total	578,807,957	2,269,876,547	3,729,629,684	6,046,194,773	7,012,034,932
Interbolsa	0	0	7,135,704	880,230,990	1,885,669,549

Fuente: Supervalores, cálculos Fedesarrollo

Gráfico III.2.1.2.5
Evolución de las principales cuentas de los ingresos por operaciones
cuenta propia Interbolsa

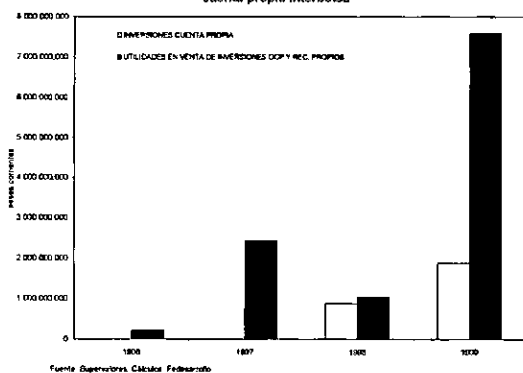


Gráfico III.2.1.2.5
Evolución de las principales cuentas de los ingresos por operaciones
cuenta propia Interbolsa

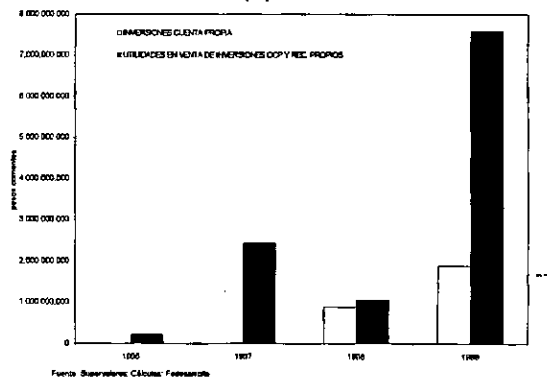


Gráfico III.2.1.2.a.1
Ingresos por honorarios
Total firmas comisionistas

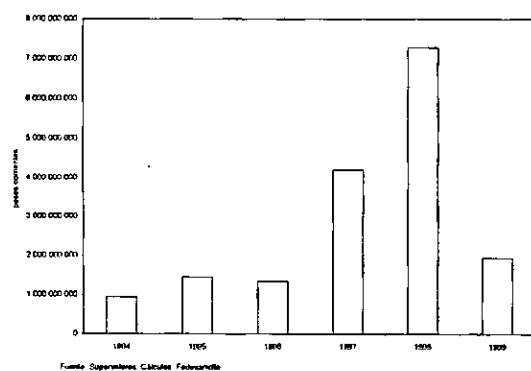


Gráfico III.2.1.2.a.2
Participación de los Ingresos por honorarios en los ingresos operacionales
Total firmas comisionistas

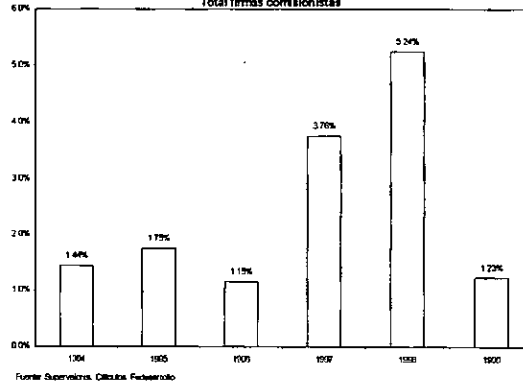


Gráfico III.2.2.1
Relación costos operacionales / Ingresos operacionales
por grupos

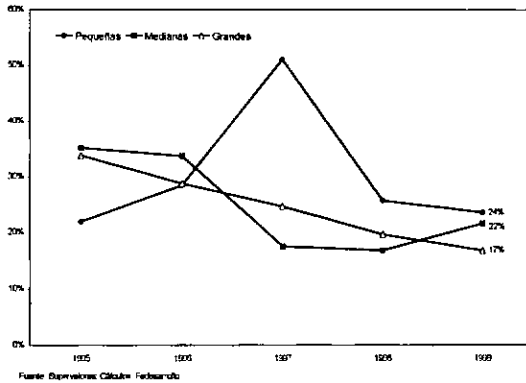


Gráfico III.2.2.2
Evolución de la composición de los costos operacionales

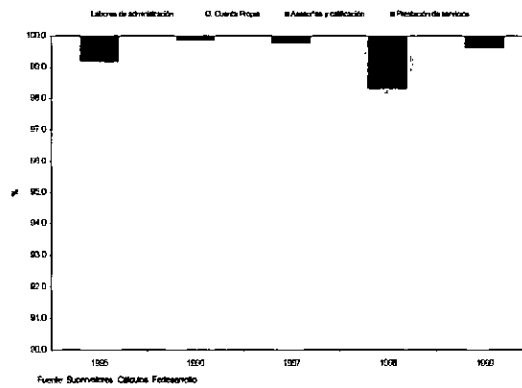
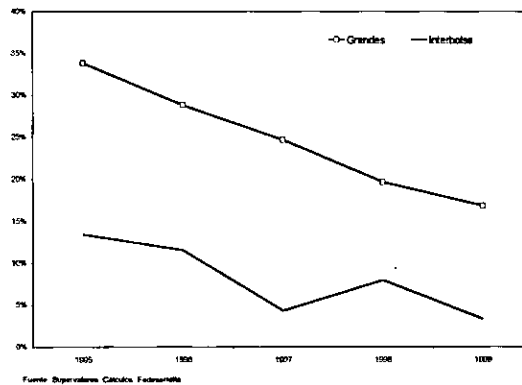


Gráfico III.2.2.3
Relación costos operacionales / Ingresos operacionales



Cuadro III.2.2.4
Evolución de la cuenta de gastos totales
Total Firms Comisionistas

pesos corrientes					
cuenta	1995	1996	1997	1998	1999
GASTOS TOTALES	58,696,938,197.32	84,266,672,666.43	87,211,345,202.21	116,393,940,038.35	132,287,119,997.00
Gastos Operacionales	48,063,711,865.25	74,441,077,565.26	77,526,713,225.88	96,446,567,405.63	109,266,807,762.34
Gastos de personal	26,115,636,333.28	35,648,599,940.41	37,711,693,121.13	46,453,889,517.94	55,127,538,481.80
Otros gastos operacionales	21,948,075,531.97	38,792,477,624.85	39,815,020,104.75	49,992,677,887.69	54,139,269,280.54
Gastos no operacionales	3,279,449,478.31	5,008,690,943.71	5,402,827,760.49	9,780,736,810.57	13,965,756,268.58
Gastos Financieros	1,865,874,347.73	2,982,913,044.60	2,814,789,694.07	6,336,995,760.09	6,857,017,828.36
Otros gastos no operacionales	1,413,575,130.58	2,025,777,899.11	2,588,038,066.42	3,443,741,050.48	7,108,738,440.22
PARTICIPACION DE CADA RUBRO EN EL TOTAL					
GASTOS TOTALES	81.9	88.3	88.9	82.9	82.6
Gastos Operacionales	44.5	42.3	43.2	39.9	41.7
Gastos de personal	37.4	46.0	45.7	43.0	40.9
Otros gastos operacionales	5.6	5.9	6.2	8.4	10.6
Gastos no operacionales	3.2	3.5	3.2	5.4	5.2
Gastos Financieros	2.4	2.4	3.0	3.0	5.4
Otros gastos no operacionales	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Fuente: Supervisores, cálculos Fedesarrollo

Gráfico III.2.2.5
Evolución de los gastos operacionales e ingresos operacionales
Total firmas

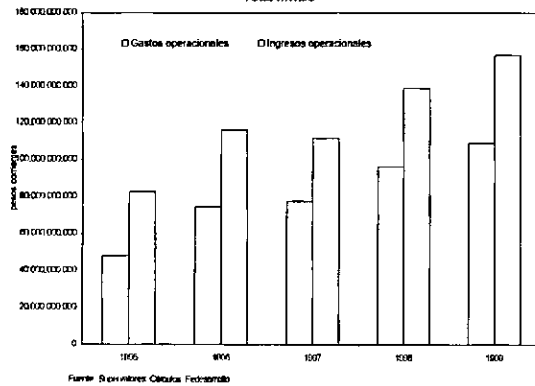


Gráfico III.2.2.6
Participación de las principales cuentas que componen los gastos operacionales por grupos en 1999

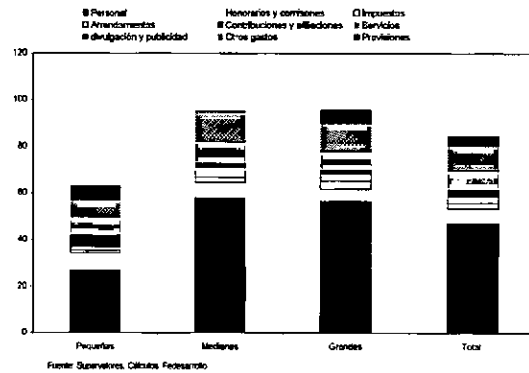
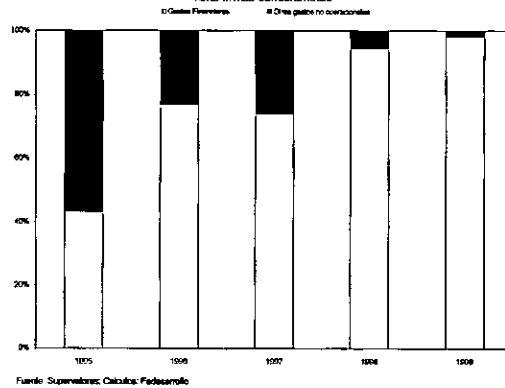


Gráfico III.2.2.7
Evolución de la composición de los gastos no operacionales
Total firmas comisionistas

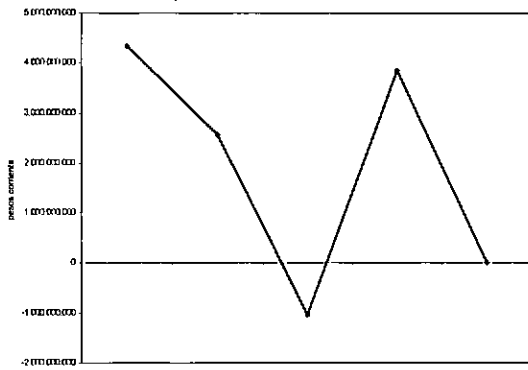


Cuadro III.2.2.8
Evolución de la cuenta de gastos totales.
Interbolsa

pesos corrientes					
cuenta	Dic-95	Dic-96	Dic-97	Dic-98	Dic-99
GASTOS TOTALES	619,033,883.09	1,418,636,711.72	3,203,574,404.85	4,093,331,006.15	10,082,570,153.23
Gastos Operacionales	470,393,357.00	1,226,543,394.95	2,733,014,902.06	2,674,406,112.62	4,876,903,993.29
Gastos de personal	307,237,569.00	259,396,634.92	341,753,355.38	663,858,642.00	2,052,656,053.25
Otros gastos operacionales	163,155,788.00	967,146,760.03	2,391,261,546.68	2,010,547,470.62	2,824,247,940.04
Gastos no operacionales	25,726,304.08	76,974,256.41	72,494,136.16	523,182,437.46	2,880,245,664.45
Gastos Financieros	11,106,363.81	59,215,431.55	53,719,575.77	494,053,551.03	2,831,402,576.50
Otros gastos no operacionales	14,619,940.27	17,758,824.86	18,774,560.39	29,128,886.43	48,843,087.95
PARTICIPACION DE LOS RUBROS EN EL TOTAL					
GASTOS TOTALES					
Gastos Operacionales	76.0	86.5	85.3	65.3	48.4
Gastos de personal	49.6	18.3	10.7	16.2	20.4
Otros gastos operacionales	26.4	68.2	74.6	49.1	28.0
Gastos no operacionales	4.2	5.4	2.3	12.8	28.6
Gastos Financieros	1.8	4.2	1.7	12.1	28.1
Otros gastos no operacionales	2.4	1.3	0.6	0.7	0.5

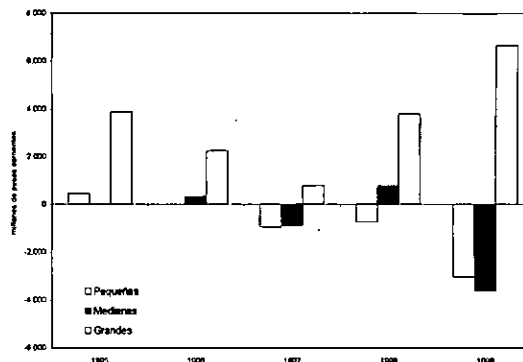
Fuente: Supervisores, cálculos Fedesarrollo

Gráfico III.2.3.1
Resultado operacional del total de firmas comisionistas



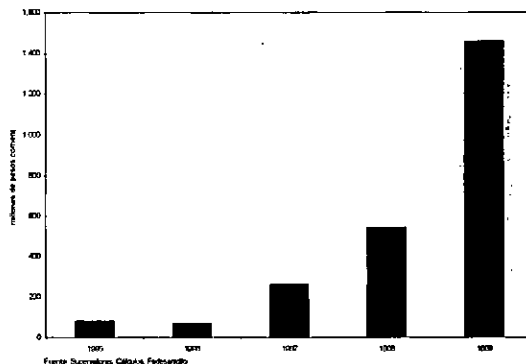
Fuente: Superintendencia de Fideicomisos

Gráfico III.2.3.2
Resultado operacional según el grupo



Fuente: Superintendencia de Fideicomisos

Gráfico III.2.3.3
Resultado operacional Interbolsa



Fuente: Superintendencia de Fideicomisos

IV. DEUDA PÚBLICA INTERNA Y EL MERCADO DE CAPITALES

En los capítulos anteriores, tanto a través del análisis de los indicadores agregados del mercado de capitales, como a nivel las operaciones de los comisionistas, se evidenció que el dinamismo del mercado y de estas firmas en los últimos años ha estado directamente relacionado con el crecimiento del mercado de deuda pública, y en particular de las transacciones de títulos de renta fija, TES del Gobierno.

En este sentido, es importante hacer un análisis sobre lo que ha pasado en los años recientes con el mercado de deuda pública, sus características (plazos, tasas, mecanismos de colocación) y su evolución reciente. Evidentemente, la magnitud y el manejo de la deuda pública interna por parte del Gobierno están determinados por sus necesidades de financiación y por la estructura misma de esta financiación, y éstos a su vez son en parte responsables de los resultados financieros de las firmas comisionistas de bolsa. Es evidente que buena parte de estas firmas han concentrado sus operaciones en estos títulos, incrementando incluso la posición propia en las inversiones, y han recibido por ello enormes ganancias.

A través de una descripción de las características recientes de la deuda pública interna, el presente capítulo pretende entonces mostrar cuáles pueden haber sido los canales que han conducido al dinamismo del mercado y de los ingresos de las firmas, sobre lo cual se plantean algunas hipótesis. En la primera sección se define en forma breve el mercado de deuda pública, con énfasis en las clases de títulos que se transan incluyendo los nuevos productos disponibles en el mercado, y en los mecanismos de negociación de los mismos. En la segunda sección se describe el comportamiento de este mercado y la evolución de los TES B según mecanismo de contratación, plazos, tasas y mercados. Finalmente se presentan unos comentarios finales.

2. Clases de títulos dentro del mercado de deuda pública⁷⁶

La deuda que tiene el Estado al interior de la nación con personas naturales o jurídicas, la cual por lo general ha sido contraída a través de la emisión de títulos en el mercado público de valores, es lo que se conoce como deuda pública interna. Las transacciones de esta deuda, ya sea en el mercado primario o secundario, a través de una bolsa de valores o en el mercado mostrador, conforman el mercado de deuda pública.

Los títulos de tesorería –TES- son títulos de deuda pública del gobierno nacional central colombiano, emitidos a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, y administrados por el Banco de la República a manera de fiducia. Fueron introducidos en

⁷⁶ Esta primera parte está basada en información disponible del Banco de la República, y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

1990 mediante la ley 51, con el objetivo de ser un instrumento de financiación de las operaciones presupuestales. Los TES reemplazaron a su vencimiento los antiguos títulos de ahorro nacional –TAN- y los títulos de participación. La ley antes mencionada creó dos clases de TES:

a) TES clase A

Esta clase de títulos valor fue dispuesta para reemplazar la deuda contraída con el Banco de la República, generada a partir de operaciones de mercado abierto OMA's (títulos de participación) cuando era permitido que el Banco de la República financiara al gobierno nacional con esta clase de instrumentos. Los títulos clase A son muy escasos actualmente, fueron amortizados a 6 años y no participan en el mercado público de valores.

b) TES clase B

Estos títulos están destinados a la financiación de la Nación a través de apropiaciones presupuestales y operaciones temporales de Tesorería del Gobierno Nacional, y sustituyeron los Títulos de Ahorro Nacional –TAN-. Los TES B, además, cumplen con el papel de ayudar a desarrollar el mercado de capitales colombiano, incentivando el ahorro a largo plazo a partir de una curva de rendimientos con riesgo igual a cero.

En el mercado público de valores se encuentran TES clase B a tasa fija para plazos de 1, 2, 3 y 5 años; títulos con tasa variable para plazos de 5, 7, 10, y 15 años. Todos los títulos cuentan con el respaldo del gobierno de la República de Colombia, y los ingresos provenientes de su colocación son incluidos en el Presupuesto General de la Nación como recursos de capital. Asimismo, los rendimientos y la redención de los títulos son atendidos por el gobierno con cargo al Presupuesto General de la Nación.

Los TES clase B pueden ser administrados directamente por la Nación, o bien ésta puede celebrar con el Banco de la República o con otras entidades nacionales o extranjeras contratos de administración fiduciaria, y convenios para la agencia, edición, colocación, garantía, administración o servicio de los mismos. Actualmente el Banco de la República actúa como agente fiduciario de la deuda pública interna. Aunque para la emisión de títulos se requiere un concepto del Banco de la República sobre las condiciones y características financieras, el Banco no garantiza los títulos.

Estos títulos están conformados por el principal y los cupones de intereses anuales. Los TES de tasa fija permiten la negociación de forma independiente tanto del principal como el de los cupones. Son títulos a la orden, no gozan de liquidez primaria antes de su vencimiento y son libremente negociables en el mercado secundario. Devengan intereses

período vencido sobre los cuales se aplica retención en la fuente, al igual que si se colocan con descuento en el mercado primario⁷⁷.

El valor mínimo del principal es de \$500.000 y se expiden títulos en múltiplos de \$100.000, que, como se verá más adelante, pueden ser denominados en pesos y en moneda extranjera. Las obligaciones de intereses y capital de los títulos prescriben a los cuatro años, contados a partir de su exigibilidad.

1.1 Sistema de negociación

Las transacciones de deuda pública (tanto en el mercado primario como en el secundario), requieren de la disposición automática y compatible por parte de al menos un comprador y un vendedor. En el sistema, las ofertas están consolidadas a la existencia de dos lotes de mercado, el cual determina la separación del mercado de ofertas sobre lote -por encima de \$500 millones-, y bajo lote -menos de \$500 millones-. Los títulos son divisibles o fraccionables aunque tienen una cantidad mínima de fraccionamiento, siendo más alta la cantidad de fraccionamiento en las ofertas sobre lote que en las bajo lote. La forma de identificar cada título en el módulo donde se hacen las transacciones de deuda pública es a través de los códigos de identificación de TES (mnemotécnicos)⁷⁸.

1.2 Nuevos productos

⁷⁷ La valoración de los TES clase B con tasa fija se hace a través del precio definido como sigue:

$$P = \frac{\text{TasaCupón}}{\sum_{n=1}^N (1 + \text{TasaCorte})^{\frac{ni}{365}}} + \frac{1}{(1 + \text{TasaCorte})^{\frac{nN}{365}}}$$

P: Precio, el valor con que se calcula el valor costo de la inversión, e incluye la prima de intereses.

Tasa Cupón: Tasa efectiva anual del cupón de los títulos a subastar, expresada como porcentaje

Tasa Corte: Tasa efectiva única de aprobación de las ofertas, expresada como porcentaje.

ni: Número de días transcurridos entre la fecha de colocación de los títulos y la fecha en que ocurrirá el *i* –ésimo pago de intereses, calculados con base 365 días inclusive para los años bisiestos.

N: Último flujo de caja.

Los títulos de tasa variable indexados al IPC tienen un rendimiento anual vencido expresado de la siguiente forma:

$$P = [(1 + \text{Margen})(1 + \% \text{IPC})] - 1$$

⁷⁸ Por lo general los mnemotécnicos poseen doce dígitos alfanuméricos que contienen la siguiente información:

- Posición 1 a 3: Tipo de instrumento: TBF y TFC, interés fijo; TBV, interés variable o indexado al IPC; TUS, emitido en dólares; TSR y TCR, emitido en UVRs.
- Posición 4: Tipo de título: T, título completo; P, principal; C, cupón.
- Posición 5 y 6: Años de expedición o meses (01, 07, etc., o, 1m 2m, etc.)
- Posición 7 a 12: Fecha de vencimiento día, mes, año (dd, mm, aa).

a) TES clase B denominados en dólares

Desde 1998 el Gobierno Nacional emite TES denominados en dólares, con el fin de proporcionar al mercado financiero un instrumento de cobertura cambiaria y de reducir la presión sobre la tasa de interés interna. Para este tipo de títulos, el plazo de vencimiento es mayor o igual a un año; los cupones son pagaderos año vencido y en ningún caso se negocian por separado con el principal; y se colocan y liquidan a la tasa de cambio representativa del mercado el día de la liquidación.

El valor mínimo del principal es de US\$1.000 y se expiden en múltiplos de US\$100. Son títulos a la orden, o sea que no es posible redimirlos antes del día de su vencimiento pero si es posible negociarlos en el mercado secundario. Su administración está a cargo del Banco de la República y su monto total anual es aprobado por la junta directiva de dicha entidad.

b) TES clase B a tasa fija y variable (mixtos)

Estos TES fueron puestos en el mercado a través de una suscripción de “*underwriting*” con el fin de motivar inversiones de largo plazo. Son títulos mixtos que, sobre el total de vigencia de diez años, en los primeros dos son de renta y tasa fija y en los ocho años restantes se convierten en títulos de renta fija y tasa variable.

La rentabilidad de los dos primeros años es dispuesta por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, y en los siguientes ocho años tienen un rendimiento anual que corresponde a un margen fijo sobre los saldos de capital indexados al IPC.

c) TES clase B denominados en Unidades de Valor Real –UVRs-

Esta clase de títulos reconoce a sus poseedores el valor en moneda legal de la variación en el nivel de precios al consumidor –IPC-, en otras palabras, reconoce la variación en el poder adquisitivo de la moneda colombiana⁷⁹.

⁷⁹ La variación mensual de la UVR esta dada por la siguiente ecuación:

$$UVR_t = UVR_{15,m} (1 + I_{m-1})^{UDm}$$

Donde,

UVR_t: Valor en moneda legal colombiana de la UVR transcurridos *t* días calendario, contados desde el día 16 del mes *m*.

UVR_{15,m}: Valor en moneda legal colombiana de la UVR el día 15 del mes *m*.

m: Mes calendario del inicio de la aplicación de la variación mensual del índice de precios al consumidor certificada por el DANE para el mes anterior.

I_{m-1}: Variación mensual del índice de precios al consumidor durante el mes calendario anterior al mes *m*, expresada como porcentaje.

t: Días calendario contados desde el día 16 del mes *m*, inclusive y hasta el día de cálculo de la UVR, inclusive. Por tanto, la variable tomará valores de 1 a 31 de acuerdo con el número de días calendario del mes *m*.

Estos títulos están denominados en UVR; la denominación mínima es de 10.000 unidades y puede expedirse en múltiplos de 1.000 unidades. El plazo de vencimiento de estos títulos es de tres años o más y son pagados en pesos colombianos utilizando el valor de la UVR del día en que se exige el pago.

Como el valor nominal del título es el valor del principal en UVRs, la tasa de rendimiento es la tasa efectiva anual resultante de las subastas, a la cual se descuentan los flujos del principal y pagos de intereses. Los TES UVR tienen una base de 365 días inclusive para años bisiestos, y la tasa cupón en UVR es la tasa de interés facial en términos efectivo anual, que aplicada al valor del principal, determina el valor del pago en UVR de los intereses año vencido.

1.3 Mecanismos de colocación de TES B

a) Subastas

La colocación de TES por medio de subastas es el mecanismo más importante a través del cual funciona el mercado público de valores primario. La subasta es de tipo holandés en la cual el gobierno ofrece un determinado cupo de demanda de recursos, y las entidades financieras autorizadas presentan sus propuestas en términos de tasas y montos de inversión. La tasa de corte o tasa de rendimiento es definida por la oferta que satisface el cupo de la colocación.

El calendario de subastas para cada mes depende del tipo de producto (título) subastado y de su denominación. Así, los TES tradicionales en pesos colombianos de 1 año de plazo se subastan en las semanas monetarias⁸⁰ 2, 3 y 4; mientras que los de 2, 3 y 5 años de plazo se subastan en las semanas monetarias 2 y 4, en todos los casos los días miércoles. Las subastas de TES UVR de 5, 7 u 8 años de plazo se subastan en la 3ª semana monetaria los días jueves; y los TES denominados en dólares para los plazos 1 hasta 3 años, se subastan los miércoles de la 1ª y/o 3ª semana⁸¹.

El monto mínimo de la oferta de cada agente colocador es de \$500 millones de pesos, y el máximo es del equivalente en pesos a US\$200 millones según la tasa representativa de mercado. En caso de presentarse una oferta mayor a la demanda de recursos por parte del Gobierno, hay una segunda vuelta limitada a las entidades creadoras de mercado que se hayan hecho acreedoras a una adjudicación en la subasta, manteniendo la misma tasa de rendimiento.

⁸⁰ Las semanas monetarias hacen referencia al número de las semanas dentro de un mes en las cuales se pueden transar ese tipo de títulos.

⁸¹ Las subastas de TES UVR y TES USD no se realizan necesariamente todos los meses. Las subastas se anuncian el primer día hábil de la semana. Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Desde 1999, sólo pueden acudir a las subastas las entidades financieras miembros del *Programa de creadores de mercado (market makers)* o aspirantes a creadores de mercado, condición previamente aceptada por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el Banco de la República y las superintendencias bancaria y de valores, de acuerdo con el desempeño del último año de la entidad aspirante o creadora dentro los mercados primario y secundario de valores.

Los creadores de mercado o “market makers”

Con el fin de fomentar el desarrollo del mercado local de títulos de renta fija y de establecer unas condiciones de financiación para la Nación en el mercado de capitales del país⁸², el Ministerio de Hacienda diseñó el programa de creadores de mercado para títulos de deuda pública. Este programa está conformado por la agrupación de bancos, corporaciones financieras y sociedades comisionistas de bolsa denominados creadores de mercado y aspirantes a creadores de mercado encargados de comprar, comercializar y estudiar la deuda pública interna del gobierno⁸³.

Para ser seleccionado como creador de mercado, la entidad debe cumplir con varios requisitos de distinta índole. Por un lado, hay un requerimiento mínimo de capital o patrimonio técnico establecido por el Ministerio de Hacienda⁸⁴, así como una calificación de riesgo que se debe acreditar ante este Ministerio⁸⁵. Cumplir con estos requisitos le permite a la entidad participar en el programa de creadores de mercado.

Una vez ha participado, la selección depende del cumplimiento de los requisitos mínimos de adjudicación de títulos TES B en el mercado primario. En el caso de creador de mercado, esto significa hacerse acreedor a no menos del 4% del monto total de TES clase B colocados por el mecanismo de subasta, incluyendo segundas vueltas en el mercado primario durante el período de evaluación de la anterior vigencia de dicho programa para títulos de deuda pública, y ubicarse en los primeros lugares dentro del número máximo de creadores de mercado establecido por el Ministerio.

Para que un aspirante a creador de mercado pueda obtener la condición de creador de mercado debe hacerse acreedor a no menos del 4% del monto total de TES clase B colocados por el mecanismo de subasta, en primera vuelta, en el mercado primario durante la vigencia anterior del programa. Las entidades que cumplan con el anterior requisito deben ubicarse en los primeros lugares dentro del número máximo de creadores de mercado establecido por el Ministerio de Hacienda. En el caso en que el aspirante se haga acreedor

⁸² Esto responde a una de las recomendaciones hechas por la Misión de estudios del mercado de capitales de desarrollar los agentes colocadores y *market makers*.

⁸³ Resolución número 2886 de 2000 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Artículo 2º.

⁸⁴ En el caso de las sociedades comisionistas de bolsa, el requisito para la vigencia 1999 es acreditar un patrimonio técnico no inferior a \$5.000.000.000 y para la vigencia 2002 y 2003 un patrimonio técnico no inferior a \$10.000.000.000.

⁸⁵ Para la sociedades comisionistas de bolsa, el requisito es acreditar una calificación de riesgo en contraparte de BBB- o superior.

al 2% del monto total de TES clase B colocados por el mecanismo de subasta en primera vuelta, podrá continuar actuando como aspirante a creador de mercado en la vigencia siguiente.⁸⁶

Los creadores de mercado tienen el privilegio de acceder, junto con los aspirantes a creadores de mercado, de manera exclusiva a las subastas periódicas en el mercado primario de TES clase B. También pueden acceder a los sistemas centralizados de negociación en los cuales se desarrollen los mercados de primer escalón⁸⁷ del mercado secundario de TES clase B, y participar exclusivamente en las segundas vueltas de las subastas de estos títulos. Además pueden proponer medidas que mejoren el mercado de títulos de deuda pública y asistir a reuniones en el Ministerio de Hacienda y el Banco de la República para tratar temas que se relacionen con el programa de creadores de mercado.

Estos privilegios se reciben una vez la entidad ha sido autorizada a ser creador de mercado. Las entidades no sólo tienen que cumplir con los requisitos mínimos establecidos por el Ministerio de Hacienda concernientes al requerimiento mínimo de capital o patrimonio técnico y de calificación de riesgo, sino que tienen la obligación de cotizar permanentemente puntas de compra y venta de TES clase B en al menos uno de los sistemas centralizados de negociación calificados como mercado de primer escalón por el Ministerio de Hacienda, además, deben distribuir a sus clientes reportes de investigación sobre la evolución y perspectivas del mercado de TES clase B al menos trimestralmente.

La última legislación establece que máximo podrán participar 24 entidades en el programa de creadores de mercado. De estos, hay un máximo de 11 entidades creadoras de mercado, y los aspirantes copan el restante. Los creadores de mercado para títulos de deuda pública para la vigencia 2001 son⁸⁸:

ABN Amro Bank Colombia S.A
Bancolombia S.A
Banco de Bogotá S.A.
Banco de Occidente
Banco Ganadero S.A.
Banco Santander Colombia S.A.
Bank of América Colombia

⁸⁶ Siempre y cuando no haya incurrido en ninguna de las causales de pérdida de la calidad de creador o aspirante a creador de mercado establecidas en el artículo 14 de la Resolución número 2886 de 2000 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

⁸⁷ Es aquel que se desarrolla por medio de sistemas centralizados de negociación que cumplan con las características de operación establecidas por el artículo séptimo de la Resolución número 2886 de 2000 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (el que trata sobre los requisitos para acceder al programa de creadores de mercado). En especial, deben cumplir con las características de ser ciegos tanto en la negociación como en el cumplimiento de las operaciones y de circunscribir la operación en nombre propio exclusivamente a las entidades pertenecientes al programa de creadores de mercado para títulos de deuda pública designadas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público —dirección general de crédito público y al Banco de la República.

⁸⁸ Según la Resolución 2887 de 2000 de la Superintendencia Bancaria

Citibank Colombia
Corporación Financiera Nacional y Suramericana S.A.
Instituto de Fomento Industrial, IFI
Interbolsa S.A. - Comisionista de Bolsa

Los aspirantes a creador de mercado son:

Banco Agrario de Colombia S.A.
Banco Cafetero S.A.
Banco Davivienda S.A.
Banco de Crédito de Colombia S.A.
Banco Popular S.A.
Banco Standard Chartered Colombia
Banco Sudameris Colombia
Banco Tequendama S.A.
Compañía Suramericana de Valores S.A. - Suvalor
Corporación Financiera del Valle S.A.
Corporación Financiera Colombiana S.A.
Correval S.A.
Inversionistas de Colombia S.A. - Comisionista de Bolsa
Ultrabursátiles S.A. - Comisionista de Bolsa

b) *Inversiones forzosas*

Son inversiones realizadas por las entidades que dependen del Presupuesto de la Nación⁸⁹ y que por ley deben invertir sus “excedentes de liquidez” en TES clase B. Para determinar el monto de la inversión de cada entidad se utiliza el promedio diario mensual durante el trimestre inmediatamente anterior, de las disponibilidades de caja, cuentas corrientes, depósitos de ahorro a término o cualquier otro depósito y activos diferentes a TES en poder de los establecimientos públicos del orden nacional. Sobre esta base, los establecimientos públicos deben suscribir el 100% de dicho promedio durante los cinco primeros días de cada mes. Estas inversiones tienen plazo de vencimiento mínimo de un año y su rentabilidad efectiva anual corresponde a aquella definida en la subasta para el plazo equivalente.

c) *Inversiones convenidas*

Son las inversiones que realizan las entidades descentralizadas⁹⁰ que sean empresas públicas nacionales, con las que el Gobierno pacta el monto de las inversiones que deben

⁸⁹ Fundamentalmente, entidades como la Caja Promotora de Vivienda Militar, SENA, el Fondo Rotatorio de la Policía Nacional y otras entidades que se presentan en el Anexo IV.2.

⁹⁰ Fundamentalmente, las entidades que adquieren estos títulos son el ISS, Ecopetrol y Fogafin.

hacer según su necesidad de financiamiento. Estas operaciones son intercambiables y toman el rendimiento de la tasa fijada en la última subasta para plazos entre 1 y 15 años.

2. Evolución del mercado de deuda pública

Desde 1997 hasta el presente, el mercado interno de deuda pública en Colombia se ha expandido en forma importante, como resultado de las crecientes necesidades de financiamiento derivadas del elevado déficit público, y de los elevados compromisos de endeudamiento externos e internos adquiridos por el Gobierno Nacional Central (GNC). Es notorio cómo, cada vez en mayor proporción, los recursos obtenidos por el GNC a partir de emisión de títulos se dirigen al pago de deuda contraída en años anteriores. El Gráfico IV.2.1 muestra la evolución de los TES y el déficit del GNC.

También se observa en el gráfico, tal y como se mostró en los capítulos anteriores, que el crecimiento de los TES ha ido de la mano con el mayor tamaño del mercado bursátil, especialmente a partir de 1997, medido éste como el total de transacciones del sistema bursátil.

Como consecuencia del crecimiento real en la colocación de TES, la deuda del Gobierno ha crecido de forma exponencial, situación que garantiza en el mediano plazo el crecimiento del mercado de deuda pública. Las obligaciones totales del GNC han crecido 178% en términos reales desde 1997 hasta septiembre de 2000. Los datos indican que la exagerada emisión de TES con respecto a las necesidades de financiamiento, se explica por la reducción de la deuda externa, la cual significaba al inicio de la década de los noventa el 87,2% del total del financiamiento del gobierno, porcentaje que se redujo a 50,0% al finalizar el tercer trimestre del 2000.

Aunque se espera que las necesidades de financiamiento del déficit fiscal por parte del GNC en el mediano plazo no sean tan altas, como consecuencia del ajuste fiscal en que está comprometido el gobierno, también es previsible que la oferta de TES no se desincentive inmediatamente porque el gobierno seguirá necesitando recursos para pagar la deuda adquirida, durante algún período adicional después del ajuste.

2.1 Evolución del mercado por tipo de operación

La evolución del mercado de deuda pública según el tipo de operación muestra que en los años recientes, el mecanismo de subastas ha adquirido importancia frente a las demás opciones de colocación. En efecto, el porcentaje de títulos de tesorería forzosos sobre el total ha decrecido, pasando de representar cerca del 30% del total de títulos transados en los años 1997 y 1998, a cerca de 10% en los dos años siguientes. Por el contrario, los TES subastados han ganado terreno desde 1998, así como los convenidos, sin embargo la participación de estos últimos sobre el total se mantuvo constante entre 1999 y el año 2000. La participación de estos títulos en el total en el año 2000 fue de 40% y 51%,

respectivamente. La anterior distribución indica que el financiamiento del gobierno a través de TES, ha captado una proporción cada vez mayor del ahorro privado, en particular desde 1998 mediante operaciones de subasta (Gráfico IV.2.1.1).

En este proceso ha jugado un papel importante tanto la oferta, determinada por las necesidades del gobierno, como la demanda, que se ha visto beneficiada por la variedad de títulos ofrecidos en cuanto a tasas y plazos. En 1997 el GNC ofreció siete clases de títulos, tres de los cuales se caracterizaban por ser de mediano plazo (hasta 3 años de maduración) y con tasas fijas; en el año 2000 se ofrecieron nueve clases de títulos, cuatro con tasa fija de hasta 5 años de maduración, tres con tasa variable (denominados en UVRs) de hasta 10 años de maduración; y dos clases de TES denominados en dólares de hasta 3 años de maduración.⁹¹

No obstante, el saldo de TES al final del año 2000 en poder de empresas del estado y de entidades públicas, ascendió a cerca de \$14 billones. Las empresas tenedoras de los TES convenidos (cuyo saldo es de cerca de \$12,3 billones) son lideradas por el ISS y entidades relacionadas, las cuales participan con más del 57% del total del saldo de estos títulos. En segundo lugar, Fogafin y Ecopetrol participan con el 11,1% cada uno. El 21% restante se distribuye entre otras empresas no pertenecientes al Presupuesto General de la Nación (ver gráfico IV.2.1.2 y Anexo IV.1).

En cuanto a las forzosas, cuyo saldo a finales de diciembre ascendió a \$1,4 billones, se observa una concentración de estos títulos en poder de la Caja Promotora de Vivienda Militar (32%), el SENA (15%), y el Fondo Rotatorio de la Policía Nacional (11%), principalmente (Gráfico IV.2.1.3 y Anexo IV.2).

2.2 Distribución según plazos

Del análisis sobre lo que ha pasado en los últimos años con la deuda pública, se concluye que, a pesar de que la deuda se sigue concentrando en títulos de plazos cortos, especialmente 1,2 y 3 años, en el 2000 se vio una distribución más uniforme de los plazos adquiriendo importancia los TES a plazos más largos, de 5 y 7 años. En efecto, mientras en 1997 los TES a 1 año eran el 70% del total de TES B, y en 1998 el 68%, en los años 1999 y 2000 este porcentaje se redujo a cerca de 30%. Contrariamente, ya en el 2000, los TES a 5 y 7 años tuvieron una participación de casi 34% dentro del total. Esta situación ha favorecido a todas luces el mercado de capitales, puesto que, como se verá más adelante, se han reducido en el mercado los títulos a plazos cortos (especialmente un año), que estaban concentrados en operaciones forzosas y en menor medida convenidas, a favor de un mayor espacio a las subastas que, en general, se concentran en títulos de mediano plazo (Gráfico IV.2.2.1).

⁹¹TES tasa fija de 1,2,3 y 5 años de maduración; TES en UVRs de 5, 7 y 10 años de maduración; TES en dólares de 2 y 3 años de maduración.

En esta dirección, vale la pena señalar que, en el período analizado, los TES forzosos se han caracterizado por ser de muy corto plazo y a tasas fijas. En efecto, en 1997 los títulos a un año representaron el 100% de este tipo de TES, porcentaje que empezó a ceder terreno en los años siguientes hasta llegar a 75% en el 2000, cuando 19,7% de los títulos forzosos fueron tomados a 2 años con tasa fija y el resto a 3 años igualmente con tasa fija. Esto evidencia la preferencia del GNC por colocar estos títulos a plazos cortos en las entidades públicas pues es necesario recordar que las entidades que compran estos TES hacen parte del presupuesto general de la Nación (Gráfico IV.2.2.2).

El caso de los títulos convenidos es muy similar al anterior ya que la mayoría de estos títulos son tomados a corto y mediano plazo a tasas fijas (en todos los años el 60% o más), con excepción de los títulos denominados en IPC que representaron un poco más del 30% en 1998, y de los títulos denominados en UVR a 7 años que representaron el 22,7% en el año 2000 (Gráfico IV.2.2.3).

Si se tiene en cuenta que los títulos forzosos y los convenidos suman más del 50% de las colocaciones para cada uno de los años analizados, se concluye entonces que la mayor parte del financiamiento en TES compite de manera directa con los títulos de corto plazo emitidos por las diferentes instituciones financieras. Este hecho tiene una influencia directa sobre el nivel de las tasas de interés del mercado para papeles de corto y mediano plazo (hasta 3 años).

Las inversiones en subastas están distribuidas, por lo general, entre todas las clases de títulos ofrecidas por el Gobierno. Sin embargo, se observa que el mercado privado de TES en Colombia se ha concentrado en la deuda de mediano plazo en los últimos años, pero se ha ido diversificando a favor de papeles de más largo plazo a medida que el Gobierno saca al mercado otras opciones de títulos (Gráfico IV.2.2.4).

En síntesis, los gráficos anteriores⁹² evidencian que el sector privado, en primera instancia, adquiere títulos de mediano y largo plazo mediante el mecanismo de subastas. Aunque en menor medida, y con una tendencia a la concentración en plazos más cortos, las empresas gubernamentales que no pertenecen al presupuesto general de la nación también adquieren este tipo de títulos. Por su parte, las entidades del gobierno que adquieren títulos a través de operaciones forzosas lo hacen con TES a un año hasta 1998 y de uno a tres años en 1999 y 2000.

⁹² Por haberse transado sólo en un año, no se muestra la participación de los TES a tasa fija a 5 años, de los cuales 43% se colocó por medio de subastas en 1998, así como de los TES en dólares a un año, el 100% de los cuales fue colocado por este mecanismo en el 2000. Así mismo, en los títulos convenidos no se muestra la participación de los TES tasa variable a 3 años pues sólo se transaron en 1997, los TES tasa variable a 15 años pues sólo se transaron en 1998 y los TES en dólares a 1 año que sólo se transaron en 1999, los cuales se hicieron en su totalidad mediante operaciones convenidas. Finalmente, tampoco se incluye los TES tasa fija a 5 años que sólo se transaron en 2000, en un 57% mediante este mecanismo.

2.3 Tasas de interés y rendimiento

El análisis por el lado de las tasas de los títulos muestra, además de plazos cortos, una concentración en tasas fijas. En efecto, a pesar de que en los últimos cuatro años su participación en el total se ha reducido ligeramente, los títulos a tasa fija siguen representando el 70% del total de TES transados. Esta ligera reducción en el peso relativo va de la mano con la mayor participación de los títulos de renta variable, los cuales pasaron de representar 17% del total transado en 1997 a casi 30% en 2000. Entre estos, se consideran los nuevos productos existentes en el mercado, como los títulos en dólares y en UVR, los cuales han adquirido importancia en el tiempo. Además, este comportamiento es consistente con el aumento en los títulos de plazos de maduración más largos en los últimos dos años, a saber, los de 3, 5 y 7 años (Gráfico IV.2.3.1).

Para el caso de los títulos forzosos, 55,2% de los TES adquiridos tiene un plazo de un año a tasas fijas, porcentaje ha venido cayendo hasta llegar al 24,3% en el año 2000. En contraste, en el caso de las operaciones convenidas a este mismo plazo y tasa pasaron de ser 21,4% en 1997 a casi 60% en el 2000, lo que significa una sustitución de tenedores de estos títulos aunque pertenezcan en todos los casos a entidades del gobierno. Estos títulos adquiridos por el sector privado bajo la modalidad de subastas no han sobrepasado nunca en el período analizado el 24%.

En general las tasas de interés de los títulos de renta fija del período analizado se han comportado homogéneamente según el tiempo de maduración de los títulos, especialmente hasta mediados de 1998. A partir de ahí, es claro que el comportamiento ha sido más irregular, con subidas y bajadas permanentes en algunos títulos específicos sin guardar una relación muy cercana con la evolución de las tasas de títulos de otros plazos (Gráfico IV.2.3.2).

En cuanto al nivel de las tasas, se observa una clara tendencia descendente desde 1997, cuando las tasas se ubicaron en niveles promedio de 26% a valores entre 13% y 17% en el 2000. Evidentemente este no fue el caso de 1998, cuando las tasas de los TES alcanzaron niveles cercanos al 36%.

Finalmente, otro aspecto relevante es la relación entre las tasas de los TES y las tasas del mercado. Una comparación con la DTF (ver gráfico anterior) muestra que, mientras en el período 1997-1998 las tasas de los TES siguieron un patrón similar y se ubicaron en niveles similares a los de la DTF, esta situación cambió en el 2000 cuando las tasas de todos los TES, independientemente de los plazos, se ubicaron varios puntos por encima de los niveles de la DTF. Esta situación ha resultado en una enorme inversión en estos títulos por parte de los diferentes sectores de la economía, especialmente el sector financiero, en detrimento de otros papeles del mercado.

Un aspecto sobre el cual vale la pena detenerse es el hecho de que, la difícil coyuntura fiscal por la que ha atravesado el gobierno colombiano en los últimos años y, en particular

las crecientes necesidades de financiamiento, han producido un comportamiento especial en la estructura del mercado de los TES y en sus curvas de rendimiento.

En 1997, las tasas de interés⁹³ de los TES a 3 años eran las más altas, mientras que las más bajas fueron las de los títulos de 5 años. El gobierno colombiano contrató cerca del 41% de las subastas en los títulos de 2 y 3 años cuyas tasas eran las más altas, y menos del 7% en los títulos a cinco años con las tasas más baratas (Gráfico IV.2.3.3).

La forma de la curva de rendimiento de 1997 es particular por la poca valoración que le dan los agentes a los títulos de largo plazo. Una curva de rendimiento normal tendría una forma parabólica y su punto crítico en el máximo. La curva de rendimiento de 1997 cumple estas características hasta los títulos de 3 años de maduración y después cae. Esto evidencia la poca preferencia por los títulos a mayores plazos.

La curva de rendimientos para 1998 es aún más atípica (Gráfico IV.2.3.4) en buena parte debido a que el GNC se endeudó de manera importante ese año con títulos de corto plazo. En efecto, cerca del 50% de las subastas de títulos de la Tesorería fueron contraídas a un año a tasas fijas, al igual que el 44% de los TES convenidos y el 99,74% de los TES forzosos.

La curva de rendimiento de 1999 muestra una tendencia similar a la de 1998 (Gráfico IV.2.3.5), aunque se evidencia el esfuerzo del gobierno por colocar títulos a un plazo más largo. En este año la composición de la deuda por plazos y tasas fue bastante más heterogénea que en 1998. Un 12,9% de las subastas, 22,6% de las convenidas y 46,7% de las forzosas se hicieron a un año a tasa fija. Además, 19,9% de las subastas, 23,2% de las convenidas y 24,6% de las forzosas se hicieron a 2 años a tasa fija. Finalmente, 21,8% de las subastas, 29,9% de las convenidas y 28,7% de las forzosas, se hicieron a 3 años a tasa fija. El resto de títulos se distribuyó a otras tasas variables de más plazo donde se destacan, el 24,1% de las subastas negociadas a 7 años con una tasa indexada al UVR. 22,7% de las convenidas se transó para la misma clase de título.

En el año 2000 se observa una distribución de los títulos en plazos más largos que se tradujo en un cambio de la forma de la curva de rendimiento que empezó a adoptar la tendencia correcta. Para ese año, la distribución de los títulos por clase y período fue muy similar a los porcentajes de 1999, cerca del 50% de las subastas se transó a tasas fijas de 1, 2 o 3 años, con mayoría de títulos tomados a 2 años, 24,1% de los TES subastados fueron tomados a tasas indexadas al UVR con siete años de maduración. En el caso de los títulos convenidos se transó el 34,9% a tasas de un año fijas seguidos por los de 7 años con tasas UVR. Los TES forzosos solo se transaron a tasas fijas, principalmente a un año pero en todos los casos a menos de tres años (Gráfico IV.2.3.6).

⁹³ Tasas de interés fijas para los períodos respectivos para el mercado primario, que son las únicas para las cuales es posible hacer este análisis; ya que, los títulos con tasas variables ofrecidas por el gobierno colombiano están indexados a la inflación.

2.4 Distribución por mercados

En los últimos cuatro años, se ha observado una clara pérdida de importancia del mercado primario de las transacciones de TES B. Se observa cómo, del total de transacciones de estos títulos el 10,3% se hacía en el mercado primario en 1997, porcentaje que pasó a sólo 0,2% en 2000 (Gráfico IV.2.4.1).

En otras palabras, en el período analizado un título promedio emitido por el Gobierno se transa 40 veces en el mercado, lo cual muestra una marcada preferencia de los tenedores de los títulos a moverlos en el mercado y puede ser una de las razones que explica el crecimiento elevado de los ingresos por la venta de títulos que reciben las firmas comisionistas, incluso muy superior a aquellos derivados de la rentabilidad de estas inversiones, aspecto que se discutió en la sección en el capítulo III.

En cuanto al comportamiento de las diferentes bolsas, la Bolsa de Bogotá concentra la mayor parte de las transacciones en bolsa de los títulos de tesorería en el mercado primario, seguida por la Bolsa de Medellín y por último la de Occidente (Gráfico IV.2.4.2). Este comportamiento es similar en el mercado secundario (Gráfico IV.2.4.3).

Del análisis anterior se concluye que el mercado de deuda pública ha avanzado sustancialmente en los años recientes en la medida en que se han diversificado los instrumentos en el mercado, y se ha profundizado el mecanismo de subastas en detrimento de las contrataciones forzosas y convenidas, aspecto que corrige severas imperfecciones del mercado y mejora los niveles de competencia. Además, es claro que se han intensificado las funciones de *market makers* por parte de los agentes del mercado, situación a todas luces positiva para el desarrollo y modernización del mercado de capitales.

Sin embargo, se observa también que, a pesar de que las tasas de estos títulos han venido reduciéndose en los últimos cuatro años (con excepción de 1998), éstas han estado por encima de las tasas del mercado (DTF), especialmente en el año 2000, entrando a desplazar en forma importante otros papeles e instrumentos del mercado financiero.

El mencionado comportamiento general de las tasas, sumado a los esquemas de contratación por parte del Gobierno según los diferentes plazos de maduración y las tasas correspondientes (en especial la estructura de 1997-1999), han sido particularmente favorables para los inversionistas. Como se vio en el capítulo III, las firmas comisionistas han concentrado sus operaciones en las inversiones en estos títulos de renta fija, de donde han derivado enormes ganancias en los años recientes.

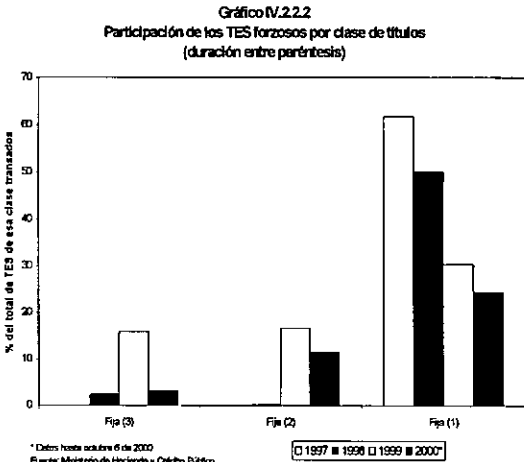
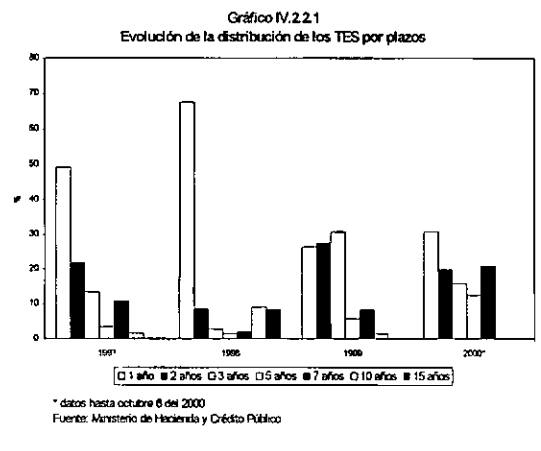
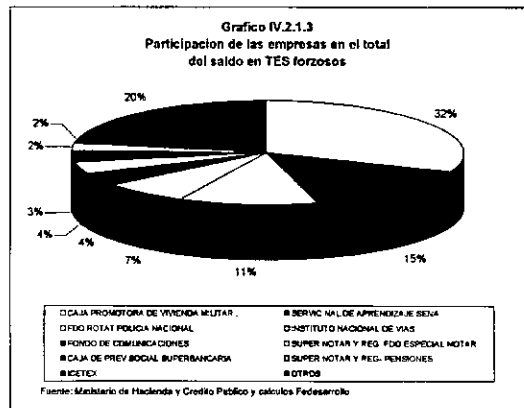
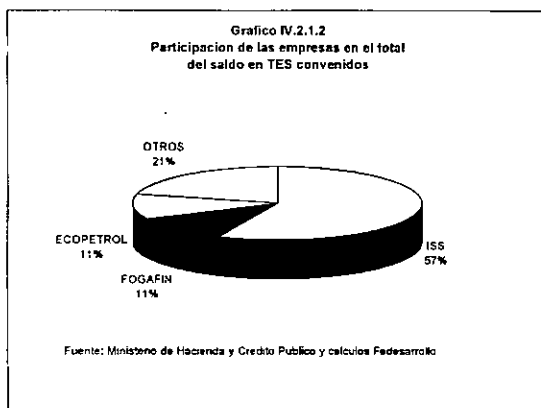
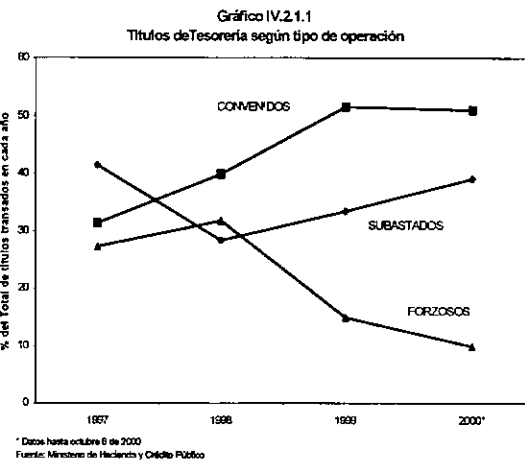
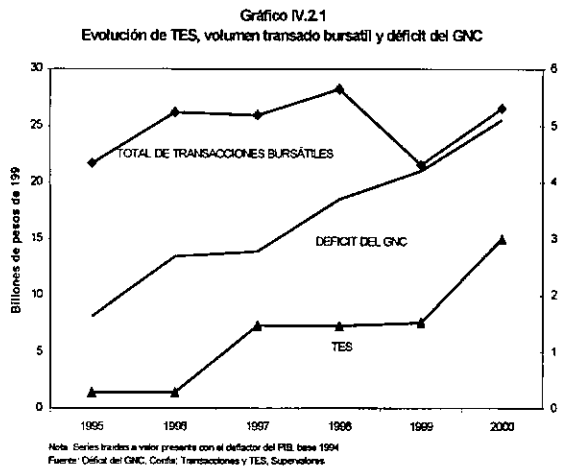


Gráfico IV.2.2.3
Participación de los TES convertidos por clase de títulos
(duración entre paréntesis)

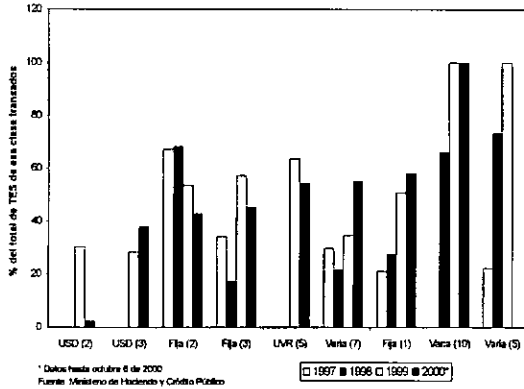


Gráfico IV.2.2.4
Participación de las subastas por clase de títulos
(duración entre paréntesis)

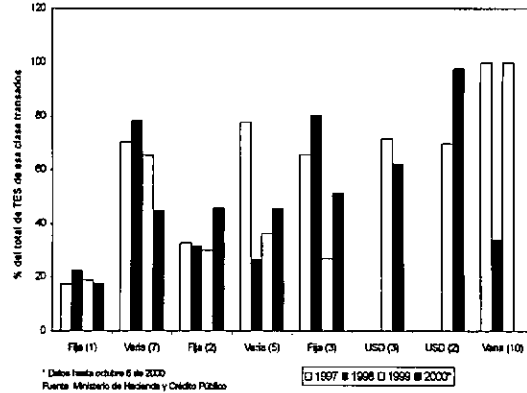


Gráfico IV.2.3.1
Evolución del porcentaje de títulos transados por tipo de tasa

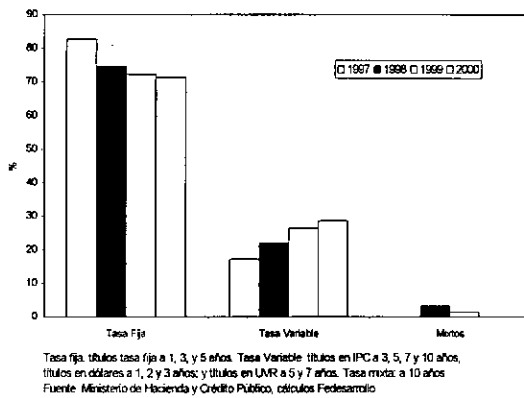


Gráfico IV.2.3.2
Tasas de interés de corte de los TES según plazo

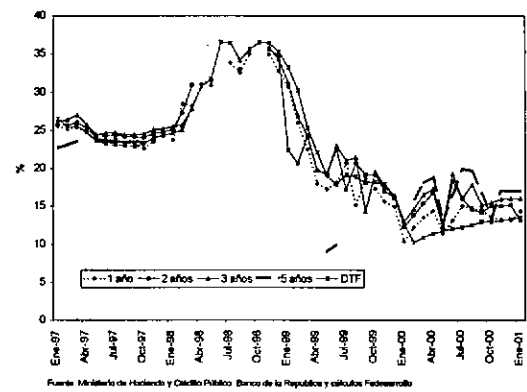


Gráfico IV.2.3.3
Curva de rendimiento 1997

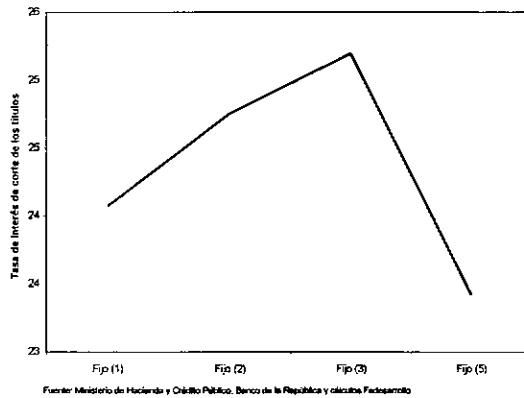


Gráfico IV.2.3.4
Curva de rendimiento 1998

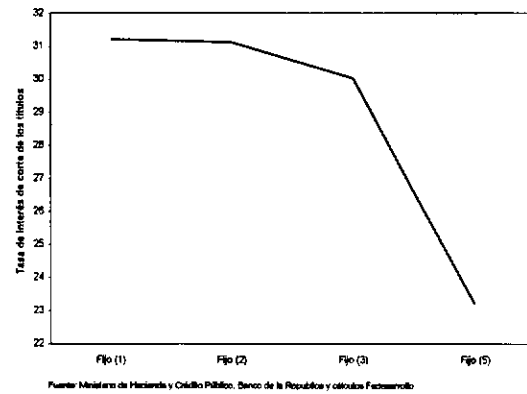
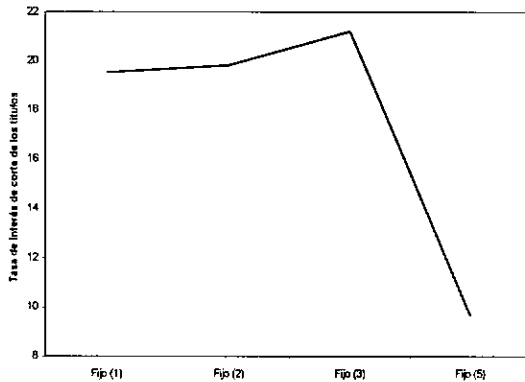
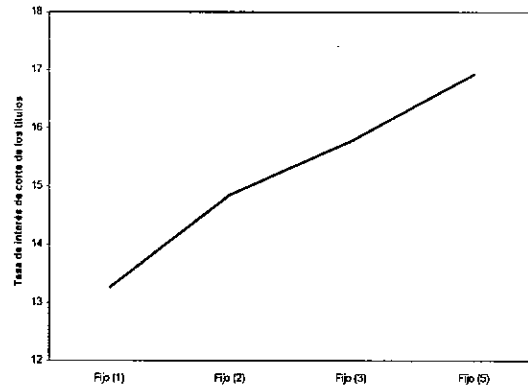


Gráfico IV.2.3.5
Curva de rendimiento 1999



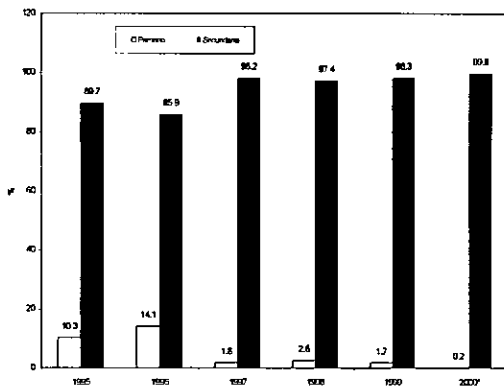
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Banco de la República y cálculos Fedesarrollo

Gráfico IV.2.3.6
Curva de rendimiento 2000



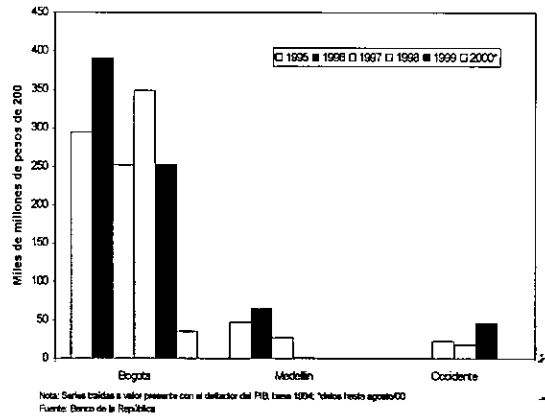
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Banco de la República y cálculos Fedesarrollo

Gráfico IV.2.4.1
Participación de las transacciones de TES B por mercados



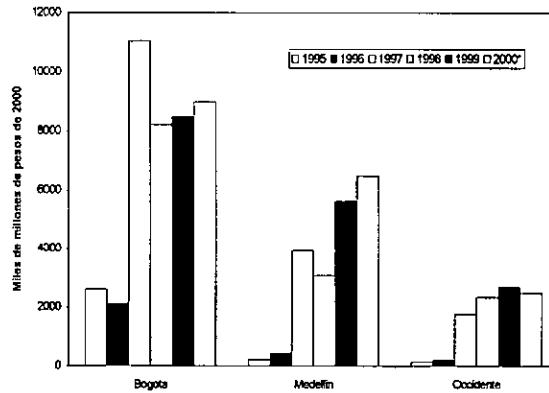
Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo

Gráfico IV.2.4.2
Valor de los TES de rentas fija y variable en el mercado primario



Nota: Series traídas a valor presente con el deflactor del PIB, base 1994; *datos hasta agosto 00
Fuente: Banco de la República

Gráfico IV.2.4.3
Valor de los TES de rentas fija y variable en el mercado secundario



Nota: Series traídas a valor presente con el deflactor del PIB, base 1994; *datos hasta agosto 00
Fuente: Banco de la República

BIBLIOGRAFIA

Ayala, U. y Olaya, J., (1996) "La Regulación y el Marco Institucional del Mercado de Capitales en Colombia", Estudio realizado para la Misión del Mercado de Capitales.

Aylward A., y Glen J. (1999) "Primary securities markets: cross country findings". Discussion paper N° 39 International Finance Corporation, The World Bank.

Banco de la República (2000). Revista del Banco de la República. Vol. LXXIII No. 875, septiembre.

_____ (2001). Información puesta a disposición en la página del web del Banco.

Bolsa de Bogotá (2001). Información puesta a disposición en la página del web de la Bolsa.

Bolsa de Medellín (2001). Información puesta a disposición en la página del web de la Bolsa.

Bolsa de Occidente (2001). Información puesta a disposición en la página del web de la Bolsa.

Cabrera M. y González J. (2000) "El desmanejo de la deuda pública interna: informe preparado para la Contraloría General de la República".

Cárdenas, M y Rojas, J.M. (1996) "La Microestructura del Mercado de Bursátil Colombiano". Documento de Trabajo, Misión de Estudios del Mercado de Capitales, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Fedesarrollo.

Correa P. (2000) "Public debt, public debt markets and monetary policy in Colombia". Borradores de Economía No. 147. Banco de la República.

Demigurc-Kunt A. y Levine R. (1999) "Bank-Based and market-based financial systems: cross-country comparisons", The World Bank.

Fama, Eugene F. (1991) "Efficient Capital Markets: II", The Journal of Finance, Vol XLVI, No.5.

Glen, J (1994), "An Intoduction to the Microstructure of Emerging Markets", Discussion Paper No. 24, International Financial Corporation.

Levine R. y Zervos S. (1998) "Capital control liberalization and stock market development", World Development Vol. 26 N° 7.

----- (1998) b "Stock markets, banks, and economic growth", The American Economic Review Vol 88 N° 3, junio.

_____ (1996) "Stock market development and long - run growth", The World Bank Economic Review, vol. 10 N° 2.

López de Silanes F. (1999) Intervención en el Foro sobre Mercado de Capitales, Universidad de los Andes, Dinero y Bolsa de Bogotá.

Lora E. y Salazar N. (1996) "La demanda de activos de los inversionistas institucionales en Colombia", Mision de Estudios de Mercado de Capitales, Fedesarrollo.

Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2001). Información suministrada en Crédito Público y en la página web del Ministerio.

Ministerio de Hacienda, Banco Mundial y Fedesarrollo (1996) Misión de Estudios del Mercado de Capitales: Informe Final.

Ossa C. y otros funcionarios (1999) "Situación de la deuda pública interna" Contraloría General de la República.

Superintendencia de Valores (1995) Desempeño del sistema de comisionistas Año 1994, oficina de Estudios Económicos.

_____ (1996) Informe de coyuntura de comisionistas: Desempeño del sistema de comisionistas colombiana Año 1996, oficina de Estudios Económicos, diciembre 1996.

_____ (1997) Los comisionistas de valores, oficina de Estudios Económicos.

_____ (1998) Doctrinas y Conceptos 1996.

_____ (1998) Informe de labores: segundo semestre 1997 – primer semestre 1998, oficina de Estudios Económicos.

_____ (1998) Market makers o especialistas del mercado bursátil, oficina de Estudios Económicos.

_____ (1998a) La Nueva Dinámica del Sector Público y su interacción con el Mercado de Valores, Memorias de Seminarios 1996-1997, pág. 123-199.

_____ (1999) Informes Especiales: Informe anual del mercado público de valores Año 1998, oficina de Estudios Económicos.

_____ (2000) Plan único de cuentas de las firmas comisionistas, 1995-1999.

_____ (2001) Información puesta a disposición en la página del web.

Anexo Capítulo 1

Ejercicio de integración para observar la eficiencia con que los mercados bursátiles de Bogotá y New York adaptan información externa

Uno de los indicadores planteados para medir la eficiencia de los mercados de capital es la varianza de las series de los índices bursátiles y su posible explicación estocástica. Si un mercado es eficiente se espera que adapte toda la información que le sea proporcionada y que responda a los estímulos hacia el alza o la baja que esta información induzca. Un mercado poco eficiente tendrá un comportamiento predecible, el cual será reproducible a partir de su evolución de corto plazo.

Los indicadores por excelencia del estado de los mercados bursátiles son los índices de precios, los cuales son construidos a partir de la suma ponderada de los precios de los activos en el mercado. Si un mercado es muy eficiente, se espera que el índice incorpore información exógena de otras variables de la economía. En cambio, si el mercado es poco eficiente se espera que se pueda predecir el comportamiento de su índice de precios a partir de su nivel anterior.

Para medir la eficiencia del mercado accionario colombiano, se realizó un ejercicio econométrico en el que se descompone la varianza o movimiento intertemporal de los índices de precios de las bolsas de Bogotá y New York, IBB y Dow Jones, respectivamente.

Existen varias maneras de proyectar el valor de una variable, una de ellas es a partir de modelos autoregresivos en los que la variable se estima a partir de combinaciones algebraicas de su pasado. Para este ejercicio se escogieron combinaciones lineales. Un modelo autoregresivo de segundo orden (AR2) proyecta una variable a partir de sus 2 observaciones anteriores, de la forma:

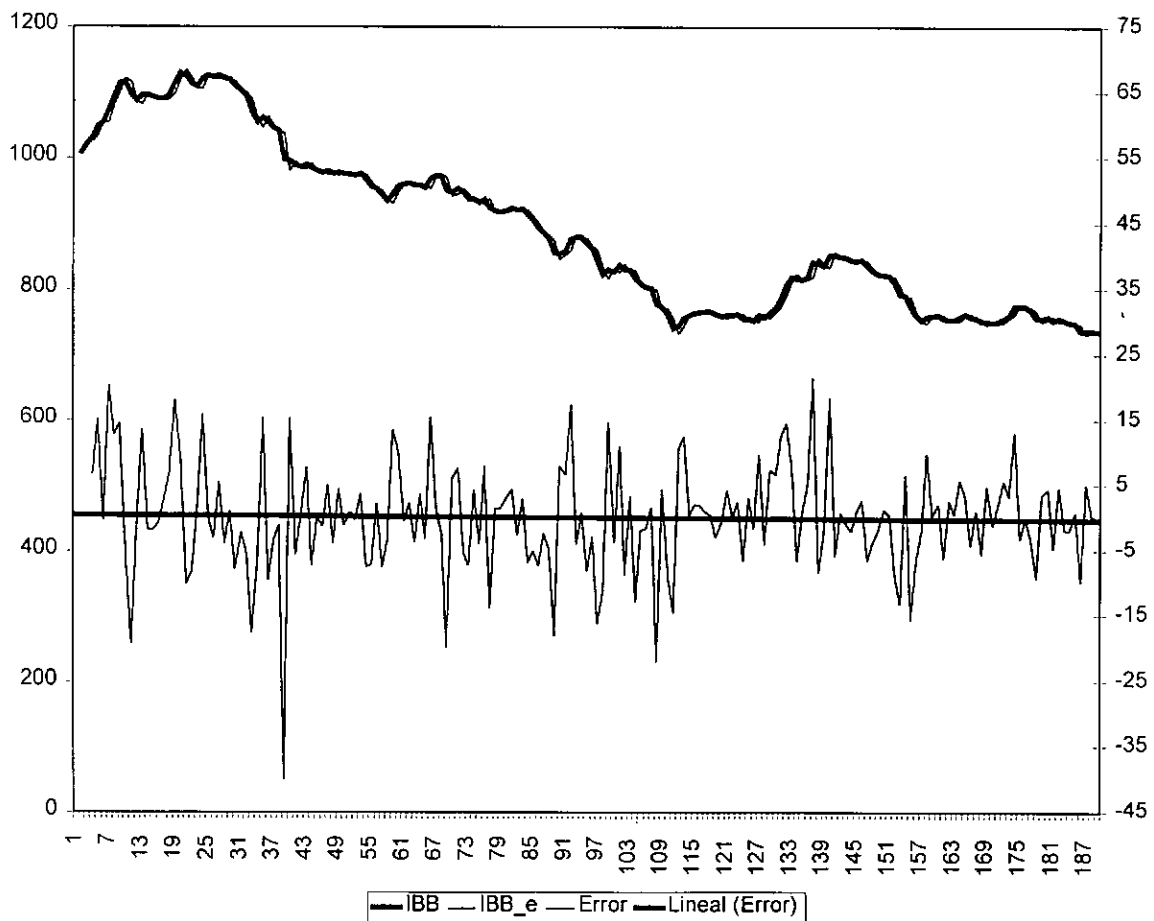
$$Y_t = B_0 Y_{t-1} + B_1 Y_{t-2} + E_t$$

Se puede concluir que la variable en el período “t” depende de su pasado si los coeficientes beta sub-cero y beta sub-uno resultan significativos y el error de la estimación se puede considerar aleatorio con media y varianza constantes (a estas características se les llamará en adelante ruido blanco). Cuando se corre la regresión descrita anteriormente para los índices de precios de bolsa y el error resulta ser ruido blanco, con parámetros altos (cercaos a uno) y significativos, se puede concluir que la variable depende fundamentalmente de sus valores observados anteriormente y no incorpora información exógena que el mercado le suministre, es decir el mercado tiene un comportamiento ineficiente.

Para el caso del índice de precios de la Bolsa de Bogotá (IBB) se corrió la regresión y los parámetros resultaron significativos al 95% de confianza con los valores 1.33 y -0.32 para el primer y segundo rezago, respectivamente. A su vez el error resultó ruido blanco bajo la

prueba Q^{94} . El Gráfico A.1 muestra el comportamiento de la variable y su estimado bajo el AR2 y el error de la estimación, el cual tiene media y varianza constante.

Gráfico A.1
Índice de Bolsa de Bogotá, Índice estimado con AR2 y error



El gráfico muestra cómo el índice puede ser proyectado fácilmente a partir de sus niveles pasados con un nivel de error relativamente bajo (14 a 1000 del índice), lo que implica ineficiencia del mercado para incorporar a los precios choques exógenos que afectan ese mismo mercado.

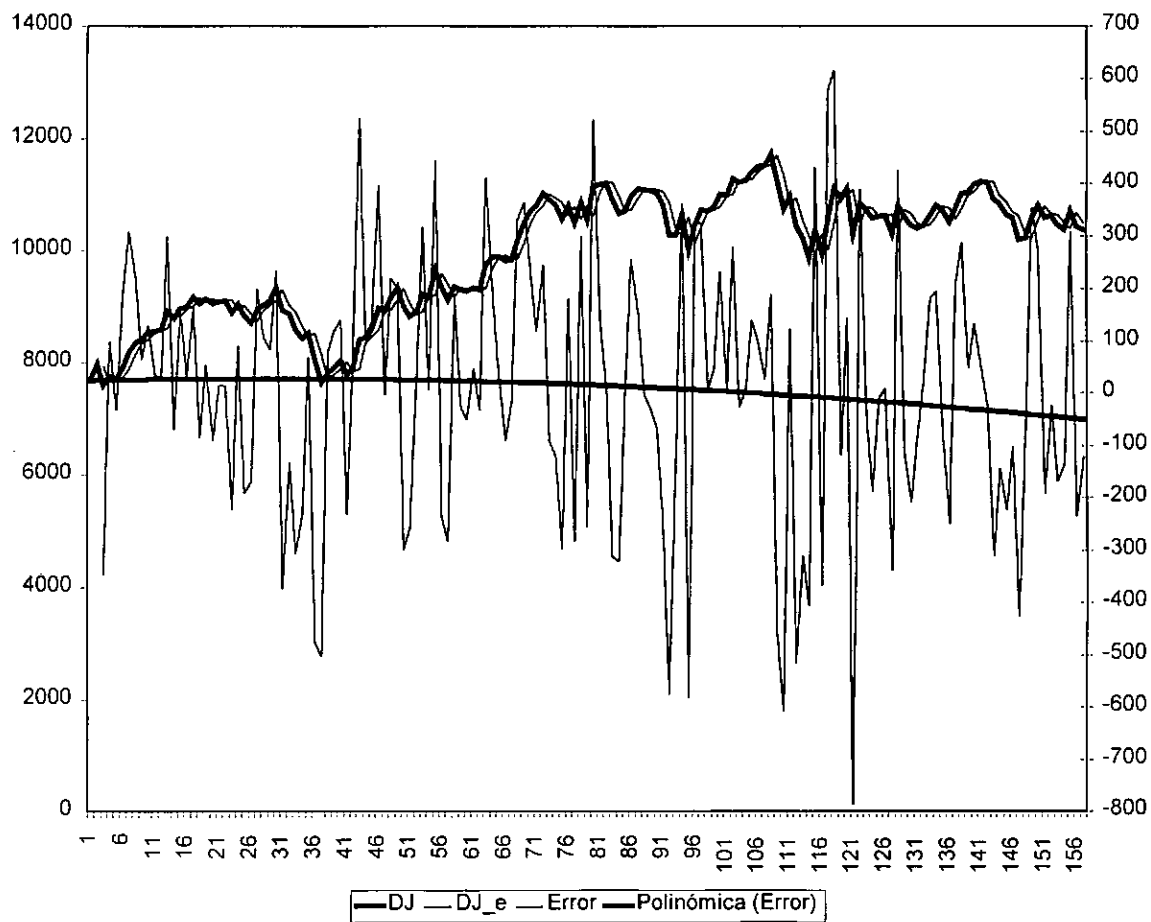
Por otro lado, el Gráfico A.2 presenta el mismo ejercicio para el índice de precios Dow Jones. Los parámetros resultaron significativos con los valores 0.83 y 0.16 para el primer y

⁹⁴ Se refiere al estadístico Q usado ordinariamente para probar las características de estacionariedad y ruido blanco en los errores. La prueba con el estadístico Q fue realizada para AR de orden 1 al 4, el mejor resultado es el que se presenta para los dos índices, el AR2.

segundo rezago, respectivamente. Lo anterior quiere decir que el nivel es un factor importante en la predicción de este índice, pero al revisar el error de la estimación es claro que no es ruido blanco y que el índice incorpora mucha más información, exógena en muchos casos, lo que nos hace pensar que es un mercado más eficiente que el colombiano.

Gráfico A.2

Indice de Bolsa de NY, Indice estimado con AR2 y error



ANEXOS CAPÍTULO IV

ANEXO IV.1
Empresas con TES CONVENIDOS y el porcentaje del total del que son beneficiarios. Datos al final de 2000

	%
FONDO PARA EL FINANCIAMIENTO DEL SECTOR AGRO	2.4
FINAGRO - FAG	0.7
ISAGEN S.A E.S.P	0.3
PENS ANTIOQUIA-RESERVA DE VEJEZ	0.3
IMPRESA NACIONAL DE COLOMBIA	0.1
FINAGRO- ICR	0.1
FINAGRO- CIF	0.1
PENS ANTIOQUIA-RESERVA SOBREVIVENCIA	0.1
MINERCOL LTDA	0.0
FINAGRO- FAG LEY 101	0.0
FINAGRO- PRAN	0.0
CORP.AUTON. REG. CENTRO DE ANT.	0.0
PENS.ANTIOQUIA-RESERVA INVALIDEZ	0.0
CENTRO DERMATOLOGICO FEDERICO LLERAS ACOSTA	0.0
FINAGRO- CIF CONSERVACION	0.0
INST.DE SEGUROS SOCIALES	41.9
I.S.S. RIESGOS PROFESIONALES	11.8
ISS - ADMINISTRACION	2.8
I.S.S. SALUD	0.2
TOTAL RELACIONADA CON EL ISS	56.8
SEGURO DE DEPOSITOS - FOGAFIN	5.1
FOGAFIN- CONTRIBUCION DECRETO 2331/98	3.0
FONDO NACIONAL DE GARANTIAS S.A	0.9
FOGAFIN- CONTRIBUCION BANCA PUBLICA	0.8
FDO.GTAS.DE INST.FINANCIERAS	0.5
FOGAFIN- CONTRIBUCION SECTOR SOLIDARIO	0.4
FOGAFIN - FONDO DE PENSIONES Y CESANTIAS -	0.3
MINHACIENDA-PRESUP.NAL FOGAFIN	0.2
FOGAFIN-RECONSTRUCCION EJE CAFETERO	0.0
FOGAFIN-CIAS DE SEGUROS A.R.P	0.0
TOTAL RELACIONADO CON EL FOGAFIN	11.1
EMP NAL DE TELECOMUNIC TELECOM	5.7
CAPRECOM- PROVISION VEJEZ	1.5
CAPRECOM- PROVISION SOBREVIVENCIA	0.3
INDUSTRIA MILITAR	0.1
EMP.DE TELECOMUNICAC.DE TULUA	0.1
CAJANAL SALUD	0.1
MUNICIPIO DE PEREIRA	0.1
INST.NAL.DE RADIO Y TELEVISION	0.0
MIN AGRICULTURA	0.0
CAPRECOM- PROVISION INVALIDEZ	0.0
ICEL	0.0
INST. GEOGRAFICO "AGUSTIN CODA	0.0
INST.SUPERIOR DE EDUCACION RURAL	0.0
CONCURSO NACIONAL DE BELLEZA	0.0
FIDUCOLOMBIA-PAT. AUT.PASIVO PENS. ECOPETROL	4.6
LLOYDS TRUST FID FDO DE PENSIONES ECOPETROL	4.5
EMPRESA COLOMBIANA DE PETROLEOS ECOPETROL	2.0
TOTAL RELACIONADO CON ECOPETROL	11.1
FONDO NACIONAL DE AHORRO	2.6
FID.PREVISORA- MAGISTERIO	1.4
FIDUCIAR FIDEICOM.TRAT.DE AGUAS RES.RIO BTA	1.0
FIDUPREVISORA - CONS.FISALUD COMPENSACION	0.7

ANEXO IV.2
Empresas con TES FORZOSOS y el porcentaje del total del que son beneficiarios. Datos al final de 2000

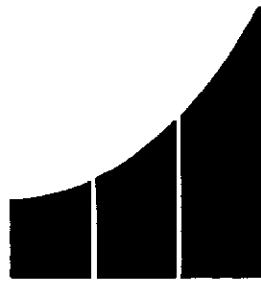
	%
CAJA PROMOTORA DE VIVIENDA MILITAR	30.8
SERVIC.NAL.DE APRENDIZAJE SENA	14.9
FDO ROTAT.POLICIA NACIONAL	11.4
INSTITUTO NACIONAL DE VIAS	7.0
FONDO DE COMUNICACIONES	4.1
SUPER NOTAR Y REG. FDO ESPECIAL NOTAR.	3.7
CAJA DE PREV.SOCIAL.SUPERBANCARIA	3.5
SUPER NOTAR Y REG- PENSIONES	2.4
ICETEX	2.2
INURBE	1.6
FDO.PREV.SOC.CONGRESO DE LA REP.	1.6
INCORA OFI. CENTRALES	1.6
INPEC-INST.NAL.PENIT. Y CARCELARIO	1.4
CAJA DE RETIRO DE LAS FF.MM.	1.4
SUPERINTENDENCIA DE SERVICIOS PUBLICOS DOMIC.	1.2
CAJA SUELDOS RET.POLICIA NAL	1.2
ESC. SUP. DE ADMON. PUBLICA	1.1
IMPRESA NACIONAL DE COLOMBIA	1.0
SUPERINTENDENCIA BANCARIA	0.8
U.NAL- NIVEL NACIONAL-NIVEL CENTRAL	0.8
FDO.ROT.MINIST.RELACIONES EXTERIORES	0.7
ICFES	0.6
FDO ROTATORIO REGIST. NACIONAL	0.5
INST.NAL.VIGILANC.MEDICAMENTOS Y ALIMENTOS	0.5
SUPER.DE NOTARIADO Y REGISTRO	0.4
CLUB MILITAR	0.3
FDO.BIEN.SOC.CONTRAL.GRAL.REP.	0.3
FONDO ROTATORIO DAS	0.2
UNIV.COLEGIO MAYOR DE C/MARCA	0.2
SUPER NOTAR Y REG- FDO ESPECIAL DE VIVIENDA	0.2
UNIV.NAL.MEDELLIN-NIVEL CENTRAL	0.2
FDO.DE PASIVO SOC.FERROC.NALES	0.2
INSTITUTO COLOMBIANO AGROPECUARIO	0.2
FONDO ROTATORIO DEL DANE	0.1
UNIDAD ADM.ESPECIAL LIQU.ASUNTOS ICT	0.1
COLCIENCIAS	0.1
MINISTERIO DE JUSTICIA Y DEL DERECHO	0.1
UNIVERSIDAD NACIONAL DE COL.	0.1
INST.NAL. PESCA Y AGUICULTURA	0.1
FONDO ACUMULATIVO UNIVERSITARIO	0.1
INST. CASAS FISCALES EJERCITO	0.1
SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES	0.1
FDO.NAL.DE CAMINOS VECINALES OFICINA CENTRAL	0.1
CONS.FCOL-FVALLE-FPREVI-CVC 1	0.1
UNIV.NAL.FACULT.CIENCIAS ECONOMICAS	0.1
CAJA DE PREVISION SOCIAL UNIV. CAUCA - SALUD	0.1
INST NACIONAL DE SALUD	0.1
FONDO NACIONAL AMBIENTAL - FONAM	0.0
FONDO ROTATORIO DE LA FAC	0.0
INSTITUTO TECNICO CENTRAL DE BOGOTA	0.0
INGEOMINAS	0.0
INT.COL.DE.LA JUV.Y EL DEPOR.COLDEPORTES	0.0
INST.COL.DE BIENESTAR FAMILIAR-ICBF	0.0

FONDO FINANCIERO DE PROYECTOS DE DESARROLLO	0.7
FID.PREVISORA - PROSPERAR	0.4
FIDUPREVISORA-CONS.FISALUD PROMOCION	0.4
FIDUPREVISORA-EJE CAFETERO CREDITOS	0.3
FIDUCIARIA LA PREVISORA FDO.MAGIST.RECUR PROP	0.3
FIDEICOMISO IDU APORTES NACION FIDUC.POPULAR	0.2
FIDUIFI S.A.FIDEICOMISO PROSPERAR	0.2
FIDUIFI S.A.FIDEICOMISO II MAGDALENA MEDIO	0.1
LLOYDS OPEN F.C O.	0.1
LLOYDS TRUST-TRANSMILENIO FDO CONTINGENCIA	0.1
FIDUPREVISORA INDUMIL IV	0.1
FIDUPREVISORA-FOSADEC	0.1
FIDUCOLOMBIA- FIDEIC. AERONAUTICA CIVIL	0.1
FIDUIFI S.A.FIDEICOM. MALLA VIAL N.1 PREDIOS	0.1
FIDUCIARIA LA PREVISORA S.A.	0.0
FIDUIFI S.A. FIDEIC. MALLA VIAL PRINCIPAL INV	0.0
FONDO COMUN ORINARIO DE INVERSION UNICO	0.0
FID.PREV-FDO RIESGOS PROFESIONALES II	0.0
FIDUIFI S.A.FIDEICOMISO MIXTA CDP	0.0
SOC. FIDUCIARIA SANTANDER INVESTMENT TRUST CO	0.0
FID.CAFETERA FIDEI.FDO.ROT.CRED.CAF.	0.0
INST NACIONAL DE CANCEROLOGIA	0.0
FIDUPREVISORA-CAJA BTAR SOCIAL BCH	0.0
FIDUPREVISORA-CONS.FIDUCOL.FIDUPREV.FIDUVALLE	0.0
FDO - FIDUIFI	0.0
FIDUIFI- SOC FIDUCIARIA INDUSTRIAL S A	0.0
FIDUIFI S.A.FIDEIC. MALLA VIAL NO.2 INTERVENT	0.0
FIDUCAFE FIDEIC TAE I EMISION	0.0
FIDUIFI-FIDEIC.MALLA VIAL PPAL INVIAS OTROSH	0.0
FIDUOCCIDENTE FID. BONSO DISTRITO CRED.EXTER.	0.0
SANTANDER INVES.TRUST S.A-FID.PASIVO PENSIONA	0.0
FIDUIFI S.A.FIDEIC. MIXTA FORMACION EMPRESARI	0.0
FIDUCAFE FIDEIC TAE II EMISION	0.0
FIDUIFI S.A. FIDEICOMISO DEVIMED DESEMBOLSO	0.0
FID.PREV HOG BIENEST CUOTAS DE AMORTI	0.0
FIDUIFI S.A FIDEICOMISO CORREDOR VIAL DE CGNA	0.0
FIDUCIARIA PETROLERA S A FIDUPETROL S A	0.0
FIDUPREVISORA-FDO NAL DE CALAMIDADES BOMBEROS	0.0
FID.PREV FDO NAL CALAMIDADES	0.0
FIDUPREVISORA FDO NAL CALAMIDADES	0.0
FID. LA PREVISORA - FDO. DEPORTISTA ARTISTA	0.0
FIDUPREVISORA PENSIONADOS CORFITRANSPORTE	0.0
FIDUIFI S.A.FIDEIC. MIXTA COMERCIALIZACION	0.0
FIDUIFI S.A.FIDEICOMISO MIXTA SENA OEI	0.0
TOTAL CONVENIDAS	100.0

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público,
clasificación y cálculos Fedesarrollo

UNIV.NAL.FACULT.CIENCIAS HUMANAS	0.0
UNIV.NAL. FACULT.DE DERECHO	0.0
UNIV.NAL.PALMIRA-NIVEL CENTRAL	0.0
IDEAM	0.0
FDO ROTATORIO ARMADA NACIONAL	0.0
DEFENSA CIVIL COLOMBIANA	0.0
INST.NAL.MEDICINA LEGALY CIENCIAS FORENSES	0.0
EMP.SOC.DEL ESTADO HOSP.SAN RAFAEL DE FACATAT	0.0
INST.TOLIMENSE DE FORMACION TECNICA PROFESION	0.0
INAT	0.0
TOTAL FORZOSAS	100.0

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público,
clasificación y cálculos Fedesarrollo



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.