MISION DE MERCADO DE CAPITALES

LOS BONOS COMO INSTRUMENTO DE FINANCIAMIENTO Y SU APLICACION AL CONTEXTO COLOMBIANO

INFORME FINAL

CONSULTOR:
JAVIER SERRANO RODRIGUEZ

ENERO 30 DE 1996

LOS BONOS COMO INSTRUMENTO DE FINANCIAMIENTO Y SU APLICACION AL CONTEXTO COLOMBIANO.

RESUMEN EJECUTIVO.

En este trabajo se hace una evaluación del desarrollo del mercado de bonos en Colombia, del marco legal y de las instituciones que existen a su alrededor, evaluando los obstáculos principales que habría que remover para la utilización de la emisión de bonos como una alternativa de finaciamiento. El trabajo comienza con una revisión de las definiciones más importantes relacionadas con un mercado de bonos, la cual incluye entre otras, tipos de bonos, riesgos inherentes, ventajas y desventajas del bono como alternativa de finaciamiento y productos complementarios. La revisión de los tres principales mercados de bonos: Estados Unidos, Alemania y Japón, conjuntamente con la revisión del marco legal y de las instituciones en el caso colombiano, llevan a una de las más importantes conclusiones del estudio relacionada con la existencia en Colombia de instrumentos e instituciones similares a las que existen en mercados más desarrollados, lo cual implica que no se necesitarían cambios significativos en el marco regulatorio e institucional para promover un mayor desarrollo del mercado. La mayoría de los instrumentos y de las instituciones que actualmente existen son relativamente nuevas como para que las mismas se reflejen en los resultados del mercado.

Los bonos como alternativa de financiamiento de largo plazo tienen un buen posicionamiento competitivo frente a otras alternativas, entre las cuales predomina el crédito de las entidades financieras ya sea con recursos propios o con recursos de redescuento. El posicionamiento competitivo se refleja en el costo, el plazo y la posibilidad de adecuarse a las necesidades de las partes involucradas en el mercado. La aparición de las sociedades calificadoras de valores trajo como consecuencia inmediata una disminución significativa de los costos de emisión. En el mercado existen una serie de variantes que le pueden agregar valor a la forma tradicional de la

emisión que ha predominado en Colombia y que hasta ahora no se han utilizado; bastaría con mencionar el caso de los bonos con cupones de suscripción de acciones que permitiría desarrollar un nuevo mercado en nuestro medio, conocido en otras partes como el mercado de los "warrants"; entre otras alternativas interesantes para el desarrollo del mercado se mencionan a los "strips" y a la emisión de bonos con corredores ("collars").

En el estudio se muestra que existe un potencial importante para el desarrollo del mercado de bonos con emisores de muy diferente naturaleza; empresas públicas, empresas privadas, la Dirección del Tesoro Nacional y los establecimientos de crédito, estos últimos favorecidos por el régimen de encajes. Al mismo tiempo se han dado una serie de eventos que facilitarán el desarrollo de ese mercado, entre los cuales se destacan el crecimiento de los inversionistas institucionales, las sociedades calificadoras de valores, la titularización de cartera, la emisión de TES por parte de la Dirección del Tesoro Nacional, la información que los emisores tienen que suministrar al mercado, etc. Entonces surge la pregunta: qué hacer para lograr un crecimiento importante del mercado de bonos? La respuesta a esta pregunta crucial se encuentra en la necesidad de desarrollar los intermediarios del mercado de valores, específicamente sociedades comisionistas de bolsa y corporaciones financieras, no sólo a través de un cambio de orientación hacia actividades de banca de inversión sino también a través de un trabajo sistemático de promoción del mercado donde las ventajas reales del bono sean conocidas y apreciadas por los diferentes emisores potenciales y por los inversionistas. Esto último requiere un trabajo permanente de investigación del mercado desde dos perspectivas diferentes pero complementarias: emisores, para anticipar las necesidades del cliente en términos de financiamiento y poder ofrecer soluciones integrales a través de un trabajo más elaborado de ingeniería financiera, e inversionistas y/o ahorradores, no sólo para establecer el potencial y las características de la demanda sino también para suministrarles la información y realizar el análisis necesario, para ayudarles a tomar sus decisiones de inversión.

LOS BONOS COMO INSTRUMENTO DE FINANCIAMIENTO Y SU APLICACION AL CONTEXTO COLOMBIANO

INDICE

		Página
	Resumen Ejecutivo	
I.	**Introducción**	1
II.	**Descripción Teórica**	2
	A. Descripción de los distintos tipos de Bonos	2
	B. Riesgos asociados con los bonos	4
	C. Mercados y su interdependencia	6
	D. Ventajas y desventajas	7
	E. Condiciones necesarias del mercado	8
	F. Productos complementarios en administración de portafolios	9
III.	**La experiencia de mercados extranjeros y su evolución**	12
	A. El mercado de Bonos en los Estados Unidos	12
	B. El mercado de bonos Japonés	26
	C. El mercado de bonos Alemán	30
IV.	**La experiencia colombiana**	33
	A. Comportamiento del mercado de bonos	33
	B. Desarrollo del mercado	38
	C. Marco regulatorio	41
	D. Evaluación de las variables que han incidido en el desarrollo y baja profundización del mercado	42
	E. Tratamiento Tributario	62

LOS BONOS COMO INSTRUMENTO DE FINANCIAMIENTO Y SU APLICACION AL CONTEXTO COLOMBIANO

INDICE (continuación)

		Página
V.	**Ventajas y desventajas que podría ofrecer el mercado colombiano**	63
	A. Para el emisor	63
	B. Para el inversionista	68
VI.	**Una evaluación del mercado potencial colombiano**	72
	A. Ventajas del instrumento frente a otras alternativas de financiamiento	72
	B. Eventos que favorecen el desarrollo de un mercado de bonos	73
	C. Una evaluación de la oferta potencial existente en Colombia	78
VII.	**Conclusiones y recomendaciones para una profundización del mercado de bonos en Colombia**	81
	A. Conclusiones	81
	B. Recomendaciones	88

LOS BONOS COMO INSTRUMENTO DE FINANCIAMIENTO Y SU APLICACION AL CONTEXTO COLOMBIANO.

I. Introducción.

La utilización de los bonos como instrumento de financiamiento tanto de empresas públicas como privadas ha venido aumentando en el mercado colombiano sin que su volumen haya logrado la importancia que debería tener, especialmente si se mira el elevado endeudamiento de las empresas y los altos márgenes que caracterizan la intermediación financiera en Colombia. Se puede afirmar que la participación de los bonos en la mezcla de financiamiento de las empresas es poco significativa, no obstante que se dan condiciones favorables en el mercado que permitirían preveer una mayor utilización.

Por otro lado, las características de las emisiones que se han hecho son relativamente simples, utilizando principalmente un margen o "spread" sobre una tasa de referencia (DTF, TCC, etc), sin que se hayan dado variantes que merezcan la pena destacar. Esta situación se presenta, no obstante que el marco legal permite variantes interesantes que le darían una mayor flexibilidad a una emisión en particular para satisfacer las necesidades de las diferentes partes involucradas. Así mismo se han dado importantes cambios en el marco regulatorio de las ofertas públicas de valores y otros desarrollos en el mercado de capitales, que tienden a favorecer la utilización del bono como instrumento de financiamiento, análisis que se presenta en los siguientes capítulos.

En este documento se hace una presentación de los aspectos teóricos y conceptuales más importantes sobre el bono como instrumento de financiamiento y su aplicación al contexto colombiano; se analiza el desempeño del mercado de bonos en Colombia, los determinantes del mismo y se plantean una serie de recomendaciones para lograr una mayor utilización de esta alternativa de financiamiento.

II Descripción teórica.

A. Descripción de los distintos tipos de bonos.

En el mercado existen diferentes clase de bonos, ya sea por la forma como se determina su rendimiento o por las restricciones y/o ventajas que se le otorgan al emisor o al inversionista. Con relación a un bono habría que definir los siguientes componentes:

Plazo: período de tiempo que transcurre desde la emisión del bono hasta su vencimiento.

Cupón: el interés que se paga en un período cuando el mismo se causa y liquida periódicamente.

Valor nominal: el valor facial del bono.

Descuento: la diferencia entre el valor nominal y el precio al cual se compra el bono.

Prima : La diferencia entre el valor del bono y el valor nominal del mismo.

A continuación una tipificación de las diferentes clases de bonos que se emiten en los mercados financieros:

1. Bonos con cupón.

La forma básica de un bono que reconoce periódicamente el pago de un interés; el cupón corresponde al pago periódico del interés. En el caso de que el bono se emita a tasa fija, el valor del cupón estaría determinado totalmente. Ejemplo, un bono emitido por la Tesorería de los Estados Unidos a 30 años, por valor de $US 10.000.000, que paga un interés anual del 7%, pagadero semestralmente; el bono estaría constituido por 60 cupones con un valor individual de $US 350.000 y un cupón correspondiente al pago principal, por valor de $US 10.000.000 al final de los 30 años.

2. Bonos con cupón cero

No se reconoce pago de intereses durante la vigencia del bono; el rendimiento del mismo proviene del descuento con el cual se compra respecto al valor nominal del bono.

3. Bonos a tasa fluctuante

El interés se liquida con relación a una tasa de referencia ("benchmark"), en oposición al caso cuando el interés del bono se define como un valor constante durante la madurez del mismo.

4. Bonos con cupones de suscripción de acciones.

Para hacerlo más atractivo, el bono se acompaña de un cupón que le da el derecho al tenedor a suscribir un cierto activo a un precio estipulado durante un período específico de tiempo. Usualmente los cupones se pueden ejercitar y/o negociar independientemente del bono; los cupones a que se hace referencia reciben el nombre de "warrants"; en muchas ocasiones el derecho contenido en el "warrant" se refiere a la adquisición de acciones de la empresa emisora del bono a un precio determinado durante un período determinado de tiempo.

5. Bonos convertibles en acciones.

El valor nominal del bono se paga en acciones de la empresa al vencimiento del mismo de acuerdo con una fórmula de conversión acordada previamente; pueden existir dos clases: bonos obligatoriamente convertibles en acciones y bonos convertibles total o parcialmente a voluntad del tenedor del bono.

6. Bonos pagaderos en especie (Kw-hora, M3 de agua).

El valor nominal del bono se paga en especie (Kw-hora, M3 de agua) al vencimiento del mismo, según alguna fórmula acordada previamente.

7. Bonos con opciones call y put.

(a) Bonos con opciones call.

El emisor se reserva el derecho a llamar o amortizar anticipadamente una parte de la emisión o la totalidad de la misma. Aumenta el riesgo para el tenedor del bono; los bonos que se cancelan anticipadamente se suelen escoger al azar.

(b) Bonos con opciones put

En el reglamento de emisión se le ha otorgado al tenedor la opción de redimir anticipadamente el bono de acuerdo con una fórmula preestablecida. El bono se vuelve más atractivo para el tenedor y más riesgoso para el emisor.

8. Bonos con restricciones en la rentabilidad.

(a) Bonos con piso.

Aunque la tasa de interés puede fluctuar de acuerdo con una tasa de referencia, el valor del interés nunca puede estar por debajo de un mínimo establecido. El bono se hace más atractivo para el tenedor.

(b) Bonos con techo.

Aunque la tasa de interés puede fluctuar de acuerdo con una tasa de referencia, el valor del interés nunca puede estar por encima de un máximo establecido. El bono se hace menos riesgoso para el emisor y menos atractivo para el tenedor. Bonos con esta característica se denominan "caps".

(c) Bonos con piso y techo.

Aunque la tasa de interés puede fluctuar de acuerdo con una tasa de referencia, el valor del interés fluctúa entre un mínimo (piso) y un máximo (techo), de acuerdo con la fluctuación de la tasa de referencia. Bonos con esta característica se denominan "collars".

B. Riesgos asociados con los bonos.

A continuación se hace una descripción de los diferentes riesgos asociados con una emisión de bonos.

1. Riesgo de tasa de interés.

Su fundamento se encuentra en la relación inversa que existe entre el valor de un bono y la tasa de interés de mercado. En el caso de un bono a tasa fija, un aumento en la tasa de interés del mercado conlleva una disminución en el valor de mercado del bono y viceversa. A mayor volatilidad de la

tasa de interés una mayor variación en el precio de un bono y por lo tanto un mayor riesgo al cual está expuesto el tenedor del bono.

Para medir y controlar el riesgo de tasa de interés se utilizan los conceptos de "duration" o duración efectiva del bono y "convexity" o convexidad del bono.

2. Riesgo de reinversión.

El flujo de caja proveniente de un bono ya sea por el pago periódico de un interés o por la amortización total o parcial del bono se tiene que reinvertir a una tasa de mercado futura; el riesgo se deriva del hecho de que al momento de la reinversión a que se hace referencia haya disminuido el nivel de las tasas de interés en el mercado.

3. Riesgo de redención anticipada (call).

Lo enfrenta el tenedor cuando el emisor se ha reservado el derecho de redimir todo o una parte de una emisión, de acuerdo con una fórmula establecida en el contrato de emisión. El riesgo se deriva del hecho de que la redención anticipada se haría en el caso de que la tasa de interés de mercado estuviera por debajo de la tasa de interés del bono, con lo cual el tenedor enfrentaría el riesgo de reinversión en el momento de recibir el pago en efectivo. La motivación para el emisor sería la de disminuir el costo de financiamiento.

4. Riesgo de solvencia.

Se relaciona con la mayor o menor probabilidad de que el emisor no sea capaz de cumplir con las obligaciones que ha contraído, esto es con su potencial incapacidad para pagar el principal y los intereses.

Las firmas calificadoras de valores estiman y califican este riesgo de acuerdo con una categorización particular de cada una de ellas; las dos principales firmas de esta naturaleza en los Estados Unidos son: Standard & Poor´s y Moody´s. En Colombia se estableció Duff & Phelps, asociada con Duff & Phelps Credit Rating Co de los Estados Unidos y Duff & Phelps de México.

5. Riesgo de inflación.

Proviene de la pérdida de poder adquisitivo relacionada con los flujos de caja que genera el bono en una fecha futura si se aumenta la inflación afectando por lo tanto la capacidad de compra del tenedor.

6. Riesgo de tasa de cambio.

En el caso de bonos cuyo interés o principal se paga en una moneda "x" diferente a la moneda oficial del tenedor del bono, "y" se enfrenta el riesgo de tasa de cambio proveniente de una devaluación de "x" frente a "y". Así mismo es el riesgo que enfrentaría un emisor si el bono se emite en una moneda "z" diferente a la moneda "w" en la cual opera el emisor, derivado de una revaluación de "z" respecto a "w".

7. Riesgo de liquidez.

El riesgo que enfrenta el tenedor en el momento de realizar su inversión en el mercado, consistente en no recibir un valor cercano al valor real del bono.

C. Mercados y su interdependencia.

1. Mercado Primario.

El mercado primario se enfrenta en el momento de la emisión o colocación primaria del bono. La liquidez primaria del bono es aquella que se obtiene con el emisor del bono, se determina en el reglamento de colocación de la emisión .

2. Mercado Secundario.

El mercado secundario corresponde a las alternativas existentes para liquidar anticipadamente a su fecha de madurez la inversión que ha realizado el tenedor del bono, o para adquirir una inversión después de su emisión en el mercado primario. Una de las componentes principales del mercado secundario es la bolsa de valores.

3. Interdependencia.

Usualmente existe una alta interdependencia entre el mercado primario y el mercado secundario. Tratándose de instrumentos de mediano y largo plazo se tiene que disponer de un mercado secundario eficiente que disminuya significativamente el riesgo de liquidez del tenedor del bono. Por otro lado, los inversionistas y/o ahorradores recurren al mercado secundario buscando alternativas de inversión con rendimientos superiores a los que podrían obtener en el mercado primario o que se adecúen mejor a su perfil de inversión de acuerdo con consideraciones de liquidez o simplemente porque en un momento dado no hay emisiones primarias en que invertir los excedentes de liquidez. Así mismo, los emisores de bonos pueden recurrir al mercado secundario para recomprar anticipadamente una emisión de bonos, si se presentan condiciones favorables en el comportamiento de las tasas de interés.

D. Ventajas y desventajas

1. Emisores

Las principales ventajas para un emisor de bonos frente a otras alternativas de financiamiento serían las siguientes:

(a) Una disminución en el costo de financiamiento frente al financiamiento de los establecimientos de crédito.

(b) El mayor plazo para el pago del principal.

(c) En el caso de los bonos con cupones de suscripción de acciones la posibilidad de disminuir el efecto negativo sobre el estado de pérdidas y ganancias, dándole valor al bono por las condiciones de emisión del cupón de suscripción.

Las principales desventajas para un emisor de bonos frente a otras alternativas de financiamiento serían las siguientes:

(d) Las mayores dificultades que existirían para el prepago de la obligación.

(e) La mayor carga operativa que puede representar la administración de la emisión.

(f) El desconocimiento del mercado de capitales.

(g) El suministro de información pública a las entidades de control, a las bolsas de valores y al mercado,

2. Inversionistas

Las principales ventajas para un inversionista en bonos frente a otras alterantivas de inversión serían las siguientes:

(a) La mayor rentabilidad por el plazo frente a otras alternativas de inversión en caso de que se tenga una curva de rendimiento ("yield curve") con una pendiente bastante positiva que se traduzca en una prima significativa por la liquidez.

(b) La gran cantidad de variantes que puede encontrar en el mercado para adecuarse mejor a sus condiciones de liquidez, rentabilidad, etc.

(c) Un mayor control al riesgo de reinversión.

Las principales desventajas para un inversionista frente a otras alternativas de inversión serían las siguientes:

(d) El mayor riesgo de tasa de interés en el caso de bonos a tasa fija como consecuencia del mayor "duration" que caracteriza a los bonos frente a otras alternativas de corto plazo.

(e) Los riesgos de liquidez y de inflación a que se hizo referencia previamente.

(f) El mayor riesgo de solvencia, si la emisión está subordinada al pago de otras obligaciones.

E. Condiciones necesarias del mercado.

1. Benchmarks.

Se refiere a las tasas de interés que se utilizan ya sea para indexar el bono o para establecer la tasa de interés del mismo, cuando se trata de emisiones a tasa fija. Por ejemplo, en los Estados Unidos es usual la utilización del rendimiento de los papeles de la Tesorería como un "benchmark" para la emisión de bonos.

Aunque en la mayoría de los mercados desarrollados se utiliza como "benchmark" el rendimiento de los papeles emitidos por el gobierno, en Colombia se ha utilizado principalmente como

"benchmark", la tasa promedio de captación a 90 días de bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial, conocida como la tasa DTF.

2. Curva de rendimiento ("yield curve").

En el caso de los Estados Unidos, establece una relación entre el rendimiento de los papeles emitidos por la Tesorería y el plazo de los mismos. Se supone que para el mercado americano, la Tesorería corresponde a un emisor libre de riesgo, por lo cual los rendimientos que allí aparecen corresponden a rendimientos libres de riesgo para diferentes plazos.

La determinación final de una tasa de interés es el resultado de superponer dos primas sobre la tasa básica de interés determinada por la interacción de las curvas de demanda y oferta por fondos.

$I = Io + a1 + a2$

Donde,

Io: Tasa básica de mercado a 90 días.

a1: Prima por liquidez, repecto a la tasa básica del mercado a 90 días ("yield curve").

a2: Prima por riesgo, frente a la tasa libre de riesgo para el plazo del bono.

F. Productos complementarios en la administración de portafolios.

Los productos complementarios en la administración de portafolios que contengan bonos tienen que ver principalmente con la utilización de instrumentos que permitan la cobertura del riesgo de tasa de interés. Con los mismos instrumentos se podría hacer una cobertura del riesgo cambiario cuando sea el caso. A continuación una breve descripción de los principales:

1. Operaciones a plazo ("Forwards").

Un acuerdo entre dos partes para ser ejecutado en una fecha futura. Por ejemplo una venta a plazos de una divisa a realizarse en una fecha futura para la cual se especifica desde ahora la tasa de cambio a aplicar.

El acuerdo es inflexible y sólo se puede eliminar si existe la voluntad de las dos partes. La ventaja principal respecto a los contratos de futuros se encuentra en que el acuerdo se puede establecer según las necesidades específicas de la parte que busca cobertura; en otras palabras son hechos a la medida.

2. Futuros

Contratos negociados en un mercado público para ejecutarse en una fecha futura, que permiten una cobertura del riesgo de tasa de interés o de tasa de cambio, usualmente tomando una posición contraria en el mercado de futuros a la que se tiene en el mercado de lo fisico. Usualmente un portafolio largo en bonos utilizaría posiciones cortas en el mercado de futuros de tasa de interés, para neutralizar el riesgo de tasa de interés.

Las cuatro principales diferencias respecto a un contrato forward, serían las siguientes:

(a) Una posición (corta o larga) se puede anular tomando la posición contraria.

(b) Los contratos son estándares.

(c) Los contratos se negocian públicamente.

(d) Existe una cámara de compensación que garantiza el cumplimiento del contrato.

Los dos futuros más importantes sobre tasas de interés más no los únicos, son el contrato a futuros sobre eurodólares en el Chicago Mercantile Exchange para protección de corto plazo (90 días) y/o para ejecutar un swap de tasas de interés en el mercado de eurodólares y el futuro sobre bonos de la Tesorería en el Chicago Board of Trade para protección de largo plazo.

El atractivo de los mercado de futuros para cobertura del riesgo de tasa de interés o de tasa de cambio tiene que ver con el bajo valor de los "margins" iniciales o depósitos de buena fe, que se requieren para la apertura de posiciones, con el propósito principal de garantizar el cumplimiento de las obligaciones que se adquieren. Sin embargo, las pérdidas o ganancias se ajustan diariamente en el proceso conocido como "marking to market" (marcando el mercado).

3. Opciones

Las hay de dos clases , opciones tipo call y opciones tipo put.

(a) Opciones tipo call

Una opción tipo "call" le da el derecho al tenedor de la opción a comprar a un precio preestablecido ("striking price") o precio de ejercicio, el activo subyacente durante un período de tiempo especificado (período de ejercicio). Por la adquisición de ese derecho, el tenedor (comprador) de la opción paga un valor o premio ("premium"). A su vez, el emisor de la opción

("issuer"), recibe el premio como un ingreso pero adquiere un riesgo ilimitado en el caso de que el tenedor de la opción haga uso de la misma si las condiciones de mercado lo favorecen.

Para el tenedor de la opción, la misma garantiza un tope o techo al precio de compra. Si el valor de mercado está por encima del precio de ejercicio, hará uso de la opción; en caso contrario la deja expirar y compra con el mercado.

El activo subyacente puede ser:

(1) Un paquete de acciones.

(2) Una moneda

(3) Una tasa de interés.

(4) Un índice bursátil.

(5) Un contrato de futuros sobre un producto, una tasa de interés, una moneda o un índice bursátil.

(b) Opciones tipo put

Una opción tipo "put" le da el derecho al tenedor de la opción a vender a un precio preestablecido ("striking price") o precio de ejercicio, el activo subyacente durante un período de tiempo especificado (período de ejercicio). Por la adquisición de ese derecho, el tenedor (comprador) de la opción paga un valor o premio ("premium").

Para el tenedor de la opción "put", la misma garantiza un precio mínimo de venta. Si el precio del mercado está por encima del precio de ejercicio no la ejerce y vende con el mercado; si el precio de mercado está por debajo del precio de ejercicio, la ejerce y vende a ese precio mínimo.

La ventaja frente a un contrato de futuros para operaciones de cobertura radica en que el riesgo del tenedor de la opción está limitado al valor pagado como premio. La desventaja principal está en el valor del premio, especialmente si se tiene en cuenta que el mismo corresponde a una inversión o costo incurrido en la adquisición de la opción que hay que pagar independientemente de si se hace uso o no de la misma.

4. Swaps

Los swaps corresponden a intercambios; en el mundo financiero los principales son:

(a) Swaps de tasas de interés.

Correponde a un intercambio de tasa de interés fija por variable o viceversa, dependiendo del riesgo de tasa de interés que estén enfrentando las partes.

En el mercado de euromonedas, los préstamos a tasa fluctuante, indexados sobre la tasa LIBOR se pueden convertir a tasa fija, eliminando el riesgo de tasa de interés, utilizando contratos de futuros sobre eurodolares.

(b) Swaps de monedas

Intercambio de monedas entre emisores, por ejemplo de bonos, que van a utilizar una moneda diferente a aquella en la cual pueden colocar la emisión por el "rating" preferencial que tienen en ese mercado. Por ejemplo, la empresa americana ABC con un rating preferencial en dólares en los Estados Unidos necesita hacer una inversión en marcos; mientras que la empresa alemana XYZ con un "rating" preferencial en Alemania necesita hacer una inversión en dólares. Ambos pueden utilizar sus "ratings"preferenciales en sus respectivos mercados y hacer un intercambio de monedas disminuyendo el costo de financiamiento.

III. La experiencia de mercados extranjeros y su evolución.

A. El mercado de bonos en los Estados Unidos.[1]

1. Emisiones de la Tesorería.[2]

El mercado principal de bonos en los Estados Unidos es el de la Tesorería de los Estados Unidos, orientado a la consecución de recursos para financiar el déficit fiscal. La Tesorería de los Estados Unidos emite tres tipos de títulos: T-bills, T-notes y T-bonds.

En esencia los T-Notes y los T-bonds son similares excepto por el plazo con el cual se emiten; ambos pagan interés semestral (cupones semestrales) y se negocian con descuento o a la par dependiendo de las condiciones del mercado. Las T-notes se emiten entre 1 y 10 años, mientras que los T-bonds se emiten a 30 años. Adicionalmente a las notas y a los bonos, la Tesorería emite

---

[1]Fabozzi Frank, Bond Markets, Analysis and Strategies.
[2]Ibid, páginas 90-104

títulos de corto plazo, los T-bills que se negocian a plazos de 13 semanas, 26 semanas, 270 días y 1 año. El rendimiento de los T-bills, proviene del descuento con el cual se compran respecto a su valor nominal.

Actualmente los T-notes se emiten a plazos de 2,3,5, 7 y 10 años, mientras que los T-bonds se emiten a plazos de 30 años. Con base en los títulos a largo plazo, especialmente notas a 10 años y bonos a 30 años se ha desarrollado un mercado muy activo de "Strips" o negociación independiente de los cupones que conforman cada título; el resultado de esos procesos de "strips" son los bonos cupón cero, muy utilizados como garantías en procesos de restructuración de deudas.

El rendimiento de los papeles de la Tesorería de los Estados Unidos se utiliza como una de los principales "benchmarks" o tasa de referencia no sólo para el mercado local sino también para otros mercados. Esos rendimientos determinan la bien conocida "yield curve" en el mercado americano que corresponde a la rentablidad libre de riesgo para diferentes plazos.

El manejo operativo de los papeles de la Tesorería se hace bajo la forma de registros contables ("book entry form"), lo cual facilita considerablemente la enajenación del título. De acuerdo con este sistema el inversionista recibe sólo un recibo que evidencia la propiedad del título frente al documento mismo en papel de seguridad tal y como se acostumbra en nuestro medio. La utilización del registro contable ha sido definitiva para el desarrollo del mercado de "strips". En la parte tributaria, el rendimiento de los papeles de la Tesorería está subjeto a impuestos federales, pero está exento de impuestos locales y estatales.

En el cuadro 1 se muestra el estado de la deuda del sector gobierno pendiente en los Estados Unidos al finalizar el año de 1993. Allí se destaca la importancia de los papeles emitidos por la Tesorería de los Estados Unidos y su tamaño relativo frente a otras emisiones de papeles tanto por el sector público como por el privado.

(a) Mercado Primario.

Los papeles de la Tesorería se colocan en el mercado primario bajo un esquema de subastas, que siguen ciclos prestablecidos. Cada lunes existe una subasta para T-bills con plazos de 13 y 26

semanas, mientras que la subasta para los T-bills a 1 año es mensual. La subasta de notas a 2 y 5 años es mensual mientras que los demás títulos se subastan trimestralmente en ciclos diferentes: notas a 3 y 10 años y bonos a 30 años, los meses de febrero, mayo, agosto y noviembre; notas a 7 años, los meses de marzo, mayo, septiembre y diciembre. Las subastas se realizan sobre la base del rendimiento anual, bajo los esquemas de ofertas competitivas y no competitivas, donde estas últimas pagarían el precio promedio de las competitivas. El proceso operativo de las subastas es muy sencillo: del total a subsatarse se deducen las ofertas no competitivas y las correspondientes a las compras realizadas por el Sistema de la Reserva Federal, para definir la cantidad a subsatarse entre las ofertas competitivas; estas últimas se adjudican por precio.

El mercado primario está abierto a cualquier tipo de firma; sin embargo, el Sistema de la Reserva Federal en la implementación de las operaciones de mercado abierto sólo negocia con intermediarios conocidos como "primary dealers". Intermediarios diferentes a los "primary dealers" deben proporcionar garantías suficientes para cumplir con las obligaciones que ellos asumen. Hasta 1992 existió la restricción de que sólo los "primary dealers" y los grandes bancos comerciales podían negociar por su propia cuenta y para sus clientes.

(b) Mercado secundario.

El mercado secundario de papeles de la Tesorería de los Estados Unidos es el mercado más líquido que existe en el mundo; en su forma operativa se trata de un mercado OTC o sobre el mostrador donde un grupo de intermediarios ("dealers"), permanentemente están realizando ofertas y demandas. En el mercado secundario y para cada clase de título, determinada esta última por la madurez del mismo, los últimos títulos subastados se denominan como "on the run" y usualmente son los más líquidos con un menor "spread" entre el "bid" y el "ask"; para esa misma clase, los otros títulos se conocen como "off the run".

En el mercado secundario de los papeles de la Tesorería hay que enfatizar el proceso de "market making", que se da alrededor de:[3]

(1) Los "dealers" especializados en papeles de la Tesorería.

---

[3]Ibid,página 96.

Definen permanentemente el mercado a través de un proceso continuo de ofertas y demandas.

(2) El "when-issued market" o "wi-market".

Mercado previo a la emisión de los papeles de la Tesorería; se extiende desde el día que se anuncia la subasta hasta el día de la emisión.

(3) "Government brokers"

Utilizados por los "Treasury dealers", para la negociación entre ellos, con el propósito de aumentar la velocidad y eficiencia en la realización de sus transacciones.

Otro desarrollo del mercado relacionado con una actividad de "market making", tiene que ver con el mercado de "STRIPS" de papeles de la Tesorería. De acuerdo con esta operación, los "primary dealers", obtienen buenos precios por volumen y plazo, para posteriormente proceder a un fraccionamiento del título o a la venta independiente de cada uno de los cupones que lo conforman, a través de un proceso de distribución o venta hacia el mercado secundario que le da gran eficiencia al mismo y le proporciona importantes utilidades al intermediario, como consecuencia de la diferencia entre el precio al cual compró el título y por ende los cupones y el precio al cual los puede vender en el mercado; si la curva de rendimiento tiene una pendiente positiva pronunciada, el potencia para generar unas utilidades elevadas es grande.

2. Emisiones de agencias soportadas por el Estado.

Entidades de naturaleza privada, creadas por el Congreso para disminuir el costo de financiamiento de sectores o de segmentos de la población considerados como prioritarios en la Economía (agricultores, estudiantes, propietarios de vivienda, etc). Entre las principales se pueden mencionar:

(a) Federal Bank Credit System, para proporcionar crédito y otros servicios al sector agrícola.

(b) Farm Credit Financial Assistance Corporation, creada para ayudar a solucionar los problemas financieros del Federal Bank Credit System.

(c) Federal Home Loan Bank System (FHLBS).

(d) Fedaral Home Loan Mortgage Corporation.

(e) Federal National Mortgage Association.

(f) Financing Corporation, creada en 1987 para recapitalizar al FSLIC (Federal Savings and Loan Insurance Corporation).

(g) Resolution Trust Corporation, creada para liquidar y/o solventar instituciones insolventes en el sector de "savings and loans"

(h) Student Loan Marketing Association ("Sallie Mae"), orientada al financiamiento de la educación superior.

Estas entidades emiten directamente sus instrumentos de financiamiento al mercado. Aunque su participación en el mercado es inferior a la de los papeles de la Tesorería, en los últimos años se ha observado un importante crecimiento que las ha llevado a una participación significativa en el mercado de bonos. Emiten dos tipos de títulos valores: notas a descuentos con plazos hasta de 180 días y bonos con plazos superiores a 2 años. Su principal diferencia con los papeles emitidos por la Tesorería radica en el mayor riesgo que tienen para el inversionista ya que no están garantizados por el Gobierno de los Estados Unidos, con excepción de los emitidos por "The Farm Credit Financial Assistance Corporation".[4]

3. Emisiones de agencias relacionadas con el estado.[5]

Son entidades del gobierno federal que generalmente no emiten títulos directamente al mercado, sino que obtienen su financiamiento a través de otras entidades como el Federal Financing Bank, creada en 1993. Entre esas entidades se pueden mencionar: Commodity Credit Corporation, Export Import Bank, Farmers Home Administration, General Services Administration, Government National Mortage Association, Maritime Administration, Private Export Funding Corporation, Rural Electrification Administration, Rural Telephone Bank, Small Business Administration, Tennessee Valley Authority, Washington Metropolitan Area Transit Authority.

---

[4]Ibid, página 106.
[5]The First Boston Corporation , "Handbook of US Government & federal agency securities", páginas 90-91.

Con la excepción del Private Export Funding Corporation y de Tenessee Valley Authority, los títulos emitidos por estas entidades están garantizados por el Gobierno de los Estados Unidos.

4. Empresas

Las empresas emiten dos tipos principales de instrumentos de contenido crediticio; papeles comerciales, para el financiamiento de corto plazo y bonos para el financiamiento de largo plazo. En el cuadro 1, se muestra la importancia relativa del endeudamiento de las empresas a través de la emisión de bonos y de papeles comerciales; especialmente importante el monto del financiamiento conseguido a través de la emisión de bonos, aún si se le compara con la emisión de papeles de la Tesorería.

En el caso particular de bonos en el mercado americano se pueden establecer diferentes clasificaciones:

(a) Clasificación por las características del emisor y de la emisión

(1) Por tipo de emisor: empresas de servicios, empresas de transporte, empresas industriales, bancos y entidades financieras.

(2) Por el rendimiento: bonos a tasa fija versus bonos a tasa fluctuante (por ejemplo, "floating rate notes).

(3) Por su plazo: notas (menos de 10 años) y bonos (más de 10 años).

(4) Por la amortización del principal: amortización periódica versus pago al final ("balloon payment").

(b) Clasificación por la residencia del emisor.

Existen dos categorías principales:

(1) Bonos domésticos.

El mercado doméstico está constituido por las emisiones de empresas americanas dirigidas hacia el mercado americano y denominadas en dólares.

(2) Bonos yankee

El mercado de los bonos "yankee" está constituido por las emisiones denominadas en dólares que emiten en el mercado de los Estados Unidos empresas y/o entidades no residentes en ese país.

No obstante que en el mercado de los Estados Unidos predominan las emisiones a tasa fija, también se emiten bonos a tasa fluctuante ("floating rates notes") y bonos con características especiales como las presentadas en el capítulo de consideraciones teóricas (con opciones call o put, con piso, techo, corredor, etc), bonos convertibles tanto obligatoriamente como a voluntad del tenedor.

(c) Clasificación por riesgo de solvencia.

Hay que destacar el papel tan importante que juegan las agencias calificadoras de valores (por ejemplo, Standard & Poor´s, Moody´s, etc.) en la evaluación del riesgo de solvencia del emisor.

En términos del riesgo de solvencia, el mercado discrimina entre dos grandes grupos, dependiendo de la calificación otorgada:

(1) Grado de inversión ("investment grade").

Emisiones de bonos con clasificaciones según Standard & Poor´s AAA, AA, A, BBB o según Moody´s de Aaa, Aa, A, Baa.

(2) Bonos basura.

Emisiones de bonos con calificaciones inferiores a BBB o Baa, se denominan "junk bonds" o bonos basura; los mismos son de alto riesgo y de alto retorno.

Este tipo de categorización es muy importante ya que los reguladores prohiben a algunos inversionistas institucionales (por ejemplo, fondos de pensiones), la inversión en bonos por debajo de cierta calificación, específicamente en bonos que se clasifiquen en el mercado basura.

5. Bonos municipales.

Bonos emitidos por los gobiernos locales y por entidades gubernamentales especiales de naturaleza municipal; usualmente sus rendimientos están exentos de impuestos federales y algunas veces de impuestos locales.

(a) Categorías principales de bonos

Existen dos categorías principales de bonos municipales:

(1) Bonos de obligación general ("general obligation bonds").

Emitidos por municipios y autoridades municipales con una garantía general proveniente de todos los ingresos por impuestos que recibe el municipio.

(2) Bonos de ingreso específico ("revenue funds").

Utilizados para financiar un proyecto específico, su pago proviene de los ingresos generados por el mismo proyecto (Por ejemplo, "airport revenue bonds", "hospital revenue bonds", "public power revenue bonds", etc.)

(b) Emisiones de corto plazo ("notes").[6]

Adicionalmente a la emisión de bonos las municipalidades y sus autoridades emiten notas ("notes") que pueden fluctuar entre 3 meses y 3 años, con finalidades diferentes; las principales categorías serían las siguientes:

(1) TANs (Tax anticipation notes): notas emitidas anticipadamente al recaudo de un impuesto.

(2) RANs (Revenue anticipation notes): notas emitidas anticipadamente al recaudo de un ingreso (por ejemplo, venta de una propiedad).

(3) GANs ("grant anticipation notes"): notas emitidas anticipadamente a la recepción de un grant, para ser canceladas con el mismo grant.

(4) BANs ("bond anticipatión notes"): notas emitidas anticipadamente a la una emisión de bonos para ser cancelada con los ingresos de la emisión.

6. Bonos con garantía específica (por ejemplo, "mortgage-backed").

Ya que existe un trabajo específico sobre titularización, solamente se destacan los puntos más importantes del mercado americano:

(a) Garantías.

La garantía específica más utilizada corresponde a cartera hipotecaria; en los otros puntos sólo se hará referencia a títulos que utilizan este tipo de garantía.

(b) Tipos de títulos.

Existen varias clases de títulos:

---

[6]Fabozzi Frank, Bond Markets, Analysis and Strategies, página 151.

(1) Títulos de contenido crediticio ("Mortgage pay through securities")

Títulos de contenido crediticio cuya garantía específica es un fideicomiso ("trust"), constituido por obligaciones hipotecarias; se pueden emitir a tasa fija o a tasa fluctuante.

(2) Títulos de participación ("Mortgage pass-through securities").

Títulos de participación emitidos sobre el flujo de fondos que genera un fideicomiso ("trust") constituido por obligaciones hipotecarias. Pueden ser de rendimiento fijo o de rendimiento variable, dependiendo de la tasa de interés de la cartera en el fideicomiso.

(3) "Collaterized mortgage obligations"

Existen diferentes clases ("tranches") con diferentes fechas de maduración de cada una de ellas. En la forma más utilizada existen 4 clases, A,B,C y Z; mientras las clases A, B y C reciben periódicamente el pago de interés, la clase Z ("accrual bond"), sólo lo recibe en el momento que se han retirado las otras tres clases. Las clases se cancelan secuencialmente, con los pagos de principal, ordinarios y prepagos, que se hagan sobre la cartera en el fideicomiso. El propósito principal de este tipo de instrumentos es el de evitar el riesgo de prepago de las obligaciones en el fideicomiso. Actualmente se han desarrollado varias variantes de esta estructura básica.

(4) "Stripped mortgage-backed securities" ("stripped MBS").

El esquema de distribución del principal y de los intereses es desigual. Por ejemplo, en el "strip" denominado sólo interés/sólo principal, todos los pagos de interés se asignan a una clase de tenedores y todos los pagos de principal a otra clase de tenedores.

(c) Entidades a través de las cuales se hace la emisión.

Tres entidades, que adquieren la cartera, principalmente de los "saving & loans", desempeñando el papel de titularizadoras:

(1) Federal National Mortgage Association (Fannie Mae).

Entidad privada; los títulos emitidos no cuentan con la garantía del gobierno de los Estados Unidos.

(2) Government National Mortgage Association (Ginnie Mae).

Los títulos emitidos por Ginnie Mae están garantizados por el gobierno de los Estados Unidos.

(3) Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac).

Los títulos emitidos por Freddie Mac, no cuentan con la garantía del gobierno de los Estados Unidos.

7. Tamaño relativo del mercado de los Estados Unidos.

El cuadro 1 muestra el tamaño en términos absolutos y relativos, del mercado de los Estados Unidos para cada uno de los títulos a que se ha hecho referencia. Los cuadros 2, 3 y 4 muestran los tamaños absolutos y relativos tanto para papeles de renta fija como para acciones, de los principales mercados bursátiles en los Estados Unidos, Alemania, Londres y Japón al finalizar el año de 1994.

El cuadro 5 muestra la riqueza invertida, negociable y accesible a los inversionistas, para diferentes regiones del mundo, al finalizar el año de 1993. Allí se destaca la importancia del mercado americano y canadiense que para la fecha mencionada representaba un 46.97% del total; particularmente importante la participación en acciones y en papeles del gobierno.

Desde otra perspectiva y según datos extraídos del informe del "Board of the Federal Reserve System", a diciembre de 1992, los activos de las instituciones financieras totalizaban 14.235 miles de millones de dólares con pasivos por una valor total de 13.177 miles de millones de dólares, de los cuales 1.149, correspondían a bonos e hipotecas. Para las entidades no financieras, los valores anteriores eran respectivamente, 7.390, 3.590 y 1.549 miles de millones de dólares.

8. Principales aspectos regulatorios del mercado de valores en los Estados Unidos.

Una descripción detallada del marco regulatorio del mercado de valores de los Estados Unidos, escapa al alcance de este trabajo. Sin embargo se presentan los puntos que se consideran más importantes para el análisis del caso colombiano, con relación al mercado de bonos:

(a) Entidades de control

(1) "Securities and Exchange Commission"

La principal entidad de control del mercado de valores en los Estados Unidos es el "Securities and Exchange Commission" (SEC). Esta agencia gubernamental es responsable por la supervisión y regulación del mercado de valores. Es la responsable de la implantación de todos los actos

promulgados por el Congreso con relación a títulos valores, bolsas de valores, información que deben suministrar las empresas, sociedades de inversión, consejeros de inversión, etc, con el propósito de proteger a los inversionistas.[7] En Colombia, la Superintendencia de Valores desempeña el mismo papel de la SEC con relación al mercado de valores.

(2) Sistema de la Reserva Federal.

Aunque su función principal es la definición y control de la política monetaria, existen una serie de actividades que tienen que ver con el mercado público de valores que son de la responsabilidad del Sistema de la Reserva Federal; por ejemplo la determinación del "discount rate" y la definición de los "margins". Así mismo hay que destacar el rol del Sistema de la Reserva Federal en el control y supervisión del sistema financiero y su participación en el mercado de los papeles de la Tesorería.

(b) La información que hay que suministrar al mercado.

El principio más importante del mercado de valores de los Estados Unidos es el "full disclosure" al cual están obligados los emisores que participan en el mercado. "Full disclosure" significa simplemente que toda la información disponible y relevante se suministre a los inversionistas, de modo que ellos puedan basar sus decisiones sobre una inversión en particular, contando con la información puntual más completa y segura. Así mismo las leyes del estado en el cual una empresa está incorporada, requieren el suministro de cierto tipo de información a las autoridades estatales, incluyendo información para la protección de los accionistas de la empresa[8].

(c) Información privilegiada e "inside trading"

La legislación sobre uso de información priviligiada e "inside trading", constituye uno de los pilares del mercado de valores de los Estados Unidos y de los participantes en el mismo, especialmente de quienes realizan actividades de banca de inversión.

En los últimos años se ha expedido en Colombia una legislación similar sobre suministro de información al mercado, periódicamente y cuando se generen hechos relevantes que hay que revelar a la Superintendencia de Valores, adicionalmente a la legislación reciente sobre uso de

---

[7]Dunnan Nancy, Guide to your investments, 1995, página 377.
[8]The New York Institute of Finance, "Guide to Investing",página 24.

información privilegiada; sin embargo, el cumplimiemto de la misma aún no es tan estricto como lo es en el caso de los Estados Unidos. Así mismo en Colombia, la Superintendencia de Valores es quien determina si es necesario informar al mercado. Con relación a este punto, hay que destacar el énfasis que se coloca en el mercado de los Estados Unidos en el cumplimiento de sus obligaciones por parte de los diferentes participantes en el mercado, la vigilancia del SEC y las sanciones a que se exponen quienes lleguen a violar la legislación existente.

(d) Registro de emisores y títulos valores.

La obligación de registrar los emisores y los títulos se ha visto favorecida con el sistema de registro anticipado ("shelf registration"), para facilitar la emisión de valores en el mercado primario. Este aspecto es especialmente importante en la definición de la estrategia de mercadeo para colocar la emisión a un precio razonable.

Lo usual en el caso de una nueva emisión de bonos es la utilización de un banquero de inversión, quien aconseja a la empresa sobre los términos en que se intenta vender los títulos que conforman la emisión. Se tiene que hacer un registro preliminar con el SEC, describiendo la emisión y las perspectivas de la compañía. El prospecto preliminar se conoce como un "red herring", ya que incluye una proposición en rojo, según la cual la empresa no está intentando vender la emisión antes de que sea aprobado el registro. Una vez aprobado el registro, se tiene el prospecto en su forma final; en este momento se tiene que anunciar al público el precio al que se van a vender los títulos valores.

En 1982 se introdujo una importante innovación en la emisión de títulos valores, cuando el SEC aprobó la regla 415, la cual permite que las empresas registren emisiones de títulos valores y las vendan al público gradualmente durante los siguientes 2 años a la fecha del registro inicial. Dado que los títulos valores ya se encuentran registrados, se pueden vender con una pequeña notificación y con poco papeleo adicional. También se pueden vender en pequeñas cantidades sin incurrir en costos de emisión sustanciales; los títulos valores están "on the shelf", listos para ser emitidos, lo cual da lugar al término "shelf registration".[9]

---

[9]Bodie Zui, Alex Kane, Alan Marcus, "Essentials of investments", página 55.

(e) La autorregulación de los mercados.

El énfasis que se coloca en los sistemas de autorregulación de los mercados, de las bolsas y de las entidades participantes, tanto por las entidades de control como por los participantes mismos, a través de la definición de políticas, de instrumentos de control y de la imposición de sanciones por ellos mismos , constituye otro de los pilares del mercado de valores en los Estados Unidos.

(f) El "Glass-Steagal Act".

El "Glass-Steagal Act" establece una separación entre actividades de banca de inversión y actividades de banca comercial que ha favorecido el desarrollo de entidades especializadas en el mercado de capitales, que como en el caso de los denominados bancos de inversión han jugado un papel crucial en el desarrollo del mercado. También existen reglas claras sobre la actividad de banca de inversión y operaciones en el mercado secundario para evitar el uso de información privilegiada en el mercado secundario.

9. El desarrollo de los "market makers"

El rol de los "market makers" está orientado a hacer el mercado; hacen la demanda cuando habiendo oferta no existe demanda y hacen la oferta cuando habiendo demanda no existe oferta; en algunos casos como en la Bolsa de New York, el "market maker" denominado "especialista", está obligado a hacer el mercado; en otros como en las bolsas de futuros de Chicago, los "locales" realizan esa función, tomando posición propia en el mercado.

En la emisión de bonos en el mercado primario habría que destacar el papel que juegan los bancos de inversión a través de las operaciones de underwriting; en el mercado secundario hay que destacar el papel de los "dealers" y "brokers" a través de la toma de posición propia.

(a) Underwriting.

En la colocación primaria de una emisión de bonos hay que destacar la operación de underwriting, realizada por los bancos de inversión, tanto la modalidad en firme como la modalidad al mejor esfuerzo. En la modalidad en firme, el banquero de inversión asume el riesgo sobre la parte de la emisión que se obligó a colocar; en ese sentido se puede considerar como un "market maker", ya que constituye la demanda para la entidad emisora con la cual tiene que negociar el precio al cual

toma la posición mientras que para el mercado constituye la oferta una vez que ha adquirido la respectiva emisión.

Adicionalmente y con relación a la operación de underwriting en firme hay que destacar el papel que desempeñan los procesos de sindicación no sólo para disminuir el riesgo sino sobre todo para hacer más eficiente el proceso de distribución, admitiendo en los mismos participantes con diferentes posiciones de riesgo (unos que toman una parte en firme y otros que los hacen al mejor esfuerzo), todo ello buscando disminuir el tiempo para la colocación y obtener el mejor precio.

(b) Toma de posición propia en el mercado secundario.

La toma de posición propia en el mercado secundario facilita los procesos de "market making" por parte de los intermediarios en el mercado, para aumentar la liquidez en el mercado secundario. En Colombia, se amplió recientemente la posibilidad que tienen las sociedades comisionistas de bolsa para tomar posición propia en el mercado secundario, hasta por 10 veces su patrimonio técnico, con algunas restricciones (por ejemplo, no pueden tomar posición propia en acciones sino hasta por el 100% de su patrimonio técnico). En general, el mercado colombiano no ha visto el desarrollo de esta actividad por parte de las sociedades comisionistas de bolsa.

10. Provisiones para el pago de las obligaciones derivadas de una emisión de bonos.

Muchas emisiones de bonos corporativos se respaldan con "sinking funds", diseñados para garantizar que el emisor sea capaz de pagar los bonos cuando se venzan. Periódicamente se hacen transferencias al "sinking fund", muchas veces sobre la base de una programación atada a la depreciación de algunos activos financiados con los bonos. El fiduciario tiene la responsabilidad de asegurar que existan los recursos necesarios en el fondo cuando se vence una obligación; así mismo, periódicamente se puede retirar una porción de la emisión con montos acumulados en el fondo.[10]

[10]Rose Peter S.,"Money and capital markets", página 497.

B. El mercado de bonos Japonés.[11]

El Mercado de bonos japonés es el segundo en tamaño en el mundo después del mercado de los Estados Unidos. En los cuadros 2, 3 y 4 se hace una comparación del tamaño de los principales mercados bursátiles del mundo.

1. Principales participantes.

(a). El gobierno.

El gobierno emite públicamente 4 tipos de títulos valores

(1) Títulos de corto plazo ("short term treasury bills")

Se emiten a plazos inferiores a 1 año

(2) Bonos de mediano plazo

Existen dos clases, bonos con cupón emitidos a 2,3 y 4 años y bonos cupón cero a 5 años. Estos últimos se emiten trimestralmente, mientras que los bonos con cupón se emiten mensualmente.

(3) Bonos de largo plazo.

Bonos con cupón emitidos a 10 años de plazo; estos bonos se emiten mensualmente.

(4) Bonos de superlargo plazo.

Bonos con cupón, a tasa fija emitidas a 20 años; estos bonos se emiten cada 4 meses.

(b) Organizaciones gubernamentales

Los emisores son empresas públicas y entidades relacionadas con el gobierno establecidas bajo la ley japonesa; no todas las emisiones tienen la garantía del gobierno japonés. El gobierno japonés no emitió bonos directamente sino hasta después de 1966; antes de esa fecha, eran las empresas relacionadas con el gobierno las que emitían los bonos algunas veces con la garantía del gobierno (por ejemplo, empresas de ferrocarriles, teléfonos, telégrafo).

(c) Las municipalidades.

Las municipalidades emiten bonos en el mercado público japonés y bonos en otras monedas fuera del Japón. "Hay 23 entidades que emiten bonos en el mercado público de valores; unos pocos

---

[11]La descripción de los mercados de bonos Japonés y Alemán, se hace con base en diferentes documentos, citados en la bibliografía. Sin embargo, la presentación sigue principalmente el material presentado en el libro de Frank Fabozzi, "Bond Markets, Analysis and Strategies", citado previamente.

gobiernos locales (Tokyo, Osaka, Kobe, Yokohama) han emitido bonos en monedas diferentes al yen fuera del Japón".[12]

(d) Los bancos.

Algunos bancos están autorizados a emitir bonos ("debentures"), que dan lugar al segundo mercado de bonos en importancia en el Japón. Entre los bancos que pueden emitir bonos están: el Banco Industrial del Japón, El Banco de Japón de Largo Plazo, El Banco Nippon de Crédito, el Banco Norinchukin, el Banco de Tokio y el Banco Shoko Chukin.

(e) Las empresas.

Empresas japonesas emiten bonos denominados en yenes hacia el mercado doméstico japonés. En el mercado de bonos corporativos sobresalen los bonos convertibles en acciones y los bonos con cupones de suscripción de acciones.

2. Características principales.

Las características principales de este mercado son:

(a) Bonos del gobierno.

Todos los bonos del gobierno con cupón pagan el interés semestralmente. En el caso de bonos de largo y superlargo plazo el gobierno no los puede redimir anticipadamente, no obstante que los puede comprar en el mercado secundario. Asi mismo, estos bonos de largo plazo se identifican principalmente por el número serial con el cual fueron emitidos en lugar de su fecha de redención y de su cupón.

Existen dos métodos para la emisión de bonos:

(1) Subastas

La mayoría de las emisiones se hacen a través de subasta pública, con la excepción de los bonos a 10 años, donde se utiliza adicionalmente el esquema de sindicación.

(2) Sindicación.

A través de un sindicato de 788 entidades financieras (bancos, "securities houses" y otras entidades financieras), se establece un underwriting en firma al precio determinado por el

[12]Fabozzi Frank, "Bond Markets, Analysis and Strategies", página 178.

Ministerio de Finanzas en consulta con los representantes del sindicato. Este método se utiliza principalmente para las emisiones a 5 y a 10 años, no obstante que estas últimas también se colocan a través del régimen de subasta.

El "benchmark en el mercado de bonos gubernamentales se determina principalmente por las cuatro principales firmas de "securities", dentro de un proceso bastante informal. Las cuatro firmas a que se hace referencia son: Nomura, Daiwa, Nikko y Yamaichi.

(b) Regulación del mercado.[13]

Todas las emisiones de bonos tienen que ser aprobadas por el Ministerio de Finanzas (MOF), que juega un papel similar al SEC en los Estados Unidos.

En el caso particular del mercado de bonos corporativos hay que destacar al comité para la emisión de bonos ("Kisaikai"), compuesto por 43 entidades, controlado por los siete principales bancos y las 4 principales firmas de "securities". Sus funciones principales son:

(1) Establecimiento de estándares de elegibilidad para la emisión de bonos.

(2) Monitorear las características y montos de las emisiones.

(3) Controlar nuevas emisiones para evitar sobrecargar al mercado.

(c) Intermediarios.

Tal y como ocurre en los Estados Unidos existe una separación entre firmas de banca de inversión ("securities") y bancos comerciales. El artículo 65 en Japón es el equivalente del "Glass-Steagal Act" en los Estados Unidos; esta reglamentación prohibe a las firmas diferentes a las de "securities" intermediar en el mercado de valores excepto en el caso de bonos gubernamentales. Similarmente a lo que ocurre en los Estados Unidos, en la actualidad existe un serio cuestionamiento a esta separación entre banca comercial y banca de inversión, que llevará en el futuro hacia esquemas de banca universal.

Un mercado con más de 200 firmas de "securities", está dominado por las cuatro principales: Nomura, Daiwwa, Nikko, y Yamaichi.

---

[13]Ibid, página 175

(d) Mercado de bonos extranjeros.

Bonos emitidos por empresas extranjeras en el Japón.

(1) Bonos denominados en yenes.

Tres tipos de bonos dependiendo del emisor:

a' Bonos samurai: emisiones a través de oferta pública, realizadas por organismos multilaterales, gobiernos extranjeros y municipalidades extranjeras.

b' Bonos daimyo: emisiones colocadas públicamente, listadas en luxemburgo y negociadas a través de Euroclear o de Cedel.

En general existe un activo y bien organizado mercado secundario de eurobonos, facilitado por las dos cámaras de compensación de valores a nivel internacional con sedes respectivamente en Bruselas (Euroclear) y en Luxemburgo (Cedel), que permiten la transferencia de títulos a través de registros contables.

c' Bonos shibosai: emisiones colocadas privadamente, emitidas en yenes por empresas extranjeras.

(2) Bonos denominados en otras monedas.

a' Bonos shogun: bonos denominados en otra moneda diferente al yen, emitidos por empresas extranjeras y colocados públicamente en el Japón.

b Bonos geisha: bonos denominados en otra moneda diferente al yen, emitidos por empresas extranjeras y colocados privadamente en el Japón.

(e) Mercado de Eurobonos en yenes.

Bonos emitidos en el mercado de eurobonos denominados en yenes.

(f) Otros

(1) Desde 1987 se introdujo el sistema de registro anticipado ("shelf registration"), para ahorrar tiempo a través de la utilización de procedimientos estándares para la emisión. El procedimiento, similar al de los Estados Unidos, permite la incripción anticipada de una emisión de bonos para una mejor planeación de su ejecución.

(2) Desde 1977 se introdujo el sistema de calificación para las emisiones de bonos corporativos. En la medida que se fue permitiendo la emisión de bonos no garantizados comenzaron a desarrollarse firmas calificadoras. En 1979, "The Japan Bond Research Institute (JBRI), comenzó a calificar emisiones de bonos con una metodología similar a la de Standard & Poor´s; hoy califica la mayoría de emisiones de bonos convertibles. Posteriormente fueron apareciendo otras agencias calificadoras, inclusive subsidiarias de las principales firmas de los Estados Unidos.[14]

(3) A diferencia de lo que ocurre en los Estados Unidos, la cotización de los bonos en Japón se hace sobre la base de una cotización simple, esto es, no se supone reinversión de los intereses.

C. El mercado de bonos alemán.

El mercado de bonos alemán es el tercero del mundo después de los mercados de los Estados Unidos y del Japón.

1. Principales participantes.

(a) La República Federal.

Existen cuatro tipos de títulos valores en el mercado alemán:

(1) Papeles de la Tesorería a descuento ("U-Schaltze").

Notas a descuento con madurez hasta de 2 años.

(2) Notas del Gobierno Federal ("Kassens").

Emitidas por el gobierno y sus agencias con plazos que van desde 2 hasta 6 años, con el pago del principal al final del período; se emiten varias veces al año a través de un esquema de ofertas.

(3) Obligaciones del Banco Central ("Obles).

Emitidos a 5 años; corresponden a deuda del gobierno.

(4) Bonos del Gobierno Federal ("Bunds").

---

[14]Viren Aron, "Inside Japanese Financial Markets", páginas 144-145.

Se emiten a plazos entre 6 y 30 años; sin embargo en los últimos años se han restringido las emisiones a más de 10 años. El mercado de bonos a 10 años es el de mayor tamaño entre los papeles emitidos por el gobierno y el que muestra un mercado secundario más activo.

(b) El Fondo de Unidad Alemana.

El Fondo de Unidad Alemana emite bonos conocidos bajo el nombre de "unities", garantizados totalmente por el Gobierno Alemán.

(c) Agencias gubernamentales.

Agencias gubernamentales como el Servicio Postal ("Bundespost") y la Autoridad Federal Ferroviaria ("Bundesbahn"), emiten bonos garantizados por el Gobierno Federal.

(d) Los bancos.

El segundo mercado en importancia corresponde al mercado de bonos emitidos por los bancos; entre estos se señalan los bonos con garantía hipotecaria ("Pfandbriefe).

(e) Empresas.

Un mercado muy pequeño, comparado con los anteriores, ya que la principal fuente de financiamiento de las empresas la constituye el crédito de entidades financieras.

(f) El mercado extranjero de bonos.

Bonos emitidos en Alemania por empresas extranjeras, denominados en marcos. Constituye un mercado muy pequeño, donde la mayoría de las emisiones se colocan privadamente.

2. Características principales.

(a) Bonos gubernamentales.

Se emiten sobre la base de cupones anuales, tal y como es la costumbre predominante en el mercado europeo de bonos.

Los bonos emitidos por el gobierno a plazos entre 6 y 10 años ("bunds") se colocan principalmente a través del sindicato de bonos federales ("Konsortium"), compuesto por 190 instituciones financieras, incluyendo bancos extranjeros. Desde 1990, las emisiones de "bunds" y "unities" combinan el esquema tradicional de underwriting a través del sindicato y un esquema de subasta holandesa.

"Se subastan dos tramos ("tranches"). El primer tramo tiene términos fijos, incuyendo precio y se coloca entre los miembros del sindicato. En el sistema tradicional a los miembros del sindicato se les asigna un porcentaje fijo de la emisión total, independientemente de los términos de la emisión. Hasta un 25% de la oferta inicial es retenida por el banco central para propósitos de intervención y market-making. El segundo tramo se subasta el próximo día, donde los miembros elegibles hacen sus ofertas en los mismos términos del primer tramo (excepto precio). No existen comisiones de venta sobre este tramo" (Fabozzi, Frank, Bond Markets, Analysis and strategies, second edition,, 1993, Prentice Hall).

(b) Regulación del mercado.

La regulación del mercado se hace principalmente a través del banco central ("Bundesbank"); así mismo, se requiere de permiso para toda emisión de bonos. A su vez, en Alemania no existe una separación entre banca de inversión y banca comercial tal y como si existe en Estados Unidos y Japón. Los bancos universales en Alemania pueden realizar todo tipo de actividad de intermediación de títulos valores incluyendo underwriting e inversión en los mismos.

Un mercado bastante liberado que ha abierto la emisión de bonos a las empresas extranjeras. Los cambios principales se dieron desde 1985; se destacan por su importancia:

(1) Bancos extranjeros domiciliados en Japón como líderes de emisiones de eurobonos en marcos ("Euro-DM bonds").

(2) Características especiales en la emisión de "Euro-DM bonds".

La posibilidad de emitir notas a tasa fluctuante, bonos cupón cero y bonos denominados en dos monedas ("dual currency notes").

(c) Los bancos como actores principales.

Una alta interdependencia con el sistema bancario, donde los bancos son los principales actores; el mercado secundario de bonos es principalmente un mercado interbancario.

(d) Tasa de referencia ("benchmark").

No existe una tasa de referencia tan marcada como en el mercado de los Estados Unidos ni aún como la que existe en el mercado japonés.

IV. La experiencia colombiana

A continuación una breve descripción de los aspectos principales del mercado de bonos en Colombia.

A. Comportamiento del mercado de bonos.

1. Emisores

Los emisores principales en el mercado y sus motivaciones principales son los siguientes:

(a) El sector público.

Mientras la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) financia parte del presupuesto nacional a través de la emisión de TES, los departamentos, municipios y las entidades descentralizadas del orden territorial emiten bonos para el financiamiento de sus proyectos de inversión; la mayoría de las emisiones realizadas por los entes territoriales han contado con el aval de un establecimiento de crédito.

Los TES emitidos por la DTN son de tres clases:

(1) Los que se colocan en el público en general a través de subastas.

(2) Los que tienen que suscribir forzosamente los establecimientos públicos del orden nacional.

(3) Los convenidos que suscriben voluntariamente las empresas de economía mixta dentro de convenios que acuerdan con la DTN.

La resolución externa No. 8 de abril 21 de 1995 de la Junta Directiva del Banco de la República, establece las condiciones financieras a las cuales deben sujetarse las entidades públicas para colocar títulos en moneda nacional; allí se establece que el plazo de la emisión debe ser igual o mayor a 1 año y se estipulan topes para las tasas de interés, según el plazo de la emisión así:

1 año, DTF +1; 2 años, DTF+1.50; 3 años, DTF+2.0; 4 años, DTF+2.5; 5 años, DTF+2.75; 6 años, DTF+3.0; 7 años, DTF+3.25; 8 años, DTF+3.50; 9 años, DTF+3.75; 10 o más años, DTF+4.0.

Con relación a las garantías de las emisiones de bonos del sector público, la citada resolución establece:

- Aval de entidad financiera o póliza de seguro de créditos u otra aceptable.
- Calificación del título con el mismo criterio del sector privado.
- No se requiere una calificación del título en el caso de las entidades descentralizadas con garantía de la Nación.

(b) Las Corporaciones financieras.

Las dos principales alternativas de financiamiento que tienen las Corporaciones financieras son los CDT's y los bonos de garantía general. Mientras las captaciones a través de CDT's están afectadas por un encaje que ha fluctuado entre el 3 y el 10% adicionalmente a la inversión forzosa que tienen que hacer en títulos Finagro clase A (2%) y títulos Finagro clase B (5%), los bonos no tienen ni encaje ni inversión forzosa, por lo cual resulta conveniente su utilización como una alternativa de financiamiento no obstante que la tasa que reconocen está por encima de la TCC (tasa promedio de captación de las corporaciones financieras).

(c) Bancos y compañías de financiamiento comercial.

Por razones similares a las expuestas en el caso de las corporaciones financieras, estas entidades han recurrido a la colocación de bonos para financiar su actividad comercial, reemplazando captación a través de CDT´s principalmente. La participación de bancos y compañías de financiamiento comercial en el mercado de bonos como emisores es más reciente.

(d) Las empresas.

A partir de 1992 se vuelve a reactivar la emisión de bonos por parte de las empresas privadas en el mercado de capitales para conseguir recursos de financiamiento complementarios al endeudamiento con las entidades financieras; la principal motivación que han tenido para ello es el elevado margen de intermediación que ha caracterizado a los establecimientos de crédito, lo cual repercute en altas tasas activas con un elevado "spread" sobre el DTF o cualquier otra tasa de referencia. Mientras la tasa activa de colocación de los establecimientos de crédito puede fluctuar entre 6 y 9 puntos por encima de la tasa DTF, una emisión de bonos entre 3 y 5 años se puede colocar con un "spread" que puede fluctuar entre 1 y 2 puntos por encima de la misma tasa DTF.

A continuación un ejemplo para ilustrar la situación a que se hace referencia:

A octubre 20 de 1995, la tasa pasiva de captación para el consolidado de establecimientos de crédito según el informe financiero semanal de la Superbancaria era del 29.25% efectiva mientras que la tasa activa para cartera del mismo consolidado era del 38.21%, efectiva anual, lo cual arrojaba un margen de intermediación de 8.96% en términos efectivos. Los mismos resultados para el primer trimestre de 1995 fueron respectivamente 34.73%, 45.08% y 10.35% en términos efectivos.

(e) Las entidades de naturaleza cooperativa

Recientemente algunas entidades de naturaleza cooperativa han recurrido a la emisión de bonos para el financiamiento de sus actividades. Las cooperativas pueden emitir bonos siempre y cuando la totalidad de la emisión se encuentre avalada por un establecimiento de crédito sometido a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria.

A manera de ejemplo, durante 1995 se han dado las siguientes emisiones de entidades cooperativas: Caja Popular Cooperativa (10.000 millones de pesos), Coficrédito (500 millones), Cupocrédito (16.000 millones), Coomeva (12.000 millones),

2. Instituciones.

Las principales instituciones alrededor del mercado de bonos son las siguientes:

(a) Superintendencia de valores.

La Superintendencia de Valores es la entidad encargada de la supervisión del mercado público de valores en Colombia y de la inspección y vigilancia de los intermediarios del mercado público de valores (sociedades comisionistas de bolsa y otros). En lo concerniente con bonos reglamenta todo lo relacionado con las ofertas públicas de valores.

(b) Establecimientos de crédito.

Los establecimientos de crédito hacen parte del mercado de bonos en la medida que ellos otorgan avales a las emisiones que modifican el riesgo de solvencia de la emisión. Tanto bancos como corporaciones financieras pueden otorgar avales sobre emisiones de bonos.

(d) Representantes de los tenedores de bonos.

La legislación establece la figura del representante legal de los tenedores de bonos en el caso de las ofertas públicas de valores, quien debe en todo momento actuar en defensa de los inversionistas en la respectiva emisión de bonos. En el momento pueden actuar como representantes de los tenedores de bonos tanto las sociedades fiduciarias como las corporaciones financieras. El representante de los tenedores de bonos es nombrado inicialmente por la entidad emisora; sin embargo, la asamblea general de tenedores de bonos podrá en cualquier momento reemplazar al representante. El artículo 1.2.4.8 de la resolución 400 del 22 de mayo de 1995, establece las facultades del representante de los tenedores de bonos.

3. Tasas de referencia.

En Colombia la inmensa mayoría de bonos se han colocado a tasas fluctuantes respecto a una tasa de referencia; las tres principales tasas de referencia que se han utilizado, en orden de importancia han sido:

(a) La tasa DTF.

La tasa de referencia predominante hasta ahora ha sido la tasa DTF o tasa promedio de captación de bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial por CDT's a 90 días. Una tasa de interés que tiene un rezago significativo y que usualmente se define en forma de trimestre anticipado.

(b) La tasa TCC.

La tasa promedio de captación de las corporaciones financieras, se utiliza principalmente como tasa de referencia para emisiones que realizan ese tipo de establecimientos de crédito. Como en el caso de la DTF, también se define en forma de trimestre anticipado.

(c) La corrección monetaria.

Unas pocas emisiones de bonos han salido indexadas con relación a la corrección monetaria, que define el aumento de valor de la unidad de poder adquisitivo constante. Recientemente la corrección monetaria se ha atado a la tasa DTF, por lo cual la misma se ha vuelto una tasa de mercado.

A las tres tasas anteriores hay que agregar la tasa de la Superintendencia Bancaria, creada a raíz de la entrada en vigencia de la resolución 200 de 1995, sobre valoración de portafolios a precios de mercado.

(d) Tasa base Superintendencia (Tbs).

Calculada por la Superintendencia Bancaria con base en las tasas de captación del día anterior; busca elimininar algunas de las deficiencias que presenta la tasa DTF para valoración de portafolios a precios de mercado, diariamente.

El cuadro 6 muestra las condiciones de tasa de interés con las cuales se han emitido las ofertas públicas de bonos durante 1995.

B. Desarrollo del mercado

El análisis del desarrollo del mercado se centra alrededor de los siguientes puntos:

1. Comportamiento histórico

Los cuadros 7,8 y 9 muestran el comportamiento histórico de las emisiones de bonos en el mercado colombiano. A continuación una breve referencia a los aspectos principales de cada uno de los tres cuadros en relación con el mercado de bonos.

(a) Ofertas públicas autorizadas por Supervalores.

El cuadro 7 muestra las ofertas públicas autorizadas por Supervalores, para su colocación en el mercado primario, para el período comprendido entre los años de 1989 y septiembre de 1995. Los hechos principales a destacar de dicho cuadro son los siguientes:

(1) Dos años especialmente importantes para las ofertas públicas de títulos valores, 1993 y 1994, con una participación relativamente baja de las ofertas de bonos del sector privado (11.75% y 6.90% respectivamente) en el mercado nacional. Para los mismos años las ofertas de bonos del sector público autorizadas llegaron respectivamente a 13.40% y 10.95% del total de ofertas públicas autorizadas tanto para el mercado nacional, como para el mercado internacional. Así mismo para los dos años se destacan importantes emisiones de bonos en el mercado internacional.

(2) Una disminución en valor absoluto de las ofertas públicas autorizadas tanto de bonos del sector público como del sector privado durante los tres primeros trimestres de 1995; en los tres primeros trimestres del año había sido especialmente importante la pérdida de participación de las ofertas públicas de bonos del sector público, destacándose la importancia relativa que han alcanzado las ofertas públicas de títulos valores resultantes de procesos de titularización. Sin embargo, en el último trimestre de 1995 se volvieron a reactivar las ofertas de bonos de deuda pública, principalmente como consecuencia de los cambios en la regulación sobre el endeudamiento de los municipios y sus entidades descentralizadas con el sistema financiero colombiano.

(3) Especialmente preocupante la caída en términos reales de las ofertas públicas autorizadas por la Superintendencia de Valores en el mercado nacional durante el año de 1995.

(4) La poca importancia que tienen en el mercado nacional, las ofertas públicas de acciones preferentes, papeles comerciales y bonos obligatoriamente convertibles en acciones, durante el período analizado.

En el cuadro 7 no se muestran las ofertas de TES y de los bonos emitidos por los establecimientos de crédito ya que los mismos no requieren autorización de Supervalores para su oferta pública, lo que significa que la emisión primaria es más grande.

(b) Negociación en bolsa.

El cuadro 8 muestra los volúmenes negociados en el mercado bursátil para cada una de las categorías de títulos existentes en el mercado público de valores, para el período comprendido entre 1990 y julio de 1995. Los principales hechos a destacar con relación al mercado secundario son los siguientes:

(1) Varias clases de títulos que aunque con diferentes nombres tienen características finacieras y de plazo similares a un bono. Se hace referencia a un conjunto de títulos conformado por bonos de empresas privadas (7.80% durante 1995), bonos oficiales (3.08%), títulos de apoyo cafetero (1.49%), títulos de la Tesorería (5.83%), bonos de deuda pública externa (1.43%), títulos de fomento (3.64) y BOCEAS (0.02%).

(2) El paquete conformado por los títulos a que se hace referencia en el numeral anterior totalizó para los 3 primeros trimestres de 1995, un 23.29% del volumen total negociado en las tres bolsas de valores.

(3) La importancia que en los últimos tres años han venido adquiriendo tanto los bonos de las empresas privadas como los títulos emitidos por la Dirección del Tesoro Nacional. Así mismo, el repunte de los bonos oficiales durante 1995. Mientras que los bonos emitidos por las empresas privadas se negocian por oferta pública y a través de bolsa, no ocurre lo mismo con los títulos de la Tesorería, especialmente aquellos que corresponden a inversiones forzosas o convenidas.

Tanto en el cuadro 7 como en el cuadro 8 se destacan por su poca importancia en términos absolutos y por su baja participación, los bonos obligatoriamente convertibles en acciones y los papeles comerciales emitidos por empresas del sector privado.

(c) Participación relativa en el total de activos financieros.

El cuadro 9 muestra el comportamiento de los activos financieros en el mercado colombiano durante el período comprendido entre 1990 y julio de 1995. Se destacan los siguientes puntos:

(1) Los títulos emitidos por la DTN representaron durante los primeros 7 meses de 1995, un 13.55% de volumen total de activos financieros.

(2) Los bonos emitidos por bancos y por corporaciones financieras representaron un 3.08% del total de activos financieros a julio 29 de 1995.

(3) Mientras que los bonos emitidos por los bancos son sólo una pequeña proporción de la mezcla de financiamiento de los establecimientos bancarios, los bonos emitidos por las corporaciones financieras representaban a julio 29 de 1995, un 27.12% del total de captaciones (bonos más cdt's), lo cual representa una disminución significativa frente al porcentaje alcanzado al final de 1993, que llegó a ser del 34.79%.

2. Aspectos a destacar

Los aspectos principales a destacar del análisis de los tres cuadros serían los siguientes:

(a) No obstante que ha venido aumentando la importancia relativa de los bonos emitidos por el sector privado, su importancia sigue siendo baja y no amenaza en el corto plazo, el proceso de intermediación tradicional que hacen los establecimientos de crédito.

(b) En la práctica se puede afirmar que los bonos obligatoriamente convertibles en acciones desaparecieron del mercado. Se podría afirmar que tienen el mismo problema estructural del mercado accionario.

(c) La DTN no sólo ha ganado una posición importante como emisor en el mercado, sino que en el mediano plazo habrá de convertirse en uno de los actores más importantes en el mercado de instrumentos de contenido crediticio, especialmente de mediano y largo plazo.

(d) Aunque los establecimientos de crédito han encontrado en los bonos una alternativa interesante de financiamiento sin el costo de los encajes y de las inversiones forzosas, su participación en la mezcla de financiamiento de los mismos sigue siendo baja.

C. Marco regulatorio.

La resolución 400 del 22 de mayo de 1995 de la Superintendencia de Valores establece el marco legal para la emisión de bonos en el mercado público de valores. En artículo 1.2.4.1 de la sección I del capítulo 4 establece:

- Pueden emitir bonos las sociedades anónimas y los patrimonios autónomos para efectos de movilizar activos. Toda oferta pública por estos emisores requiere autorización previa de Supervalores.
- Pueden emitir bonos las sociedades limitadas, las cooperativas y las entidades sin ánimo de lucro. En los dos últimos casos se requiere aval de una entidad financiera.
- Los establecimientos de crédito vigilados por la Superbancaria no requieren autorización para la emisión de bonos ordinarios.
- La Supersociedades autoriza la emisión de bonos por parte de entidades vigiladas por ella, cuando no se realicen a través de oferta pública.

A su vez y con relación a los requisitos para la emisión de bonos, el artículo 1.2.4.2 de la resolución 400 establece:

- Monto de la emisión de bonos superior a los 2.000 salarios mínimos mensuales.
- En el caso de bonos convertibles o bonos con cupones de suscripción de acciones, éstos deben estar inscritos en una bolsa de valores.
- Los bonos ordinarios que se coloquen por oferta pública deben estar inscritos en una bolsa de valores.

D. Evaluación de las variables que han incidido en el desarrollo y baja profundización del mercado.

1. Rentabilidad del bonos frente a otras alternativas de inversión.

La rentablidad del bono frente a otras alternativas de inversión parece adecuada, como consecuencia de:

(a) La mayoría de las emisiones se han colocado a tasa fluctuante, con un "spread" sobre una tasa de referencia, lo cual disminuye el riesgo de tasa de interés para el inversionista.

(b) El "spread" que se ha utilizado en Colombia fluctúa entre 1 y 3 puntos tal y como se observa en la relación de las ofertas públicas de bonos autorizadas por la Supervalores en los últimos 2 años (ver cuadro 6). En el momento es casi imposible una estimación estadística del "spread" promedio que se ha dado en Colombia para diferentes plazos, principalmente como consecuencia de la forma como se da la autorización de la oferta pública donde lo que se establece es un valor máximo

(c) Los plazos de las emisiones son cortos, tal y como se muestra en la misma relación de emisiones. En general, no sobrepasan los 5 años.

2. Costos del emisor relacionados con una emisión de bonos.

Los costos de emisión y de administración han disminuido significativamente como consecuencia de la competencia que se da en el mercado entre los intermediarios especializados para este tipo de

emisiones: sociedades comisionistas de bolsa, sociedades fiduciarias y corporaciones financieras. Así mismo, con la entrada de las sociedades calificadoras de valores se ha disminuido significativamente el costo de una emisión de bonos, al reemplazar el aval que antes se utilizaba por la calificación.

A continuación una descripción de los principales costos involucrados:

(a) **Costos financieros.**

Determinado por un "spread" sobre la tasa de referencia; la utilizada preferencialmente en la emisión de bonos es la tasa DTF. Los márgenes que se han utilizado en colombia han fluctuado principalmente entre 1 y 3 puntos.

(b) **Costos de administración fiduciaria.**

En el momento el costo de administración fiduciaria, fluctúa entre 0.25% y 0.35% anual, pagadero trimestre vencido.

(c) **Costo del aval**

Depende del poder de negociación de la entidad emisora y de otros negocios conexos con el establecimiento de crédito que otorga el aval. En algunos casos el aval ha llegado hasta un 2% anual, pagadero trimestre vencido.

(d) **Costo de la calificación del valor.**

El costo tiene dos componentes: un cargo fijo, dependiendo del monto de la emisión y una componente variable, tal y como se muestra en el cuadro 10, que corresponde a la estructura tarifaria de la única sociedad calificadora autorizada en este momento para operar en Colombia. Las tarifas que se muestran en el cuadro 10 son anuales, no incluyen iva y cubren todos los estudios necesarios para la calificación inicial, como los de su vigilancia para la vigencia de un año. Las tarifas para emisiones con vigencia superior a un año, durante los años subsecuentes al primero de la emisión, serán equivalentes al 50% de la tarifa vigente al momento de la revisión.

(e) **Costo de colocación.**

Depende de la capacidad de negociación de la entidad emisora; un buen estimativo del promedio del mercado puede estar alrededor del 0.5%.

(f) **Inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.**

Tiene dos componentes, un cargo fijo y un cargo variable, tal y como se muestra en el cuadro 11, donde aparecen las tarifas vigentes hasta el 31 de diciembre de 1995; el monto de la tarifa y la base para el cálculo de la misma se actualiza semestralmente.. La tarifa que allí se determina se cobra dos veces por año.

(g) **Autorización de la oferta**

Se paga por una sola vez, en el momento que la Supervalores autoriza la oferta. Un valor del 0.35 por mil, sobre el monto total de la oferta.

h) **Costo de la incripción en bolsa.**

Dos componentes: tarifa de inscripción, según lo que se muestra en el cuadro 12 y una tarifa de mantenimiento de la inscripción, equivalente al 20% de la tarifa inicial de inscripción, incrementada por la inflación esperada para el año en que se efectúe el cobro.

(i) **Asesoría financiera.**

Un solo pago al comienzo, antes de la solicitud a Supervalores; en el momento este costo es poco relevante y se sitúa alrededor de $15.000.000

(j) **Otros costos.**

Prospectos de colocación, impresión de títulos y avisos, con una participación baja dentro del costo total

En el cuadro 13 se muestra un modelo simplificado para el cálculo del costo de una emisión de bonos, utilizando períodos anuales e involucrando todas las componentes de costo a que se acaba de hacer referencia; como la mayoría de los costos se causan y se cobran trimestralmente se utilizó el modelo que se presenta en el cuadro 14, donde al final se muestran los resultados de un análisis de sensibilidad al monto de la emisión y al "spread" o margen sobre la tasa de referencia.

Las conclusiones principales que se obtienen del análisis de los resultados que arroja el modelo para el ejemplo simple que allí se considera, son las siguientes:

(1) Costo de la emisión.

Para el ejemplo se utilizó una tasa de interés correspondiente a un "spread" de 2 puntos sobre la tasa DTF; un aval del 2% como el que llegaron a cobrar algunas entidades encarecía la emisión y le restaba competitividad con relación a otras alternativas de financiamiento, ya que el costo total ascendía a uno equivalente a (DTF+4.53%), con un costo adicional del orden del 2.53% por todos los costos diferentes a pago de intereses; obviamente la cifra anterior se puede considerar como un techo, ya que el costo del aval en últimas dependía del poder de negociación de la entidad emisora. La utilización de una sociedad calificadora de valores, disminuye sensiblemente el costo de financiamiento a DTF+2.91 para el ejemplo bajo consideración, haciendo bastante atractiva la fuente de financiamiento a través de la emisión de bonos; un incremento de sólo un 0.91% por todos los costos relacionados con la emisión suena razonable, no obstante que los costos aún pueden ser altos si se reducen los montos de la emisión por debajo de la cantidad considerada en la ilustración.

(2) Sensibilidad del costo.

En la parte final del cuadro 14, se muestran los resultados de un análisis de sensibilidad tanto al monto de la emisión como al "spread" sobre la tasa de referencia. Los resultados muestran que para montos de la emisión por debajo de los 1,000 millones de pesos, la utilización de una emisión de bonos como alternativa de finaciamiento resulta una decisión cuestionable desde el punto de vista del costo de la misma. En el caso de un "spread" del 2%, los sobrecostos por la "flotación" y administración de la emisión serían respectivamente de 6.6% y 3.6%, para montos de 500 y 1.000 millones de pesos, suficientes para desmotivar al emisor. Así mismo para montos altos de una emisión, aunque el costo continúa cayendo con el tamaño, las disminuciones cada vez son menores; por encima de los 10.000 millones de pesos el sobreprecio respecto a un margen del 2% fluctuará entre 0.91% y 0.64% para montos cercanos a los 100.000 millones.

(3) Conclusión

La conclusión principal que se puede extraer del análisis realizado es la siguiente:

Aunque se ha disminuido significativamente el costo de "flotación" y administración de una emisión de bonos como consecuencia de la competencia y por la aparición de las firmas calificadoras de valores, el impacto de esos costos sobre emisiones pequeñas sigue siendo alto, lo cual requiere el desarrollo y promoción de mecanismos especiales para el acceso de empresas pequeñas y medianas al mercado de valores, que son precisamente las que más pueden ahorrar como consecuencia de los elevados costos del financiamiento tradicional que consiguen. En el caso de empresas grandes que pueden manejar montos de emisión elevados, los costos son bastante competitivos con otras alternativas de financiamiento.

3. Otras alternativas de financiamiento para las empresas.

La principal alternativa de financiamiento utilizada por las empresas en Colombia sigue siendo el crédito proveniente de los establecimientos de crédito en sus diferentes modalidades, no obstante los elevados márgenes de intermediación que se presentan en nuestro medio. En los últimos años se pueden destacar cuatro nuevas tendencias en el otorgamiento del crédito:

(a) El ofrecimiento de crédito a plazos hasta de 5 años, con un costo indexado sobre una tasa de referencia (DTF).

(b) El endeudamiento en moneda extranjera a plazos mayores a 5 años como consecuencia de:

(1) El menor costo que significaba para el usuario por el bajo ritmo de la devaluación.

(2) El plazo mínimo establecido por las autoridades para no tener que hacer la inversión forzosa.

(c) La tendencia de los establecimientos de crédito a administrar a sus clientes corporativos y empresariales a través de la modalidad de cupos de crédito.

(d) La importancia que sigue teniendo el crédito de fomento no obstante la desaparición de algunos fondos de redescuento (por ejemplo, el Fondo de Inversiones Privadas, el Fondo Financiero Industrial y Comercial) y las líneas de redescuento de Banco Mundial y BID en

el Banco de la República. El crédito de fomento como fuente de financiamiento a mediano y largo plazo constituye una alternativa interesante a la emisión de títulos de contenido crediticio también a mediano y largo plazo, situación que era aún más evidente cuando existían las tasas subsidiadas; hoy con la eliminación de los subsidios y la liberación de la mayoría de tasas a condiciones de mercado, los bonos han vuelto a ganar su posicionamiento competitivo. El plazo y la posibilidad de adaptar el servicio de la deuda al flujo de fondos del proyecto siguen siendo las principales ventajas competitivas del crédito de fomento. Un conjunto de 5 ejemplos, ilustran la situación a que se acaba de hacer referencia:

(1) Línea BID 791 OC-CO.

Capital de trabajo hasta 18 meses; adquisición de activos fijos hasta 5 años; período de gracia para la adquisición de activos fijos hasta 1 año; tasa de redescuento (dtf); tasa de colocación , libre según negociación.

(2) Línea IFI para pyme

Capital de trabajo hasta 5 años; adquisición de activos fijos hasta 10 años; período de gracia, capital de trabajo hasta 1 año; adquisición de activos hasta 2 años; tasa de interés de préstamos hasta 2 años, (DTF + 7.0); para plazos mayores, tasa libre.

(3) Línea IFI para capitalización empresarial.

Para capital de trabajo, activos fijos y reestructuración de pasivos; hasta 10 años, con un período de gracia hasta de 2 años; tasa de redescuento (DTF+2.5%) hasta 2 años, incrementada en 0.25% por cada año adicional de plazo hasta el 4 año y en 0.15% a partir del 5 año; si hay período de gracia, 0.15% por cada año o fracción; para plazos hasta de 2 años, (DTF+7.0); para plazos mayores, tasa libre.

(4) Línea de redescuento Findeter para infrestructura urbana.

Hasta 12 años con período de gracia hasta de 3 años; tasa de redescuento (DTF+2.5%); tasa de interés, no superior al (DTF+5.0); comisión del 1% sobre el valor del crédito;

comisión de compromiso, 0.75% sobre los saldos no desembolsados de la porción redescontable del préstamo.

(5) Bancondex pesos, para creación capitalización y adquisición de empresas.

Hasta 10 años, incluidos hasta 3 años de período de gracia; tasa de interés libremente pactable; tasa de redescuento hasta 5 años, DTF, adicionado hasta en 1.75%; plazos superiores se adiciona hasta en 0.25% por año o fracción.

Al 29 de julio de 1995, la cartera total del sistema financiero colombiano ascendía a los 26.951.000 millones de pesos, con una variación neta de 4.440.000 millones de pesos y un crecimiento neto del 19.7% en los siete primeros meses del año de 1995 y del 40.6% para el año completo a esa fecha. El total de la cartera se discriminaba entre moneda legal (22.137.000 millones de pesos) y moneda extranjera (4.815.000) millones de pesos, con un crecimiento de esta última del 53.7% en el año completo a esa fecha sin incluir a la FEN. El 46.95% de esa cartera correspondía a cartera de los establecimientos bancarios.

La utilización de las acciones como instrumento de financiamiento es aún bajo, pudiéndose afirmar que el mercado accionario está bastante subdesarrollado. Lo mismo ha ocurrido con las acciones preferentes; así mismo habría que destacar la baja importancia de los papeles comerciales en el financiamiento de corto plazo de las empresas.

4. Preferencia por el corto plazo.

El inversionista sigue teniendo una gran preferencia por el corto plazo, la cual se acentuó en el último año con la entrada en vigencia de la resolución 200 sobre valoración de portafolios a precios de mercado y por la incertidumbre en la economía; esta preferencia por el corto plazo disminuye la demanda de instrumentos de mediano y largo plazo como los bonos. Entre las razones por esa preferencia a corto plazo, se pueden mencionar las siguientes:

(a) La incertidumbre que existe sobre el comportamiento de las tasas.

(b) Las expectativas de inflación que han existido en nuestro medio y por lo tanto el riesgo de inflación que enfrenta el inversionista.

(c) Los bajos "spreads" que existen entre las inversiones a corto plazo y las de largo plazo, lo cual ha traído como consecuencia una baja prima por liquidez.

La situación puede cambiar tal y como lo muestra la información contenida en el informe semanal de la Superintendencia Bancaria del 17 al 20 de octubre de 1995; en la tabla 3.7 de ese boletín se muestra la presencia de un "spread" significativo en la tasa de captación por CDT´s, para el consolidado de establecimientos de crédito: menos de 90 días, 26.62%; a 90 días, 29.12%, a 180 días, 31.06%; a 360 días 31.49%; entre 361 y 539 días, 33.23%; plazos mayores a 540 días, 28.27%; para una tasa consolidada promedio de 29.25%.

(d) El riesgo de liquidez de inversiones en títulos de largo plazo, como consecuencia de la baja profundización que aún tiene el mercado de valores.

(e) Las dificultades que tienen muchos inversionistas y/o ahorradores para manejar una tasa indexada sobre una tasa de referencia.

5. Información en el mercado.

No obstante los desarrollos que se han hecho y las responsabilidades que se han definido en cabeza de los emisores (representantes legales, administradores, revisores fiscales, etc) todavía sigue siendo insuficiente o de mala calidad la información que se le brinda al mercado.

(a) Prospecto de colocación.

En el artículo 1.2.2.1 de la resolución 200 se establece que el prospecto de colocación debe incluir de manera clara cualquier hecho o información que resulte relevante o esencial, que en ese momento o hacia el futuro pueda tener efecto o influencia en el desenvolvimiento de los negocios de la entidad, en sus estados financieros, en sus valores y en la oferta de ellos". Así mismo, en el artículo 1.2.2.2 de la mencionada resolución, se establece que el prospecto de colocación debe contener entre otros:

- Información sobre la destinación de los recursos.
- Información suficiente sobre el emisor y sus indicadores financieros, para una evaluación del riesgo asumido por los inversionistas.
- Información financiera sobre el avalista, cuando sea necesario.

A la información contenida en el prospecto de colocación de una emisión de bonos se le aplica el concepto del "due dilligence", tan caro a las operaciones de banca de inversión.

(b) Información periódica.

En el artículo 1.1.3.1 de la Resolución 200 del 22 de mayo de 1995, se establece la información que deben enviar a la Supervalores, las entidades cuyos títulos se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, para la actualización del mismo. La información a que se hace referencia se relaciona con:

(1) Información previa a la asamblea: proyecto de distribución de utilidades.

(2) Información posterior a la asamblea: formulario de actualización en formato de la Superintendencia y copia del acta de la asamblea.

(3) Información trimestral: estados financieros en formato de la Superintendencia.

(c) Información eventual.

Con relación a la información eventual, se establece:

- La obligación de comunicar a la Supervalores y a las bolsas la ocurrencia de cualquier hecho que pueda afectar el precio del valor o su circulación en el mercado, al día siguiente de su ocurrencia o de su conocimiento. En caso de hechos notorios, se tiene que informar dentro de los 8 días comunes siguientes a la ocurrencia de los mismos.
- La Superintendencia de Valores, a su discreción ordenará la difusión de la información. Hacia el futuro y con relación a este punto, hay que eliminar la subjetividad que encierra una discrecionalidad de esta naturaleza.

(d) Sociedades calificadoras de valores.

La derivada de las calificaciones que otorguen las sociedades calificadoras de valores. En Colombia las calificaciones a otorgar para emisiones a más de un año son la A,B,C,D y E. Con relación a la calificación de valores, la misma Superintendencia establece la necesidad de hacer homogéneas las categorías para diferentes firmas calificadoras y la posibilidad de establecer

subcategorías. La calificación refleja tanto la capacidad del emisor para cumplir con sus obligaciones como la disponibilidad de información adecuada sobre el emisor.

(e) El representante de los tenedores de bonos.

Entre las obligaciones del representante de los tenedores de bonos se mencionan:

- Verificar la documentación presentada a la Supervalores.
- Verificar lo adecuado de la información y la razonabilidad de las proyecciones en el prospecto.
- Presentar a los tenedores de bonos, por lo menos dos veces a año, informes sobre la situación de la entidad emisora y el cumplimiento de sus obligaciones.

El régimen de ofertas públicas.

La resolución 400 del 22 de mayo de 1995, reglamenta en general el régimen de ofertas públicas de valores tanto en el mercado primario como en el mercado secundario y en particular el régimen de ofertas públicas de bonos. Adicionalmente a lo que se ha expuesto en numerales previos de este documento, se pueden señalar los siguientes aspectos:

(a) Restricciones.

Las principales restricciones en una emisión de bonos:

(1) Los bonos se emiten a plazos de más de 1 año.

(2) El monto de la emisión de bonos objeto de oferta pública no debe ser inferior a dos mil (2.000) salarios mínimos mensuales.

(3) No se puede emitir una emisión de bonos mientras se encuentre pendiente el plazo de una suscripción de una emisión o se hayan colocado los bonos en condiciones distintas a las autorizadas.

(b) La protección al inversionista.

La protección al inversionista se relaciona con:

(1) Información en el mercado.

(2) Las facultades y responsabilidades del representante de los tenedores de bonos.

(3) El aval de un establecimiento de crédito y/o la calificación de una sociedad calificadora de valores.

(4) La inscripción de los bonos que se coloquen por oferta pública en una bolsa de valores.

(5) Las garantías adicionales que puede exigir la Superintendencia de Valores.

7. El desempeño de los intermediarios en el mercado de valores.

Dos tipos de intermediarios principales en el mercado público de valores: sociedades comisionistas de bolsa y los intermediarios de valores que no son comisionistas de bolsa. A los dos habría que agregar las corporaciones financieras que desarrollan importantes actividades en el mercado de capitales, no obstante que su orientación principal ha sido hacia la intermediación de crédito.

En Colombia las dos entidades de carácter financiero que tienen el mejor perfil competitivo para desarrollar actividades de banca de inversión son las corporaciones financieras y las sociedades comisionistas de bolsa. En lo relacionado con la emisión y colocación de bonos las dos podrían realizar actividades de asesoría financiera para el diseño de la emisión, ambas podrían realizar un "underwriting" en firme, ambas podrían otorgar crédito para la adquisición de valores; mientras las sociedades comisionistas de bolsa son los únicos intermediarios en las bolsas de valores, las corporaciones financieras pueden asumir el papel de representantes de los tenedores de una emisión de bonos. A las anteriores habría que agregar el caso de las sociedades fiduciarias que con relación a una emisión de bonos pueden realizar la asesoría financiera correspondiente, ser administradores de la emisión y representantes de los tenedores de bonos. [15]

A continuación una descripción del perfil organizacional de cada uno de los intermediarios en el mercado público de valores:

(a) Sociedades comisionistas de bolsa.

La ley 45 de 1990, amplió el campo de acción de las sociedades comisionistas de bolsa a la realización de la mayoría de las actividades de banca de inversión en Colombia de acuerdo con el modelo de los Estados Unidos; la Superintendencia de Valores ha venido reglamentando la

[15]Para una descripción del perfil competitivo de las entidades que pueden realizar actividades de banca de inversión en Colombia, ver el artículo de Javier Serrano, "Perspectivas de desarrollo de la Banca de Inversión en Colombia", Ponencia al VII encuentro nacional de comisionistas de bolsa.

prestación de los diferentes servicios sin que se haya visto una diversificación importante del campo de acción de las sociedades comisionistas de bolsa.

(1) Dimensionamiento del sector

A continuación un breve dimensionamiento del sector con base en las cifras que publicó la Superintendencia de Valores, utilizando los informes presentados a 31 de diciembre de 1994:

Sesenta y siete sociedades comisionistas de bolsa, afiliadas a las tres bolsas de valores, algunas con presencia en una o más bolsas de valores; al contabilizar únicamente la sede principal, la distribución sería la siguiente: Bogotá (31), Medellín (24) y Cali (12), actuando sobre un mercado bursátil concentrado principalmente en la Bolsa de Bogotá; al mes de septiembre de 1995, el 69.93% del volumen total transado en el mercado bursátil durante 1995, se había realizado en la Bolsa de Bogotá.[16]

(2) Concentración del sector.

No obstante la existencia de 67 sociedades comisionistas de bolsa existe una alta concentración de ingresos en Bogotá y dentro de Bogotá en unas pocas firmas. Al 30 de junio de 1994, el 66.7% de los ingresos totales de la industria se concentraban en sociedades comisionistas de la Bolsa de Bogotá. Para el primer semestre de 1994, las 13 firmas de la Bolsa de Bogotá catalogadas como grandes concentraban el 66.5% de los ingresos por comisiones. A la misma fecha y en la Bolsa de Medellín, 3 firmas concentraban el 42% de los ingresos mientras que en la ciudad de Cali, las tres firmas más grandes concentraban el 61.2% de los ingresos. La clasificación realizada por Supervalores a 30 de junio de 1994, entre firmas grandes, con activos superiores a los 1.601 millones de pesos de esa fecha, medianas con activos entre 801 y 1.600 millones de pesos y pequeñas, con activos por debajo de los 800 millones de pesos, arrojó los siguientes resultados para firmas grandes, medianas y pequeñas respectivamente: Bogotá, 13,18,0; Medellín, 1,2,21; Cali, 3,2,7.[17]

---

[16]A 31de diciembre de 1994, existían 67 sociedades comisionistas de bolsa en operación, de las cuales 21 contaban con 35 sucursales y agencias en diferentes ciudades del páis.

[17]En las cifras anteriores hay que tener en cuenta que algunas sociedades comisionistas de bolsa operan simultáneamente en dos o más bolsas. A 31 de diciembre de 1995, 4 operaban en las 3 bolsas, mientras que 6 lo hacían en dos bolsas.

(3) Baja capitalización del sector.

No obstante la capitalización que se ha experimentado en los dos últimos años, la misma sigue siendo baja, especialmente para la realización de actividades que puedan implicar riesgo para las entidades (por ejemplo, el "underwiting" en firme). Una componente importante del patrimonio tiene que ver con la valorización del puesto de bolsa, por el elevado valor que llegó a alcanzar especialmente durante 1994.

(4) Concentración de los negocios.

No obstante la ampliación de su campo de acción que se derivó de la ley 45 de 1990, la mayoría de las sociedades comisionistas de bolsa se pueden caracterizar por la explotación de un solo producto (corretaje), con una orientación principal hacia un solo mercado (instituciones financieras), con una baja participación de otros negocios, especialmente aquellos relacionados con actividades de banca de inversión. Así mismo, su estructura organizacional es débil, no obstante que comienza a darse una importante profesionalización del recurso humano que en ellas trabaja. Como un ejemplo de lo anterior, bastaría citar que con 67 sociedades comisionistas de bolsa, a septiembre de 1995, sólo existían siete fondos de valores administrados por sociedades comisionistas de bolsa, con recursos administrados que totalizaban 105.064 millones de pesos.

(5) Actividades que pueden realizar en el mercado de valores.

Adicionalmente al contrato de comisión para la compra y venta de valores, las sociedades comisionistas de bolsa pueden tomar posición propia tanto en el mercado primario ("underwriting" en firme y "underwriting" garantizado) como en el mercado secundario, con restricciones que dependen del patrimonio técnico; realizar funciones de asesoría; administración de valores; constitución y administración de fondos de valores; administración de portafolios de valores de terceros; otorgar créditos con sus propios recursos para la adquisición de valores inscritos en bolsa y otras actividades análogas.

(b) Corporaciones financieras.

Uno de los cuatro tipos de establecimientos de crédito; su orientación principal ha sido hacia la intermediación de crédito, no obstante que pueden realizar la mayoría de las actividades de banca

de inversión, excepto la administración de portafolios y el corretaje a través de bolsa. Entre las actividades de banca de inversión que pueden realizar, relacionadas con el mercado de bonos, se mencionan: "underwriting" en firme; asesoría empresarial y financiera; representación de los tenedores de bonos; avalistas de emisiones. Algunas han constituido una sociedad comisionista de bolsa como una filial especializada de servicios financieros.

(c) Sociedades fiduciarias.

El sector de sociedades fiduciarias está compuesto por 48 de ellas, con una gran disparidad en términos de tamaño, cobertura, patrimonio y resultados financieros: han dependido tradicionalmente de los ingresos que genera la fiducia de inversión, principalmente el fondo común ordinario que la mayoría de ellas administra. En la medida que se ha estancado el crecimiento de los fondos comunes ordinarios han comenzado a reorientar su actividad hacia otros negocios, inclusive la administración de emisiones públicas y privadas, donde se ha generado una competencia muy intensa que ha disminuido significativamente el nivel de comisiones; una de las principales oportunidades se encuentra en la fiducia de inversión alrededor de los fondos comunes especiales, a cuyo desarrollo sin duda va a contribuir la titularización de bienes. Las fiduciarias pueden realizar varias de las actividades de banca de inversión, excluyendo corretaje de valores a través de las bolsas y "underwriting" en firme. Con relación al mercado de bonos pueden realizar las siguientes funciones: asesoría financiera, administración de emisiones, representante de los tenedores de bonos.

(d) Comisionistas independientes de valores.

Se define como comisionista independiente de valores "aquella sociedad que habitualmente y sin ser miembro de una bolsa de valores, se ocupa de la compra y venta de valores en nombre propio y por cuenta ajena" (Estatuto Orgánico Mercado Público de Valores, atículo 3.4.0.1). Las sociedades comisionistas independientes de valores están sometidos a la vigilancia de la Superintendencia de Valores. La mayoría de las sociedades fiduciarias se han inscrito como comisionistas independientes de valores en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

(e) Otros.

En la categoría otros se pueden mencionar las compañías de financiamiento comercial en la medida que pueden desarrollar el contrato de "underwriting", los agentes colocadores y las sociedades administradoras de inversión.

8. El desarrollo de los inversionistas institucionales.

Uno de los hechos más destacados en el mercado de capitales colombiano en los últimos años tiene que ver con el desarrollo de los inversionistas institucionales, especialmente de aquellos que como los fondos de pensiones tienen un perfil de inversión de largo plazo. La experiencia de otros países muestra la importancia de los inversionistas institucionales en el desarrollo del mercado de capitales, no sólo desde el punto de vista de dinamizar la demanda por títulos de mediano y largo plazo sino también para canalizar el ahorro individual hacia el mercado de capitales. Con relación a este último punto bastaría citar el desarrollo de los fondos mutuos de inversión en el mercado de los Estados Unidos, especialmente de aquellos que han especializado sus portafolios en bonos y/o en papeles emitidos por la Tesorería de los Estados Unidos, tal y como seguramente ocurrirá en Colombia con el desarrollo de la fiducia de inversión a través de los fondos comunes especiales. A 31 de diciembre de 1992, existían en el mercado americano 1.128 fondos mutuos, cuyo portafolio estaba especializado en bonos de diferente naturaleza, que administraban activos por valor de 432.9 billones de dólares, los cuales representaban un 40.17% de los fondos mutuos existentes y un 34.77% de los activos totales administrados a través de fondos mutuos.[18]

La situación colombiana comienza a mostrar una tendencia favorable hacia la demanda por bonos por parte de los inversionistas institucionales no obstante la disminución que se muestra en el cuadro 15 de la participación de los bonos en el portafolio de los fondos comunes ordinarios exprimentada durante el primer trimestre de 1995, como consecuencia de la entrada en vigencia de la resolución 200 sobre valoración de portafolios a precios de mercado. A 30 de junio de 1995, los fondos de pensiones administraban recursos por valor de 111.920 millones de pesos de los

[18]BodieZui, Alex Kane, Alan Marcus, "Essentials of Investments",página 78.

cuales un 26.92% estaba invertido en bonos; a la misma fecha los fondos de cesantías administraban recursos por valor de 560,362 millones de pesos de los cuales un 25.27% estaba invertido en bonos, excluyendo en ambos casos la inversión que tenían en TES, TER y TAC.[19] El crecimiento que hacia el futuro van a experimentar ambas categorías de inversionistas institucionales permite preveer un crecimiento importante de la demanda por instrumentos de mediano y largo plazo y en particular por bonos.

9. La valoración de portafolios a precios de mercado.

La entrada en vigencia de la resolución 200 de 1995, de la Superintendencia Bancaria sobre valoración de portafolios a precios de mercado constituye uno de los desarrollos más importantes que se han dado en el mercado de capitales colombiano. Para los objetivos de este documento se destacan:

(a) Aspectos relevantes.

Los principales aspectos relevantes de la resolución 200 son los siguientes:

(1) Definición de los parámetros necesarios para la valoración de inversiones como consecuencia de fluctuaciones en las tasas de interés de mercado.

(2) Se introducen los conceptos de tasa básica de mercado y margen de crédito para definir la tasa de descuento a la cual se descontarían los flujos de fondos de títulos como los bonos, para la respectiva valoración a precios de mercado.

(3) En el caso de bonos, el margen de crédito tiene en cuenta tanto la prima por liquidez como el riesgo de solvencia del emisor; hacia el futuro habrá necesidad de separar ambos conceptos. En el caso de bonos, el margen de crédito de los bonos emitidos con un "spread" sobre una tasa de referencia como la DTF coincide con el valor de ese "spread"; si el bono se coloca en el mercado primario con un descuento sobre el valor nominal, el margen de crédito será igual a la diferencia entre la tasa interna de retorno del bono y la

[19]Información Superintendencia Bancaria, Junio de 1995.

tasa de referencia y/o la tasa DTF, dependiendo de si el bono se emite a tasa variable o a tasa fija.

(4) Se introduce el concepto de tasas implícitas o tasas "forward" para la determinación más precisa de las tasas de descuento para la valoración de títulos como los bonos.

(b) Consecuencias principales.

Las consecuencias principales de la resolución 200 serían las siguientes:

(1) Introduce nuevos parámetros ("duration", "convexity") en la administración de portafolios.

(2) Introduce nuevas estrategias en la administración de portafolios: estrategias de inmunización con o sin cobertura, estrategias dinámicas, etc.

(3) La contabilización de pérdidas y ganancias de la valoración de portafolios a precios de mercado, ha desestimulado inicialmente la inversión en títulos de largo plazo, que como los bonos a tasa fija tienen una duración efectiva ("duration") alta y por lo tanto un riesgo elevado de tasa de interés.

(4) El mayor sesgo que se ha dado hacia el corto plazo después de la entrada en vigencia de la resolución 200 sobre valoración a precios de mercado irá disminuyendo en la medida que los administradores de portafolios aprendan a administrar el riesgo de tasa de interés utilizando los parámetros y las estrategias mencionadas previamente.

(5) Estrategias de cobertura

El otro paso importante que se debe dar para implantar estrategias de cobertura del riesgo de tasa de interés es el desarrollo de un mercado de futuros y de opciones de tasa de interés, que permita hacer una administración dinámica de los portafolios. Este tema está bastante atrasado en Colombia; sin embargo, la demanda de operaciones "forward" adicionalmente a la proliferación de las operaciones de carrusel, muestra que si existe espacio en nuestro medio para un desarrollo de esta naturaleza, siempre y cuando se le de el tiempo necesario y el soporte requerido para que el mercado alcance la liquidez necesaria.

10. Actividades involucradas en la emisión de bonos.

(a) Bonos emitidos por entidades del sector privado.

Las actividades principales que se deben realizar para una emisión de bonos, por parte de una entidad del sector privado a través de oferta pública, son las siguientes:[20]

(1) Autorización de la asamblea General de accionistas, junta de socios, o el órgano máximo de la entidad.

El órgano legal competente deberá determinar cuando menos las siguinetes bases:

el monto del empréstito; el rendimiento máximo que se puede pagar con sujeción a las disposiciones legales; el plazo máximo para el reembolso del capital y la forma de su amortización; clase de bonos a emitir, si son convertibles en acciones, se deben fijar las condiciones de dicha conversión; si los bonos irán acompañados de derechos de suscripción de acciones, y en tal caso las bases sobre las cuales el órgano de administración designado para el efecto debe reglamentar la suscripción; la destinación del empréstito; las garantías que han de otorgarse, si fuese el caso.

El máximo órgano de la entidad podrá delegar la elaboración y aprobación del reglamento de emisión en la Junta Directiva u órgano equivalente, hecho que deberá constar en el acta correspondiente.

(2) Estudio de mercados (para uso interno).

Comprende, proyección del mercado, características del título, mecanismos de colocación.

(3) Preparación de la documentación financiera soporte

Comprende, "la información y los indicadores financieros del emisor necesarios para el conocimiento cabal del inversionista del riesgo que asume, ajustados a la proforma que para el efecto elebora la Superintendencia de Valores, así como la información financiera del avalista, cuando sea el caso" (Superintendencia de Valores, resolución 400, 22 de mayo de 1995). Usualmente incluye información financiera histórica de los últimos tres años y proyecciones financieras.

---

[20]Las actividades que se enuncian no se realizan necesariamente en el orden de la secuencia presentada.

(4) Identificación y negociación con la entidad avalista

El resultado final corresponde al compromiso de la entidad avalista, incluyendo monto y vigencia del aval.

(5) Calificación de la emisión.

En lugar de (4), se puede calificar la emisión por parte de una sociedad calificadora de valores autorizada por la Superintendencia de Valores.

(6) Representante de los tenedores.

Identificación y negociación con el representante de los tenedores de bonos.

(7) Prospecto de colocación.

Contiene, identificación del emisor; características generales de la oferta; lugar, fecha y forma del pago del capital y del rendimiento, sistema de amortización y demás condiciones de la emisión; destinación de los recursos; representante legal de los tenedores, bolsas de valores en que estarán inscritos los títulos; información financiera (histórica y proyecciones); emisiones de títulos de contenido crediticio vigentes; constancias legales de la debida diligencia; cuando sea el caso, la calificación obtenida y las razones expuestas por la sociedad calificadora; condiciones en que se puede realizar la suscripción de acciones en el caso de bonos con cupones de suscripción de acciones; los diarios a través de los cuales se hará la comunicación con los tenedores.

(8) Contrato con una fiduciaria para la administración de la emisión.

(9) Diseño del título.

Comprende, arte inicial. aspectos legales, contenido de los títulos (artículo 1.2.4.3, Resolución 400 Supervalores); impresión; aprobación Supervalores.

(10) Aprobación Supervalores.

Comprende, carta de solicitud suscrita por el representante legal, incluyendo las bases para la conversión en el caso de bonos convertibles; información jurídica, que comprende entre otros el proyecto de aviso de oferta, copia de folletos y materiales publicitarios y dos ejemplares del prospecto de colocación; infomación esencial y relevante; copia autenticada

del acto por el cual la entidad respectiva se compromete a otorgar el aval; copia del proyecto del contrato de administración; copia del proyecto de contrato con la sociedad que actuaría como representante legal de los tenedores de bonos.

(11) Inscripción en el Registro Nacional de Valores e intermediarios.

(12) Inscripción en una o en varias bolsas de valores.

Solicitud de inscripción, acompañada del cerificado de Supervalores sobre la inscripción del bono en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios; dos fascímiles anulados del bono a emitir; copia autenticada del acta de la asamblea o junta directiva de la sociedad emisora en la que aparezca la autorización para la inscripción del valor en bolsa; dos copias del prospecto de colocación; copia de la resolución de la Supervalores que autorizó la emisión; contrato de administración celebrado para el manejo operativo de la misma; carta compromisoria, según formato, suscrita por los representantes legales de la sociedad emisora y de la entidad administradora o fiduciaria; información de la entidad, según formato; copia de los estatutos vigentes de la sociedad emisora; certificado de constitución y representación legal; copia de los estados financieros de los dos últimos años y el más reciente del año en curso, según formato. Así mismo y previo a la aprobación, se requiere la designación de un funcionario de alto nivel que coordine con el director de operaciones de la bolsa, las actividades comerciales y operativas que surjen de la misma.

Adicionalmente, una carta al director de operaciones de la bolsa, en la cual se indica si la emisión de bonos se va a colocar directamente, o a través de contratos de underwriting o de una bolsa de valores, al igual que los cupos asignados por cada modalidad.

(b) Bonos emitidos por entidades del sector público.

Aunque los procedimientos son similares, se requieren más trámites para una emisión de bonos por parte de una entidad del sector público, a través de oferta pública. A continuación sólo se mencionan las diferencias principales y los trámites adicionales, respecto al caso de una emisión de bonos por parte de una empresa del sector privado:

(1) Autorización del consejo (acuerdo municipal).

(2) Justificación técnica, económica y social.

Comprende, fundamentos para la escogencia de la financiación, plan de financiación por fuentes, capacidad de pago, justificación técnica y social y la presentación al Departamento Nacional de Planeación.

(3) Concepto de Planeación Nacional

Se requiere presentar la siguiente documentación: solicitud del alcalde; autorización del concejo; prospecto de emisión; justificación técnica, económica y social; estudio de mercados; documentación financiera.

(4) Resolución Minhacienda.

Documentación a presentar: solicitud del alcalde; autorización del concejo; conceptó de Planeación; prospecto de emisión; estudio de mercados; documentación financiera; carta de intención del aval; diseño del título.

(5) Decreto del alcalde.

Requiere la aprobación de Supervalores; así mismo, ordena la emisión y fija condiciones.

E. Tratamiento Tributario.

No existen diferencias en el tratamiento tributario de los gastos financieros derivados de un financiamiento a través de una emisión de bonos y el tratamiento tributario de cualquier otra alternativa de financiamiento a través de los establecimientos de crédito. Desde el punto de vista del inversionista, tampoco existe un tratamiento preferencial para los rendimientos financieros provenientes de una inversión en bonos; para el caso de personas naturales, estaría exenta la componente inflacionaria, tal y como ocurre con los rendimientos financieros provenientes de establecimientos de crédito sometidos a la vigilancia de la Superbancaria y de los rendimientos de inversiones en títulos valores, cuya oferta haya sido autorizada por la Superintendencia de Valores.

V. Ventajas y desventajas que podría ofrecer el mercado colombiano.

En Colombia se han dado una serie de eventos, tanto en el mercado como en el marco regulatorio e institucional que favorecen la profundización del mercado de capitales y en particular el desarrollo de un mercado de bonos como alternativa de financiamiento de largo plazo; sin embargo, las dos partes del mercado, emisores e inversionistas, no siempre identifican las ventajas del bono como una alternativa de financiamiento. A continuación se presenta un resumen de las ventajas y desventajas que presenta el bono como instrumento de financiamiento tanto para el emisor como para el inversionista, en el contexto colombiano:

A. Para el Emisor.

1. Ventajas para el emisor de bonos en el mercado colombiano.

Las principales ventajas son las siguientes:

(a) Costo del financiamiento frente a otras alternativas.

El costo financiero de una emisión de bonos tal y como se mostró en el cuadro 14 y se analizó previamente, es menor al de otras alternativas de financiamiento, especialmente en este momento cuando el reemplazo de un aval por la calificación del valor disminuye significativamente el costo de una emisión de bonos. Antes de la presencia de las sociedades calificadoras de valores, la situación no era tan clara, especialmente si se comparaba con algunas líneas de crédito de fomento o con el costo al cual suelen conseguir recursos los grandes clientes corporativos, que desde la perspectiva de los establecimientos de crédito usualmente tienen un riesgo de solvencia bajo.

(b) El plazo del financiamiento.

Aunque los establecimientos de crédito pueden pactar libremente la tasa de los créditos con recursos propios que otorgan a sus clientes, la mayoría de ellos son reacios al largo plazo y/o no han aprendido a manejar ese largo plazo. Ello ha llevado a que restrinjan el crédito a largo plazo, o le pongan tales condiciones que en la práctica se transforman en restricciones reales.

Los bonos como instrumento de financiamiento de largo plazo, facilitan el financiamiento de planes de inversión, que requieren una estructura financiera con énfasis en el largo plazo. Esto es

especialmente importante si se tiene en cuenta que desaparecieron los fondos de redescuento especializados en el sector industrial, como el Fondo Financiero Industrial y el Fondo de Inversiones Privadas y se ha restringido el acceso a las líneas del banco mundial. A lo anterior habría que agregar, la ventaja que ofrece el bono, desde la perspectiva de un flujo de caja, cuando la amortización del principal se hace al final de su período de madurez.

Con relación a este punto y como competencia a la utilización del bono como instrumento de financiamiento no hay que desestimar la importancia que tienen las líneas de largo plazo para la importación de activos y la posibilidad que pueden ofrecer los establecimientos de crédito a través de períodos de gracia y de la posibidad de capitalizar los intereses del préstamo, lo cual permite adecuar el servicio de la deuda al flujo de fondos del proyecto. Así mismo, en el caso del financiamiento de la reconversión industrial hay que tener en cuenta la importancia que puede tener el incentivo a la capitalización rural, conexo con la utilización del crédito de Finagro.

(c) Una mayor flexibilidad en el diseño de la emisión.

El marco regulatorio permite varias alternativas adicionales al bono tradicional que ha predominado en Colombia, lo cual posibilita adaptar la emisión de bonos a las necesidades del emisor; entre ellas se puede mencionar la emisión de bonos con cupones de suscripción de acciones que permitiría disminuir significativamente el costo financiero de la emisión si se acompaña de un cupón de suscripción de acciones ("warrant"), que compense al inversionista por el monto menor de los intereses que estaría recibiendo. Con relación al diseño de una emisión de bonos con cupones de suscripción de acciones, existirían tres variables con las cuales se podrían obtener emisiones con diferentes características financieras: el "spread" sobre una tasa de referencia; el plazo durante el cual se puede ejercer el cupón de suscripción y el precio al cual se puede hacer la suscripción preferencial.

(d) Entidades del sector público.

En el caso de las entidades del sector público, se mencionan dos aspectos que favorecen a la entidad que se está financiando a través de la emisión de bonos:

(1) Restricciones al endeudamiento.

Las restricciones que actualmente existen al endeudamiento de las entidades del sector público con los establecimientos de crédito.

(2) El tiempo requerido para el desembolso de los recursos de Findeter.

En el caso de proyectos de infraestructura, la línea de redescuento Findeter tiene características de plazo, tasa, período de gracia, que la hacen bastante atractiva para el financiamiento de largo plazo. Sin embargo, su utilización requiere un gran esfuerzo por parte de la entidad que solicita el crédito y el desembolso toma un tiempo apreciable (por ejemplo, 18 meses o más), como consecuencia del seguimiento que hay que hacer a todo el ciclo del proyecto. Así mismo, algunos intermediarios prefieren financiar a los municipios con recursos propios, como consecuencia de los trámites que requiere la línea de redescuento Findeter, el elevado valor de la tasa de redescuento (DTF+2.5) y el tope impuesto a la tasa de interés al usuario final (máximo, DTF+5.0).

(e) Establecimientos de crédito.

En el caso de los establecimientos de crédito se destacan tres ventajas:

(1) Costo de los encajes y de la inversión forzosa.

Los bonos como alternativa de financiamiento no están sujetos a los encajes y a la inversión forzosa que si tienen todas las alternativas tradicionales de captación (cuentas corrientes, cuentas de ahorro, certificados de depósito a término). La conveniencia de una emisión de bonos frente a una captación a través de cdt´s, se deriva principalmente del encaje de los certificados de depósito a término, que ha variado en los últimos 2 años y que está sujeta a las necesidades de la política monetaria.

(2) Adecuación al GAP.

La posibilidad de tener una mezcla de financiamiento con una participación importante de recursos de largo plazo, contribuye a disminuir la brecha derivada de la estructura a término de los activos y de los pasivos ("duration del gap") y por ende la exposición del establecimiento de crédito a un elevado riesgo de solvencia como consecuencia de un aumento de las tasas de interés. Este

aspecto va a ser especialmente importante, una vez que se ha entrando en la era de la valoración de portafolios a precios de mercado. Al mismo tendrán que darle una gran importancia los establecimientos de crédito durante 1996, como consecuencia de la expedición de la resolución 1 del 2 de enero de 1996 de la Superintendencia Bancaria, sobre gestión de activos y pasivos.

(3) Menor esfuerzo de captación.

La captación de una cantidad importante de recursos, sobre la cual se ha definido previamente un uso, requiere de un importante esfuerzo comercial y administrativo, que muchas veces no es posible o aumenta significativamente el costo del financiamiento. A ello hay que agregar la necesidad que tienen los establecimientos de crédito que no cuentan con una importante red de oficinas de recurrir a la captación de recursos a través de bolsa, para lo cual sólo cuentan con la emisión de cdt´s y de bonos.

(4) Trámites de los establecimientos de crédito.

Por estar sometidos a la vigilancia de la Superintendencia Bancaria , los trámites son menores: no requieren aval y/o calificación; no se requiere un representante de los tenedores de bonos; no se requiere autorización de la oferta pública por parte de Supervalores; la administración y colocación se puede hacer a través de la misma red del establecimiento de crédito.

(f) Desarrollo de un mercado.

Con el desarrollo de los inversionistas institucionales, especialmente de aquellos que como los fondos de inversión tienen un perfil de largo plazo, se abre un mercado que va a demandar intrumentos de largo plazo, bonos y acciones. El crecimiento de los fondos de pensiones los llevará en el largo plazo a sustituir en forma significativa el rol que actualmente desempeñan los establecimientos de crédito en el financiamiento de largo plazo de las empresas.

2. Desventajas para el emisor de bonos en el mercado colombiano.

Las principales desventajas serían las siguientes:

(a) Los trámites que requiere una oferta pública de bonos.

Tal y como se mostró previamente, una oferta pública requiere una gran cantidad de trámites que hay que cumplir previamente y con posterioridad a la misma emisión; no obstante que el proceso

se ha aligerado significativamente con instrumentos como el de la inscripción anticipada y oferta pública y adicionalmente se ha disminuido significativamente el tiempo requerido para que la Superintendencia de Valores autorice una oferta pública de bonos, el cumplimiento de todos los trámites toma tiempo y consume recursos administrativos, lo cual constituye una desventaja frente a la consecución de un cupo de crédito directo de un establecimiento de crédito con una componente importante de largo plazo o de un cupo de crédito que se está actualizando y renovando periódicamente. Entre los trámites a que se hace referencia se pueden mencionar: aprobación de la asamblea, preparación de la información financiera, aspectos legales de la emisión, negociaciones para obtener el aval, negociaciones para la representación de los tenedores de bonos, la calificación de la emisión, el trámite ante la Superintendencia de Valores, el trámite ante las bolsas de valores, el contrato de administración, el contrato de "underwriting" si existe, las asambleas de tenedores de bonos, la actualización del Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

(b) El desconocimiento del mercado de capitales.

Los emisores en general tienen un mayor o menor desconocimiento del mercado de capitales, de los instrumentos que allí se emiten, de los requisitos y trámites para una emisión, de las responsabilidades que asume el emisor, por lo cual le toca recurrir a un intermediario y/o asesor financiero en el cual tiene que depositar su confianza. No obstante los avances que se han dado, el nivel de desarrollo de ese intermediario es aún bajo y las personas que intervienen en el proceso requieren una mayor profesionalización y capacitación. En cierta forma, las empresas están más familiarizadas con los establecimientos de crédito y tienen una mayor confianza en los banqueros tradicionales, especialmente con aquellos con los cuales han mantenido una vinculación de largo plazo.

(c) Otros conexos con el desarrollo y/o profundización del mercado de capitales.

La baja profundización del mercado de capitales y en particular del mercado accionario restringe significativamente la posibilidad de obtener un mayor valor en la emisión de bonos, agregándole

características especiales al bono. Tal es el caso de los bonos con cupones de suscripción de acciones y de los bonos convertibles en acciones, obligatoriamente o a voluntad del tenedor.

(d) La información que hay que suministrar al mercado.

La información que hay que suministrar al mercado como consecuencia de la inscripción en el Regitrso Nacional de Valores e Intermediarios y la responsabilidad que de ahí se puede derivar para los administradores de la entidad emisora, se mira como una desventaja del financiamiento a través de una emisión de bonos, cuando se le compara con la información que se envía a un establecimiento de crédito que tiene el carácter de reservada. La posibilidad de que la información en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y/o la información eventual, llegue a ser pública se considera desde el punto de vista comercial como una desventaja de estar en el mercado público de valores.

(e) La calidad de la información oficial.

La falta de transparencia en la información oficial de muchas empresas, especialmente medianas y pequeñas, les cierra el acceso a los mercados públicos de valores. Este aspecto se deriva principalmente de las prácticas que utilizan empresas y/o socios para evadir el pago de sus obligaciones tributarias.

(f) Las garantías

La práctica usual en el mercado empresarial es que la empresa tenga comprometida parcial o totalmente sus garantías con los establecimientos de crédito, lo cual facilita el acceso al crédito de estas entidades. Esto es especialmente importante, si esas garantías están respaldando un cupo de crédito rotatorio como comienza a ser la práctica en el sector financiero colombiano.

B. Para el inversionista.

1. Ventajas para el inversionista en bonos en el mercado colombiano.

Las principales ventajas para el inversionista.

(a) El rendimiento de la inversión.

El rendimiento de la inversión tiende a ser mayor en el caso de bonos que en otras alternativas de inversión a más corto plazo, no obstante que en el mercado de capitales colombiano suelen presentarse momentos en que las tasas de corto plazo superan a las de largo plazo como consecuencia de necesidades coyunturales en el control monetario o por necesidades específicas y también coyunturales de algunas entidades. En la medida que la mayoría de las emisiones han salido indexadas con relación a una tasa de referencia que refleja captaciones a corto plazo plazo en certificados de depósito a término, claramente el "spread" que se paga sobre esa tasa de referencia, entre 1 y 3 puntos, hace que la rentabilidad del bono en general sea más atractiva que la rentabilidad de otras inversiones con base en títulos de contenido crediticio; esta comparación es especialmente válida si se tiene en cuenta que a septiembre de 1995, los cdt´s representaban un 54.56% del volumen total negociado en bolsa.

La comparación de la rentabilidad de una inversión en bonos contra la de una inversión en acciones no resulta válida en razón del aumento tan importante que se dió en los precios de las acciones sobre volúmenes negociados muy bajos, seguida también de una caída similar en el precio promedio de las acciones.

Así mismo, en la medida que se vaya profundizando el mercado y que se establezca claramente una curva de rendimiento ("yield curve") con una pendiente positiva que premie el plazo, será más evidente la rentabilidad del bono y otros instrumentos de mediano y largo plazo frente a alternativas de corto plazo. Hacia el futuro ésta será la situación, como consecuencia de la necesidad que tienen los inversionistas institucionales, principalmente los fondos de pensiones, de ofrecer un rendimiento superior neto de comisiones por encima del que un inversionista promedio pudiera obtener directamente al recurrir a un establecimiento de crédito.

(b) La disminución del riesgo de reinversión.

Una de las desventajas que presenta el bono para un inversionista tiene que ver con el riesgo de tasa de interés; la contrapartida a esta situación es la de ofrecer un menor riesgo de reinversión, por el plazo de las emisiones. Sin embargo, la utilización de una indexación sobre una tasa de

mercado hace que se pierda en parte la ventaja derivada de la ausencia de una reinversión de los recursos, ya que la indexación sobre una tasa de referencia que se revisa periódicamente y refleja situaciones de mercado, hace que un bono a tasa fluctuante se pueda asimilar a una inversión de corto plazo que se renueva periódicamente, con un premio por la liquidez correspondiente al "spread" sobre la tasa de referencia.

2. Desventajas para el inversionista en bonos en el mercado colombiano.

Las principales desventajas para el inversionista grande y/o institucional serían las siguientes:

(a) El riesgo de tasa de interés.

El mayor "duration" de los papeles de largo plazo hace que el precio de los mismos sea más sensible a la fluctuación en las tasas de interés y por ende tengan una mayor exposición frente al riesgo de tasa de interés. Esta situación que se hizo evidente con la entrada en vigencia de la resolución 200, llevó a que el mercado se concentrara en el corto plazo, como una medida natural de protección del riesgo de tasa de interés, olvidando que la contrapartida de este riesgo es el de reinversión. La utilización de una tasa indexada sobre una tasa de mercado como el DTF, disminuye el riesgo de tasa de interés, aunque no lo elimina totalmente; esta situación se mejorará en la medida que nuevas tasas de referencia corrijan los retrasos y las distorsiones que se presentan actualmente como consecuencia de la utilización de la tasa DTF.

(b) El riesgo de solvencia.

En el caso colombiano la utilización de los avales de establecimientos de crédito modificó el riesgo de solvencia del emisor, dando la sensación de que el mismo desaparecía como consecuencia del aval que otorgaba un banco o una corporación financiera, olvidándose equivocadamente del riesgo de solvencia de quien otorga el aval. Hacia el futuro, se tendrá que imponer la calificación de los establecimientos de crédito, para poder establecer realmente cual es el riesgo de solvencia que está enfrentando un inversionista en el mercado.

Los avales encarecen el costo de una emisión de bonos tal y como se mostró en el análisis de costos correspondiente; la entrada en vigencia de las sociedades calificadoras de valores disminuyó el costo total de un financiamiento a través de una emisión de bonos, manteniendo el

riesgo de solvencia original del emisor. La calificación no modifica el riesgo del emisor, simplemente se informa al mercado sobre el riesgo de los diferentes emisores para que cada quien actúe consecuentemente.

(c) El riesgo de liquidez del mercado.

La baja profundización del mercado de capitales colombiano y del mercado bursátil puede significar un riesgo importante para papeles de mediano y largo plazo si no se logra desarrollar un mercado con la liquidez suficiente y se da un crecimiento importante en el tamaño del mercado. En este momento una medición de este tipo de riesgo se torna bastante difícil y escapa al alcance de este trabajo, por el volumen tan bajo de las ofertas de bonos frente al tamaño del mercado y por las dificultades para tener acceso a la información que permita su estimación, que habría que medir a través de dos variables: la rotación del papel y el descuento con el cual el mercado secundario permite su negociación. No bastaría con mirar el tamaño de las ofertas públicas de bonos autorizadas, frente a los volúmenes negociados en bolsa; habría que mirar las rentabilidades de las transacciones en el mercado secundario. A 30 de septiembre de 1995, las transacciones de bonos privados y bonos de empresas públicas representaron respectivamente el 7.8% y el 3.08% del volumen total transado en bolsa; para 1994, los porcentajes habían sido respectivamente del 7.47% y del 2.30%.

(d) La información para la toma de decisiones de inversión.

Aún para el inversionista calificado hay importantes vacíos de información que aumentan el riesgo de la inversión que se está realizando; los requerimientos de información tanto periódica como eventual que hace la Superintendencia de Valores a los emisores resulta adecuada desde el punto de vista formal; sin embargo, en la práctica no siempre se hace la diligencia debida con relación a este punto. Una situación similar ocurre con los representantes de los tenedores de bonos; a veces sorprende la ligereza con que se acepta una posición de esta naturaleza que contrasta con las responsabilidades que asume el representante. Con relación a las sociedades calificadoras de valores, habrá que esperar un tiempo para calificar la calidad del trabajo que realizan.

(e) La ausencia de un mercado de cobertura.

La ausencia de un mercado de cobertura, especialmente del riesgo de tasa de interés no permite el desarrollo de estrategias activas en la administración de portafolios que permitan un mejor aprovechamiento de los pronósticos o expectativas sobre el comportamiento de las tasas, tomando posiciones en el largo plazo plazo que permitan aumentar la rentabilidad del portafolio sin quedar expuesto o descubierto frente al riesgo de tasa de interés.

VI. Una evaluación del mercado potencial colombiano.

La evaluación cuantitativa del mercado potencial colombiano para los bonos se torna bastante compleja por lo incipiente de su desarrollo actual frente al tamaño del mercado de crédito y a las necesidades de financiamiento de las empresas. En los cuadro 16 y 17 se hace una presentación de las variables más importantes para una estimación del mercado potencial; a manera de ejemplo, y para destacar, en lo corrido del año 1995 hasta septiembre, la cartera de los establecimientos de crédito aumentó en 6.594.000 millones de pesos, mientras que las ofertas públicas autorizadas de bonos de los sectores público y privado fueron respectivamente de 36.000 millones de pesos y 48.000 millones de pesos. El total de las ofertas autorizadas para el sector público y privado en el mercado nacional para los años 1994 y 1995 hasta septiembre totaliza 257.000 millones de pesos que representa sólo un 3.89% del aumento neto de la cartera durante 1995. La situación se tornaría aún más preocupante si se tiene en cuenta el porcentaje efectivamente colocado frente al tamaño autorizado de la emisión.

Antes de continuar con una evaluación potencial del tamaño del mercado de bonos, se evalúan una serie de aspectos que van a incidir en el futuro sobre el crecimiento de dicho mercado.

A. Ventajas del instrumento frente a otras alternativas de financiamiento.

En el literal A del numeral V de este documento se hizo una extensa presentación de las ventajas que representa el bono como instrumento de financiamiento para las empresas. Allí se analizaron: el costo del financiamiento frente a otras alternativas, el plazo del financiamiento, la mayor

flexibilidad derivada del diseño de la emisión; en el caso de las entidades del sector público habría que mencionar adicionalmente a las anteriores las restricciones que existen actualmente al endeudamiento directo con los establecimientos de crédito y el tiempo y los trámites requeridos para el desembolso de los recursos de Findeter. Así mismo, en el caso de los establecimientos de crédito habría que mencionar el costo de los encajes y de las inversiones forzosas de las alternativas tradicionales de captación, la adecuación del GAP, el menor esfuerzo de captación y los menores trámites de los establecimiento de crédito para acudir al mercado público. La comparación se complementa con lo expuesto en el numeral 3, del literal D, del capítulo IV, sobre otras alternativas de financiamiento.

B. Eventos que favorecen el desarrollo de un mercado de bonos.

Los eventos que favorecen el desarrollo de un mercado de bonos se han analizado en otras partes de este documento; sin embargo se hace un breve recuento de los más importantes principalmente por razones de complementaridad, agrupados en tres grandes categorías: nuevos desarrollos en el mercado de capitales, modificaciones en el marco legal, demanda por recursos de largo plazo.

1. Nuevos desarrollos en el mercado de capitales.

Entre los nuevos desarrollos en el mercado de capitales se pueden mencionar:

(a) El desarrollo de los inversionistas institucionales

Analizado en el numeral 8, del literal D, del capítulo IV. Hay que destacar especialmente el desarrollo que van a tener aquellos inversionistas institucionales que como los fondos de pensiones tienen un perfil de largo plazo.

(b) Las sociedades calificadoras de valores.

Dos consecuencias inmediatas: disminución del costo de una emisión de bonos al reemplazar al aval que encarecía el costo de la emisión; una mayor información en el mercado, al haber una calificación estándar sobre la solvencia de los emisores y el riesgo de las emisiones.

(c) **Un mayor variedad de alternativas en la emisión de bonos.**

El marco legal colombiano contempla una serie de variantes con relación al bono tradicional, que hasta ahora no se han utilizado en el mercado. Esas variantes resultan en un mayor valor para el emisor o para el inversionista, aumentando la flexibilidad del instrumento. Hoy se pueden emitir en Colombia bonos con cupones de suscripción de acciones, bonos convertibles, bonos con piso, bonos con techo, bonos con corredor, bonos con una opción call o con una opción put.

(d) **El desarrollo de operaciones de "strips".**

Los "strips" facilitan el desarrollo de los intermediarios en el mercado ya que ellos pueden obtener precios más bajos, o lo que es equivalente mayores tasas de interés, al realizar ofertas o posturas a un plazo mayor o por un mayor volumen; un trabajo eficiente de distribución hacia el mercado secundario vendiendo cupones de tasa de interés o amortizaciones del principal o haciendo una fragmentación del título, les genera importantes ganancias que pueden compartir con el comprador en el mercado secundario. En el momento de escribir este informe estaba saliendo al mercado una emisión de bonos que facilita este tipo de operación.

(e) **El financiamiento de la Dirección del Tesoro Nacional.**

Cada día va a ser más importante el mercado abierto de bonos de la Tesorería, que se realiza a través de un régimen de subasta de TES que en esencia son bonos emitidos a mediano plazo; el mismo permitirá establecer sobre un nivel de solvencia que en nuestro medio se puede asimilar a una tasa libre de riesgo la prima por liquidez. El desarrollo de una curva de rendimiento a plazo ("yield curve") es importante no sólo para el mercado de bonos como tasa de referencia sino también para mejorar los esquemas de valoración de portafolios a precios de mercado, al permitir la separación de las dos componentes que determinan el valor final de la tasa de interés, la prima por liquidez y la prima por riesgo, que hoy se encuentran confundidas en el margen de crédito.

(f) **La titularización de bienes.**

La emisión de títulos de contenido crediticio en procesos de titularización de cartera se puede asimilar a una emisión de bonos con una garantia específica. Tal y como ocurrió en el mercado de los Estados Unidos aparecerán nuevas sofisticaciones ("mortgage backed securities strips", "collaterize mortgage obligations") en la medida que el mercado se vaya desarrollando.

(g) **El desarrollo de los depósitos centralizados de valores.**

El desarrollo de DCV y de DECEVAL favorece la negociación de títulos valores no solamente por la eliminación de riesgos inherentes a la misma sino también por la mayor eficiencia que va a significar en la medida que se pueda hacer una desmaterialización de los títulos y se reemplacen los mismos por registros contables. Este aspecto es especialmente importante para el desarrollo de un mercado de "strips".

(h) **La reglamentación del segundo mercado.**

Actualmente existe la reglamentación sobre el segundo mercado sin que se de una organización del mismo; no obstante que las negociaciones en el segundo mercado están restringidas a "inversionistas calificados", se eliminan algunos requisitos que restringen la emisión de títulos o que las hacen mas costosas (Por ejemplo, se elimina el representante de los tenedores de bonos; tampoco es obligatoria la calificación o el aval).

(i) **El mercado de los carruseles.**

No obstante la controversia que genera este tema, los carruseles se convirtieron en un instrumento importante para aumentar la demanda por títulos de mediano plazo, al mismo tiempo que mostraron que si había un espacio para el desarrollo de un mercado organizado de futuros sobre tasas de interés.

2. **Modificaciones en el marco legal.**

A las modificaciones en el marco legal a que se ha hecho referencia a lo largo de este documento habría que agregar la siguiente, cuyo efecto todavía no se ha observado con la importancia que va a tener en el mercado.

(a) **Inscripción anticipada y oferta pública.**

Permite la inscripción anticipada de títulos para realizar ofertas públicas dentro de un plazo hasta de dos años, contados a partir de la ejecutoria del acto que ordene la inscripción, el cual podrá renovarse indefinidamente por períodos iguales. A este respecto la resolución 400 del 22 de mayo de 1995, establece:

> Artículo 1.2.3.2. Efectos del registro anticipado: los valores que se inscriban mediante este mecanismo en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, podrán ser colocados de manera total o por montos parciales sucesivamente mediante oferta pública en cualquier momento durante la vigencia de la inscripción anticipada, para lo cual se entenderá autorizada la oferta a partir de la ejecutoria del acto que autorice su inscripción.

Esta inscripción anticipada permite vencer una de las objeciones que se le suelen hacer a la emisión de bonos a través de oferta pública, relacionada con la sincronización que debe existir entre la consecución de los recursos y la aplicación de los mismos. Así mismo permite el diseño de varias alternativas estratégicas para la colocación de la emisión.

(b) **Otras modificaciones al régimen de ofertas públicas.**

Las otras modificaciones discutidas en otras partes de este documento tienen que ver con la calificación de valores, la creación del segundo mercado, información eventual, responsabilidad de los administradores de las emisiones, responsabilidad del representante de los tenedores de bonos, responsabilidad de los directivos y representantes legales de las empresas emisoras, etc.

3. **Demanda por recursos de largo plazo.**

La definición de una estructura adecuada de capital requiere un componente mayoritario de recursos de largo plazo. En Colombia, la estructura financiera de las empresas tiene un componente importante de corto plazo, tal y como se muestra en el cuadro 17, donde los pasivos de corto plazo para la muestra de empresas analizadas, es mayor que la participación de los pasivos de largo plazo en el pasivo total de las entidades. La situación se hace aún más evidente si se considera que muchas de las obligaciones que ahí se muestran como de largo plazo, no se podrían calificar categóricamente como tales si se tuvieran en cuenta dos aspectos: un buen número de las obligaciones financieras en

moneda local deben estar a menos de 3 años, como consecuencia de las características predominantes en el mercado del crédito; la segunda tiene que ver con el elevado monto de la cartera en moneda extranjera, utilizando la apertura cambiaria derivada de la resolución 21 de 1993 y el menor costo que representaba para una empresa endeudarse en dólares por el bajo ritmo de la devaluación en el período 1990-1994 y la necesidad de hacer ese endeudamiento a más de 5 años para no tener que hacer la inversión forzosa en títulos canjeables que impone la resolución 21 de 1993. Con la expectativa de un aumento en el riesgo cambiario, con el aumento que se experimentó a partir de abril de 1994 en las tasas de interés en el exterior y el mayor ritmo actual de la devaluación, parte de ese endeudamiento va a ser reemplazado por endeudamiento en el mercado nacional.

Por otro lado, la reconversión industrial de las empresas en Colombia va a requerir importantes sumas de financiamiento que el mercado tradicional no va a ser capaz por sí solo de movilizar. Al final de la administración Barco, se estimaba que la reconversión de los 7 principales sectores económicos iba a requerir recursos que superaban los $US 6.000 millones de dólares; un porcentaje importante de los recursos para financiar las inversiones relacionadas con la reconversión industrial va a tener que proceder directamente del mercado de capitales, donde los fondos de pensiones van a ser actores importantes posibilitando la transferencia de recursos de todo el pueblo colombiano hacia el sector productivo.

En el cuadro 17 y para la muestra de empresas del sector real inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y para septiembre de 1995, se muestra como las obligaciones financieras de largo plazo sólo representaban un 25.63% del total de pasivos de la muestra analizada; a su vez los pasivos representaban en promedio un 55.1% de los activos, excluyendo las valorizaciones. Las obligaciones financieras de corto plazo a su vez, representaban un 18.52% del total de pasivos de la empresa; las cifras mostrarían que el total de las empresas colombianas inscritas en el Registro Nacional de Valores son susceptibles de un mayor endeudamiento, para financiar los planes de reemplazo de equipo

dentro de sus proyectos de reconversión y los planes de expansión y/o diversificación. Ese mayor endeudamiento puede venir vía emisión de bonos, no sólo por el tardío rendimiento de las inversiones que van a realizar las empresas sino también por las ventajas competitivas que en este momento puede tener el bono como fuente alterna de financiamiento, a las cuales se hizo referencia previamente.

C. Una evaluación de la oferta potencial existente en Colombia.

No obstante las dificultades existentes para hacer una estimación del mercado potencial de bonos en Colombia, a continuación se hacen una serie de apreciaciones que permitirían con los puntos considerados en el literal B de este capítulo, una cualificación del tamaño de ese mercado.

(1) Una demanda importante por recursos de crédito.

Los dos últimos años se han caracterizado por un crecimiento elevado de la cartera de los establecimientos de crédito. Al comienzo de este capítulo se señaló como la cartera de los establecimientos de crédito había aumentado en el período enero-octubre 21 de 1995, un valor total de 6.594.000 millones de pesos, que representa un crecimiento del 29.3% en el año corrido y uno del 37.7% en el año completo que termina a la misma fecha. Los crecimientos durante 1994 fueron aún mayores; las tasas de crecimiento de la cartera en moneda extranjera son aún superiores a las anteriormente especificadas: 37.1% y 47.7%, respectivamente para los dos años mencionados. Estos crecimientos en la cartera contrastan con la disminución que habían experimentado las ofertas públicas de bonos autorizadas por la Superintendencia de Valores y el bajo valor de las mismas en términos absolutos.

(2) Empresas inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Para las empresas inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios con información (189, a septiembre de 1995), se puede hacer la siguiente evaluación:

(a) El valor total de las obligaciones financieras aumentó de 1.632.649 millones de pesos a 2.321.968 millones de pesos, lo cual representa un aumento porcentual del

42.22% en el período septiembre de 1994 a septiembre de 1995. Las obligaciones financieras de largo plazo crecieron de 841.269 millones de pesos a 1.347.651 millones de pesos, lo cual representa un crecimiento en el año del 60.19%

(b) El crecimiento de las obligaciones financieras que se acaba de reseñar, contrasta con el crecimiento de las obligaciones en bonos y papeles comerciales de la misma muestra de empresas: el financiamiento a través de la emisión de bonos pasó de 146.948 millones de pesos a 159.194 millones de pesos, con un crecimiento en valores absolutos que sólo llega a 12.246 millones de pesos que equivale a un crecimiento porcentual de sólo un 8.3%.

(c) Si se hubiera mantenido el crecimiento de las otras obligaciones financieras de largo plazo, el aumento del financiamiento a través de bonos hubiera llegado a 235.396 millones de pesos, que hubiera representado un crecimiento de 88,448 millones de pesos para la muestra analizada.

(d) De las 189 empresas inscritas en el Registro Nacional de Valores, 45 mostraban a la fecha de análisis saldos pendientes de obligaciones en bonos y papeles comerciales. Para esas 45, los bonos representaban en promedio un 11.93% del valor total de sus pasivos. El sólo mantenimiento de este porcentaje y su extensión al resto de las 189 empresas inscritas en el registro y con información en el mismo, hubiera permitido un mercado potencial en esas empresa como mínimo de 627.454 millones de pesos, que hubiera implicado un crecimiento de 480.506 millones para el período bajo análisis.

(e) Aplicando la misma lógica del análisis en el punto anterior y suponiendo un crecimiento de los pasivos durante 1995 del 15% en reales, se podría hablar de un mercado potencial de 918.982 millones de pesos al 31 de diciembre de 1996, que utilizando la misma lógica de proyección significaría un aumento neto en el financiamiento a través de bonos bastante alto, del orden de los 747.162 millones de pesos durante 1996.

(f) Los cálculos anteriores no pretenden convertirse en una proyección del mercado de bonos sino mostrar el elevado potencial que existe, aún restringido al sólo caso de 189 empresas inscritas en el Registro Nacional de Valores e intermediarios con información. Las cifras que allí se muestran son gruesas y no hacen otra cosa que expandir a toda la muestra la situación de empresas que han acudido al mercado público de valores y proyectar los resultados para 1996; sin embargo, esto no significa que haya suficiente demanda para absorver el monto señalado.

(3) Otras empresas del sector real.

La situación para otras empresas del sector real no inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, puede ser aún más favorable que la que se acaba de mostrar para las empresas inscritas, reforzando aún mas la hipótesis de la existencia de un inmenso mercado potencial para la emisión de bonos por parte del sector privado, si se hiciera un trabajo mayor de promoción del mercado.

(4) Establecimientos de crédito.

El cuadro 18 muestra la proyección del mercado potencial que pudiera existir para la emisión de bonos por parte de los establecimientos de crédito durante 1996, bajo el supuesto de que continuara una situación de encajes y de inversiones forzosas que favoreciera al bono como alternativa de financiamiento. Los otros supuestos se presentan en el cuadro bajo consideración.

La proyección que allí se hace muestra un mercado potencial de 3.738.095 millones de pesos al finalizar diciembre de 1996, que implicaría un aumento neto de 2.400.090 millones de pesos durante el próximo año.

(5) Los grandes proyectos a desarrollarse en el país en los próximos años.

Los grandes proyectos en infraestructura, en el sector energético y en el de telecomunicaciones, que se desarrollarán en el país en los próximos años, van a requerir una estructura de financiamiento de largo plazo, en la cual la presencia de un instrumento como el bono va a ser definitiva.

2. El marco legal y el marco institucional con relación al mercado de bonos.

El marco legal y el marco institucional con relación al mercado de bonos son adecuados para facilitar el desarrollo del mismo. Algunas instituciones son nuevas y por lo tanto no han alcanzado a mostar su bondad en términos de facilitar las emisiones y de dar la información y las seguridades que requieren los diferentes participantes en el mercado (por ejemplo, la inscripción anticipada, las sociedades calificadoras de valores, la información eventual, los representantes de los tenedores de bonos, etc).

En general se puede afirmar que el marco legal y las instituciones alrededor del mercado público de bonos son similares a las existentes en otros países donde el mercado de bonos muestra un mayor desarrollo; en otras palabras no estaríamos necesitando cambios importantes en el marco regulatorio o en el marco institucional para poder desarrollar el mercado de bonos; esto es, el crecimiento del mercado hacia el futuro va a depender de otros factores, diferentes a los legales e institucionales.

No obstante lo que se acaba de mencionar sobre el marco regulatorio, hay que enfatizar aún más el seguimiento al mercado y hacer aún más estricto el cumplimiento de las disposiciones vigentes, en especial las relacionadas con la información a suministrar al mercado y con las demás obligaciones establecidas para quienes participan en el mismo.

3. El posicionamiento del bono como instrumento de financiamiento.

Los análisis y las comparaciones que se hicieron a lo largo del trabajo muestran un buen posicionamiento del bono como alternativa de financiamiento de mediano y largo plazo complementaria con otras fuentes de financiamiento. Con la entrada en el mercado de las sociedades calificadoras de valores se disminuyó significativamente el costo de una emisión de bonos; así mismo existen una serie de elementos complementarios a la forma tradicional del bono que le agregan valor al mismo, no sólo por la mayor flexibilidad que resulta sino también por las diferentes variantes que se pueden utilizar para adecuarse mejor a las

necesidades de los participantes en el mercado (bonos con cupones de suscripción de acciones, bonos con corredor, bonos con techo, etc).

4. **El tamaño del mercado.**

Resulta extremadamente difícil una cuantificación del mercado potencial de los bonos. Sin embargo, tal y como se mostró en el literal C del capítulo VI, tanto la oferta como la demanda pueden ser bastante elevadas. Por el lado de la oferta, adicionalmente a las necesidades de las empresas tanto del sector público como del sector privado, habría que agregar a los establecimientos de crédito que ven en el bono una alternativa de conseguir recursos sustitutiva de las alternativas tradicionales de captación, sin el costo de los encajes y de las inversiones forzosas que ellas tienen. En general aunque la situación de los establecimientos de crédito en buena parte es coyuntural y está ligada principalmente a la situación de encaje de los certificados de depósito a término vigente en un momento dado, el bono facilita una mejor adecuación a la administración del GAP de esas entidades. Por el lado de la demanda, va a ser especialmente importante para el desarrollo del mercado de bonos, el crecimiento de aquellos inversionistas institucionales que como en el caso de los fondos de pensiones tienen un perfil de inversión de largo plazo.

5. **Los nuevos desarrollos en el mercado de capitales.**

A lo largo de este documento se hizo una evaluación de los nuevos desarrollos en el mercado de capitales, que pueden facilitar el crecimiento del mercado de bonos; en el numeral 1, literal B del capítulo V, se resumieron los más importantes: el desarrollo de los inversionistas institucionales, las sociedades calificadoras de valores, una mayor variedad de alternativas en la emisión de bonos, el desarrollo de operaciones de "strips", las necesidades de financiamiento de la Dirección del Tesoro Nacional, la titularización de cartera, el desarrollo de los depósitos centralizados de valores, la reglamentación del segundo mercado. Nuevamente y tal y como ocurre con relación a los cambios que se han

dado en el marco legal e institucional, estos desarrollos son relativamente nuevos como para haber sido adecuadamente capitalizados: En el futuro su impacto sobre el desarrollo del mercado va a ser muy grande.

6.- Información al mercado: valoración negativa por parte de emisores potenciales.

No se puede desestimar la importancia que algunos emisores potenciales le están dando a los requerimientos de información a suministrar al mercado como consecuencia de la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y las responsabilidades que de ahí se derivan para los administradores de la entidad emisora, especialmente si se le compara con la información que se envía a un establecimiento de crédito, que tiene el carácter de reservada. Para algunos emisores potenciales, todas las ventajas de un financiamiento a través de una emisión de bonos, mencionadas en el numeral 1, literal A, capítulo V, no son suficientes para contrarrestar la valoración negativa que le otorgan al suministro de la información periódica y eventual.

7. Los intermediarios en el mercado de valores.

No obstante la presencia de varios tipos de intermediarios en el mercado de bonos (sociedades comisionistas de bolsa, corporaciones financieras) adicionalmente a otras entidades que desempeñan un papel complementario (por ejemplo, sociedades fiduciarias), uno de los vacíos principales en ese mercado está en el papel que juegan los intermediarios en el mercado de valores y en la capacidad que ellos tienen para influenciar y orientar el mercado. Se podría afirmar que en nuestro medio brillan por su ausencia verdaderos "market makers" que son indispensables para el desarrollo del mercado.

Tanto corporaciones financieras como sociedades comisionistas de bolsa tienen el mejor perfil para desarrollar actividades de banca de inversión en nuestro medio, dentro de un rango que les permite realizar la mayoría de las actividades de banca de inversión según el modelo americano; con contadas excepciones, su orientación ha sido en otra dirección y su

papel en la promoción y desarrollo del mercado ha sido poco significativo. A ello habría que agregar el nivel tan bajo de capitalización de la mayoría de las sociedades comisionistas de bolsa frente a los riesgos de intermediación (por ejemplo, "underwriting" en firme), su concentración principalmente en actividades de corretaje y la baja capacidad organizacional que muchas de ellas muestran. En el caso de las corporaciones financieras, la gran mayoría de ellas se han orientado principalmente hacia la intermediación, dejando la actividad de banca de inversión como algo nominal y marginal. Tanto en las sociedades comisionistas de bolsa como en el caso de las corporaciones financieras y en relación con el mercado de valores, tendrá que darse una mayor capacitación y profesionalización del recurso humano.

8. La promoción del mercado.

Complementario con el anterior, hay que destacar como otro vacío importante la promoción del mercado. En buena parte por las mismas razones que se argumentaron en el punto anterior, no hay un trabajo sistemático orientado a la promoción del mercado que le muestre a los emisores potenciales y a los inversionistas, las ventajas de ir al mercado público de valores y los enseñe a utilizar las instituciones y los instrumentos que allí existen. En el numeral 1, del literal A, del capítulo V, se hizo una descripción de las ventajas que ofrece el mercado de bonos colombiano para un emisor, suficientes para motivar su participación; así mismo, en el numeral 1, del literal B del capítulo V, se expusieron las ventajas para un inversionista. En el caso de los inversionistas y/o ahorradores hay que hacerlos más conscientes sobre el riesgo de sus decisiones y las ventajas de las instituciones y de los controles existentes en el mercado buscando una mayor racionalidad en el proceso de decisión.

El papel de los intermediarios y de los asesores en el mercado sigue siendo muy reactivo, atendiendo (realmente reaccionando) a las demandas de los emisores en la medida que ellos están convencidos de la oportunidad de ir al mercado. Falta un trabajo sistemático de

investigación del mercado, segmentación del mismo, identificación de emisores y negocios potenciales y promoción de esos negocios, anticipadamente a que el mismo cliente se percate por su propia iniciativa de las oportunidades que allí existen. A lo anterior habría que agregar la falta de adición de valor que en general se da en los procesos de asesoría financiera.

La investigación de mercados tampoco se puede restringir únicamente al lado de la oferta; complementariamente a lo que se acaba de mencionar hay que analizar el lado de la demanda, estableciendo los diferentes segmentos que pueden existir (empresas, inversionistas institucionales, personas, etc.), sus necesidades en términos de inversión según sus perfiles, para desarrollar las estrategias de mercadeo más adecuadas para satisfacer las necesidades de cada uno de esos segmentos. Así mismo, el análisis y la investigación del mercado debe conducir al suministro de la información necesaria a los inversionistas para que éstos puedan hacer una identificación de las alternativas existentes y una mejor evaluación de las mismas. El trabajo que se acaba de mencionar es básico para el desarrollo y profundización del mercado.

9. La pequeña y mediana empresa frente al mercado de bonos.

El mercado de bonos se ha concentrado principalmente en las grandes empresas, que usualmente tienen un alto poder de negociación con los establecimientos de crédito tradicionales, las cuales generalmente pagan tasas bajas de interés (algunas veces, "spreads" entre 4 y 5 puntos con relación a la tasa DTF) y que muchas veces no encuentran un gran atractivo en recurrir al mercado de bonos. No ocurre lo mismo con la pequeña y mediana empresa que está acostumbrada a pagar tasas más altas ("spreads" de 9 y 10 puntos) y que usualmente no tiene acceso a créditos de mediano y largo plazo. Sin embargo, tal y como se mostró en el numeral 2, del literal C, del capítulo IV, los costos de "flotación" y de administración de una emisión de bonos por debajo de los 1.000 millones de pesos, resultan bastante significativos en el costo total del financiamiento y desmotivan

el acceso de este tipo de empresas al mercado; a lo anterior habría que agregar los problemas de falta de información al inversionista y la calidad de la misma, que usualmente se dan alrededor de este tipo de empresas. La creación del segundo mercado, contribuye a eliminar parte de los obstáculos a que se está haciendo referencia; sin embargo, habría necesidad de volver a promocionar el esquema de emisiones "mancomunadas" a través de la figura de la fiducia.

10. Conclusión general.

La conclusión general que se puede extraer y que en cierta forma resume las anteriores es la siguiente:

En Colombia existe un marco legal e intitucional adecuado y se da el conjunto de condiciones necesarias para el crecimiento del mercado de bonos. El énfasis principal hay que colocarlo en el rol que deben desempeñar los intermediarios en el mercado de valores, especialmente en todo lo relacionado con la promoción del mercado y con el desarrrollo de su función como "market-makers", incluyendo su capacidad para desempeñarse como "underwriters".

B. Recomendaciones

Las principales recomedaciones que se hacen con base en el estudio, agrupadas en cuátro categorías, serían las siguientes:

1. Cambios en el marco regulatorio.

No se requieren cambios significativos en el marco regulatorio; el actual, conjuntamente con las instituciones existentes serían suficientes para desarrollar el mercado. Hacia el futuro el énfasis se tiene que colocar en el seguimiento al mercado y en el cumplimiento de las obligaciones que tienen los diferentes participantes en el mismo. Aunque se puede simplificar aún más el régimen de oferta pública lo que se ganaría sería marginal, especialmente si se tiene en cuenta la nueva posibilidad del resgistro anticipado.

2. La Promoción del mercado.

El énfasis hay que colocarlo en el desarrollo de los intermediarios del mercado de valores, específicamente sociedades comisionistas de bolsa y corporaciones financieras. El desarrollo de los intermediarios tiene que darse alrededor de los siguientes puntos:

(a) Fortalecimiento patrimonial de las sociedades comisionistas de bolsa.

(b) Una reorientación de algunas sociedades comisionistas de bolsa y corporaciones financieras hacia actividades de banca de inversión y en particular hacia la intermediación en el mercado de valores, desarrollando verdaderas unidades de banca de inversión en las mismas.

(c) Su desarrollo como "market makers" en el mercado secundario y el fortalecimiento de su capacidad como "underwiters".

(d) Un trabajo más sistemático de investigación del mercado, para la identificación de clientes y/o negocios potenciales, evaluación de sus necesidades y ofrecimiento de soluciones integrales.

(e) Mejorar la información que se le suministra a los inversionistas, relacionada con las oportunidades que existen en el mercado y con los riesgos inherentes a las diferentes alternativas de inversión. Así mismo, una mayor divulgación de las instituciones y de los controles que existen en el mercado para la protección del inversionista.

(f) Capacitación y profesionalización del recurso humano, haciendo mucho más exigentes los requisitos para el desempeño de todas aquellas actividades que impliquen alguna responsabilidad frente a sus clientes.

3. **Otras, complementarias a las anteriores.**

Adicionalmente a las recomendaciones contenidas en los dos puntos anteriores:

(a) Organización y promoción del segundo mercado, para el cual ya existe la reglamentación.

(b) Promoción del esquema de emisiones mancomunadas para las "pyme´s" a través de la fiducia.

(c) Una mayor difusión de la información al mercado, por parte de la Superintendencia de Valores y de las Bolsas de Valores. Un mayor rigor en el cumplimiento de la normatividad sobre el suministro de información eventual.

(d) El suministro obligatorio de información eventual directamente al mercado a través de medios de información, paralelamente al suministro de la misma información a la Superintendencia de Valores.

(e) Fortalecer el desarrollo de los depósitos de valores, estableciendo la obligatoriedad de la utilización de los mismos para todos los emisores y para todas las transacciones realizadas por entidades financieras e inversionistas institucionales.

(f) Seguimiento al desempeño de los representantes de los tenedores de bonos en el cumplimiento de sus obligaciones e información al mercado sobre su desempeño.

4.- Para una evaluación posterior.

Aunque no se profundizan en este informe, ya que las mismas se analizan en otros estudios realizados dentro del trabajo de la Misión del Mercado de Capitales, se mencionan las siguientes dos, para su consideración según los resultados que allí se den:

(1) Una revisión de la razonabilidad de las restricciones que actualmente tienen algunos inversionistas institucionales para la inversión en bonos. Una menor limitación en los plazos de las inversiones versus el establecimiento de restricciones con base en la solvencia de los emisores.

(2) El desarrollo de un mercado de cobertura para la protección del riesgo de tasa de interés, que permita la realización de estrategias activas para la administración de portafolios.

ANEXOS

CUADROS

BIBLIOGRAFIA

Cuadro 1		
Estados Unidos		
Deuda pendiente, final del año de 1993		
Billones de dólares americanos		
	Valor	Porcentaje
Sector gobierno		
Tesorería		
Deuda negociable		
T-bills	714.60	9.52%
T-notes	1,764.00	23.50%
T-bonds	495.90	6.61%
Subtotal	2,974.50	39.63%
Deuda no negociable		
Bonos de ahorro	169.40	2.26%
Otros	1,373.50	18.30%
Subtotal Tesorería	4,517.40	60.19%
Agencias federales		
Agencias federales	45.20	0.60%
Agencias soportadas feder.	525.50	7.00%
Subtotal, agencias	570.70	7.60%
Gobiernos estatales y locales		
Exenta de impuestos	1,047.60	13.96%
Otras	9.30	0.12%
Subtotal gob. locales	1,056.90	14.08%
Subtotal sector gobierno	6,145.00	81.87%
Sector privado		
Bonos empresariales	1,225.70	16.33%
Papel comercial	117.80	1.57%
Acpetaciones bancarias	17.10	0.23%
Subtotal sector privado	1,360.60	18.13%
Total Estados Unidos	7,505.60	100.00%
Fuente:		
Federal Reserve Bulletin and Federal		
Reserve Flow of Funds Accounts		

Cuadro 2								
Comparación de los principales mercados bursatiles en el mundo								
Cifras en millones de Libras Esterlinas								
Valor a precios de mercado del capital accionario de las empresas inscritas								
Valor a precios de mercado del endeudamiento en bonos de las empresas inscritas								
Fin de año de 1994								
	Tasa fija	Tasa fija	Tasa fija	Tasa fija	Acciones	Acciones	Acciones	Acc+renta fija
	Valor mercado	Valor mercado	Valor mercado	Valor mercado	Valor mercado	Valor mercado	Valor mercado	Valor mercado
	Empresas	Sector público	Extranjeros	Total	Domestico	Extranjeras	Total	Gran total
Alemania	491,413.50	583,457.60	133,096.10	1,207,967.20	304,210.70	n/a	304,210.70	1,512,177.90
Londres	130,077.70	237,314.90	213,891.30	581,283.90	774,556.50	1,982,838.30	2,757,394.80	3,338,678.70
Estados Unidos								
Amex	n/a	n/a	n/a	n/a	57,532.50	n/a	57,532.50	57,532.50
Chicago	-	-	-	-	768,881.70	n/a	768,881.70	768,881.70
Nasdaq	322.90	n/a	n/a	322.90	470,085.50	31,572.90	501,658.40	501,981.30
New York	120,803.80	1,369,675.00	23,389.70	1,513,868.50	2,712,917.20	138,546.40	2,851,463.60	4,365,332.10
Pacific	677.90	-	-	677.90	2,681.00	-	2,681.00	3,358.90
Subtotal	121,804.60	1,369,675.00	23,389.70	1,514,869.30	4,012,097.90	170,119.30	4,182,217.20	5,697,086.50
Far East								
Osaka	104,993.20	1,006,388.00	1,632.50	1,113,013.70	1,917,502.00	1,568.60	1,919,070.60	3,032,084.30
Tokyo	116,084.00	1,005,130.80	22,605.80	1,145,820.60	2,294,152.30	n/a	2,294,152.30	3,439,972.90
Subtotal	223,077.20	2,011,518.80	24,238.30	2,258,834.30	4,211,654.30	1,568.60	4,213,222.90	6,472,057.20
Total	966,373.00	4,201,966.30	394,615.40	5,562,954.70	9,302,519.40	2,154,526.20	11,457,045.60	17,020,000.30
Participación (porcentaje)								
Alemania	50.85%	13.89%	33.73%	21.71%	3.27%		2.66%	8.88%
Londres	13.46%	5.65%	54.20%	10.45%	8.33%	92.03%	24.07%	19.62%
Estados Unidos								
Amex					0.62%		0.50%	0.34%
Chicago					8.27%		6.71%	4.52%
Nasdaq	0.03%			0.01%	5.05%	1.47%	4.38%	2.95%
New York	12.50%	32.60%	5.93%	27.21%	29.16%	6.43%	24.89%	25.65%
Pacific	0.07%			0.01%	0.03%		0.02%	0.02%
Subtotal	12.60%	32.60%	5.93%	27.23%	43.13%	7.90%	36.50%	33.47%
Far East								
Osaka	10.86%	23.95%	0.41%	20.01%	20.61%	0.07%	16.76%	17.81%
Tokyo	12.22%	23.92%	5.73%	20.60%	24.66%		20.02%	20.21%
Subtotal	23.08%	47.87%	6.14%	40.60%	45.27%	0.07%	36.77%	38.03%
Total	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	Fuente:							
	London Stock Exchange							
	Quality of Markets Review							
	Summer Edition, April-June 1995							

Cuadro 3								
Comparación de los principales mercados bursatiles								
Compañías y títulos								
Fin de año de 1994								
				Títulos	Títulos	Títulos	Títulos	Títulos
	Empresas	Empresas	Empresas	Acciones	Acciones	Renta fija	Renta fija	
	Domestico	Extranjero	Total	Domestico	Extranjeras	Empresas	Sector público	Gran total
Alemania	423	227	650	825	359	14,543	256	15,983
Londres	2,070	464	2,534	2,531	658	6,186	228	9,603
Estados Unidos								
Amex	750	74	824	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Chicago	298	1	299	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Nasdaq	4,577	325	4,902	5,411	350	84	n/a	5,845
New York	2,570	217	2,787	2,910	240	1,333	808	5,291
Pacific	66	2	70	93	2	25		120
Subtotal	8,263	619	8,882	8,414	592	1,442	808	11,256
Far East								
Osaka	1,199	10	1,209	1,216	10	964	126	2,316
Tokyo	1,689	93	1,782	n/a	n/a	1,274	119	1,393
Subtotal	2,888	103	2,991	1,216	10	2,238	245	3,709
Total	13,644	1,413	15,057	12,986	1,619	24,409	1,537	40,551
Porcentaje								
Alemania	3.10%	16.07%	4.32%	6.35%	22.17%	59.58%	16.66%	39.41%
Londres	15.17%	32.84%	16.83%	19.49%	40.64%	25.34%	14.83%	23.68%
Estados Unidos								
Amex	5.50%	5.24%	5.47%					
Chicago	2.18%	0.07%	1.99%					
Nasdaq	33.55%	23.00%	32.56%	41.67%	21.62%	0.34%		14.41%
New York	18.84%	15.36%	18.51%	22.41%	14.82%	5.46%	52.57%	13.05%
Pacific	0.50%	0.14%	0.46%	0.72%	0.12%	0.10%		0.30%
Subtotal	60.56%	43.81%	58.99%	64.79%	36.57%	5.91%	52.57%	27.76%
Far East								
Osaka	8.79%	0.71%	8.03%	9.36%	0.62%	3.95%	8.20%	5.71%
Tokyo	12.38%	6.58%	11.84%			5.22%	7.74%	3.44%
Subtotal	21.17%	7.29%	19.86%	9.36%	0.62%	9.17%	15.94%	9.15%
Total	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	Fuente:							
	London Stock Exchange							
	Quality of Markets Review							
	Summer Edition, April-June 1995							

Cuadro 4								
Comparación de los principales mercados bursátiles								
Volumen transado								
Cifras para el final de 1994								
Millones de Libras Esterlinas								
	Tasa fija	Tasa fija	Tasa fija	Tasa fija	Acciones	Acciones	Acciones	
	Empresas	Sector público	Extranjeros	Total	Domestico	Extranjero	Total	Gran total
Alemania	25,988.90	1,036,828.20	54,193.70	1,117,010.80	399,375.50	11,628.90	411,004.40	1,528,015.20
Londres	11,736.60	772,690.60	27,906.80	812,334.00	303,001.40	359,333.40	662,334.80	1,474,668.80
Estados Unidos								
Amex	n/a				33,354.40	3,966.20	37,320.60	37,320.60
Chicago	-				58,166.10		58,166.10	58,166.10
Nasdaq	46.10			46.10	874,410.00	50,006.40	924,416.40	924,464.50
New York	4,762.00	2.00	34.10	4,798.10	1,477,392.70	158,768.40	1,636,161.10	1,640,959.20
Pacific								
Subtotal	4,810.10	2.00	34.10	4,846.20	2,443,323.20	212,741.00	2,656,064.20	2,660,910.40
Far East								
Osaka	14,165.00	3,185.10	1.20	17,351.30	123,858.80	326.60	124,185.40	141,536.70
Tokyo	80,729.50	8,808.80	418.70	89,957.00	559,183.00	481.00	559,664.00	649,621.00
Subtotal	94,894.50	11,993.90	419.90	107,308.30	683,041.80	807.60	683,849.40	791,157.70
Total	137,430.10	1,821,514.70	82,554.50	2,041,499.30	3,828,741.90	584,510.90	4,413,252.80	6,454,752.10
Bogotá	18.50	10.70		29.20	5.30		5.30	34.50
Participación (porcentaje)								
Alemania	18.91%	56.92%	65.65%	54.72%	10.43%	1.99%	9.31%	23.67%
Londres	8.54%	42.42%	33.80%	39.79%	7.91%	61.48%	15.01%	22.85%
Estados Unidos								
Amex		0.00%	0.00%	0.00%	0.87%	0.68%	0.85%	0.58%
Chicago		0.00%	0.00%	0.00%	1.52%	0.00%	1.32%	0.90%
Nasdaq	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	22.84%	8.56%	20.95%	14.32%
New York	3.47%	0.00%	0.04%	0.24%	38.59%	27.16%	37.07%	25.42%
Pacific								
Subtotal	3.50%	0.00%	0.04%	0.24%	63.82%	36.40%	60.18%	41.22%
Far East								
Osaka	10.31%	0.17%	0.00%	0.85%	3.23%	0.06%	2.81%	2.19%
Tokyo	58.74%	0.48%	0.51%	4.41%	14.60%	0.08%	12.68%	10.06%
Subtotal	69.05%	0.66%	0.51%	5.26%	17.84%	0.14%	15.50%	12.26%
Total	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Bogotá	0.0135%	0.0006%		0.0014%	0.0001%	0.0000%	0.0001%	0.0005%
	Fuente:							
	London Stock Exchange							
	Quality of Markets Review							
	Summer Edition, April-June 1995							

Cuadro 5					
Riqueza invertida, negociable y accesible a los inversionistas					
Todos los valores en billones de dólares americanos					
Diciembre de 1993					
	Acciones	Bonos Gobierno	Bonos y otros Privado	"Money market"	Total
Estados Unidos y Canadá	5,621	4,733	2,104	1,245	13,703
Europa, Medioeste, Africa	2,498	2,938	2,626	325	8,587
Latinoamerica	337				337
Japón	2,271	1,552	1,474	210	5,507
Otros, Asia y Pacifico	1,038				1,038
Total	11,765	9,223	6,404	1,780	29,172
Porcentaje sobre el gran total					
Estados Unidos y Canadá	19.27%	16.22%	7.21%	4.27%	46.97%
Europa, Medioeste, Africa	8.56%	10.07%	9.69%	1.11%	29.44%
Latinoamerica	1.16%	0.00%	0.00%	0.00%	1.16%
Japón	7.78%	5.32%	5.05%	0.72%	18.88%
Otros, Asia y Pacifico	3.56%	0.00%	0.00%	0.00%	3.56%
Total	40.33%	31.62%	21.95%	6.10%	100.00%
	Fuente				
	Stocks, Bonds, Bills and Inflation 1994 Yearbook				
	Ibbotson Associates, Chicago				

Cuadro 6														
Ofertas públicas autorizadas por Supervalores														
Periodo 1988-1995														
Millones de pesos														
Año	1,989	Part %	1,990	Part %	1,991	Part %	1,992	Part %	1,993	Part %	Dic 94	Part %	Sep 95	Part %
Titulos														
Mercado nacional														
Acciones	22,164	33.35%	29,506	47.48%	43,145	39.75%	80,064	34.61%	78,043	10.86%	278,590	28.87%	87,571	11.04%
Acciones preferentes	0	0.00%	0	0.00%	3,750	3.45%	0	0.00%	0	0.00%	66,905	6.90%	25,295	4.13%
Bonos sector público	4,000	6.02%	15,000	24.14%	36,800	33.72%	41,700	18.03%	83,978	13.40%	105,715	10.96%	35,660	5.83%
Bonos sector privado	30,950	46.57%	12,642	20.34%	600	0.55%	70,856	30.63%	82,400	11.76%	66,550	6.90%	48,000	7.84%
T.A.E	0	0.00%	5,000	8.05%	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	5,000	0.52%	0	0.00%
BOCAS	9,350	14.07%	0	0.00%	3,000	2.76%	10,318	4.46%	0	0.00%	17,130	1.77%	0	0.00%
Papeles comerciales	0	0.00%	0	0.00%	21,450	19.76%	28,400	12.28%	11,840	1.66%	3,600	0.38%	0	0.00%
Bonos extranjeros	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	99,050	14.21%	0	0.00%		0.00%
Titularizacion	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	77,591	11.08%	159,618	16.54%	216,646	36.39%
Total mercado nacional	66,464	100.00%	62,148	100.00%	108,545	100.00%	231,337	100.00%	441,402	62.86%	693,008	71.81%	393,172	64.23%
Mercado internacional														
Acctiones preferntes									116,928	16.66%	127,386	13.20%	43,881	7.17%
Bonos estranjeros									24,921	3.55%	0	0.00%		0.00%
Bonos ordinarios									0	0.00%	144,722	15.00%	176,056	28.80%
Eurobonos									118,008	16.93%	0	0.00%		0.00%
Total mercado internac.	0	0	0	0	0	0	0	0	259,758	37.05%	272,107	28.19%	218,937	35.77%
Total nacional e internac.	66,464	100.00%	62,148	100.00%	108,545	100.00%	231,337	100.00%	701,160	100.00%	965,113	100.00%	612,109	100.00%
	Fuente:													
	Supervalores, Síntesis estadística mensual													

Cuadro 7

Mercado bursatil nacional

Periodo 1988-1995

TITULOS	SEPT 95 Millones	P%	DIC 94 Millones	P%	DIC 93 Millones	P%	1992 Millones	P%	1991 Millones	P%	1990 Millones	P%	1989 Millones	P%	1988 Millones	P%
ACCIONES Y DERECHOS	1,162,877	6.11%	2,357,691	12.64%	741,780	7.0%	526,423	8.4%	158,736	4.7%	44,350	3.8%	31,575	4.8%	21,085	4.1%
ACEPTACIONES BANCARIAS	551,029	2.90%	670,190	3.59%	576,112	5.4%	491,576	7.8%	487,793	14.5%	258,634	22.3%	87,368	13.4%	29,403	5.7%
BOCEAS	3,675	0.02%	7,164	0.04%	2,007	0.0%	1,883	0.0%	319	0.0%	111	0.0%	1,980	0.3%	296	0.1%
BONOS EMPRESA PRIVADAS	1,483,410	7.80%	1,393,239	7.47%	503,270	4.7%	101,719	1.6%	19,873	0.6%	12,732	1.1%	34,733	5.3%	10,572	2.1%
BONOS OFICIALES	585,929	3.08%	428,258	2.30%	286,119	2.7%	51,116	0.8%	50,122	1.5%	10,823	0.9%	6,230	1.0%	6,260	1.2%
CEDULAS BCH	682,657	3.59%	1,048,650	5.62%	355,449	3.3%	3,954	0.1%	6,592	0.2%	8,164	0.7%	7,881	1.2%	7,494	1.5%
CERTIFICADOS DE CAMBIO	6,692	0.04%	378,998	2.03%	788,819	7.4%	1,699,236	27.0%	626,113	18.6%	42,781	3.7%	32,380	5.0%	27,427	5.3%
C.D.T.	10,382,236	54.56%	7,943,777	42.59%	2,748,639	25.8%	1,166,431	18.6%	342,682	10.2%	418,996	36.1%	239,748	36.8%	167,857	32.7%
C.E.R.T. y TIDIS	91,169	0.48%	106,532	0.57%	88,165	0.8%	68,349	1.1%	83,511	2.5%	50,086	4.3%	29,778	4.6%	18,220	3.6%
PAGARES	0	0.00%	0	0.00%	0	0.0%	1	0.0%	236	0.0%	9,046	0.8%	69,133	10.6%	27,961	5.4%
PAPELES COMERCIALES	532	0.00%	55,202	0.30%	11,874	0.1%	31,496	0.5%	13,428	0.4%	0	0.0%	558	0.1%	0	0.0%
PAPELES DE LA FEN	170,277	0.89%	218,128	1.17%	234,830	2.2%	333,963	5.3%	343,170	10.2%	21,783	1.9%	32,346	5.0%	23,036	4.5%
TITULOS CANJEABLES	126	0.00%	411	0.00%	659	0.0%	9,894	0.2%	13,240	0.4%	79,159	6.8%	50,834	7.8%	54,838	10.7%
TITULOS DE APOYO CAFETERO	283,050	1.49%	801,559	4.30%	502,963	4.7%	168,207	2.7%	0	0.0%	287	0.0%	4,387	0.7%	9,162	1.8%
TITULOS DE AHORRO VALOR CTE	0	0.00%	0	0.00%	0	0.0%	0	0.0%	367	0.0%	1,161	0.1%	70	0.0%	0	0.0%
TITULOS DE AHORRO EDUCATIVO	0	0.00%	0	0.00%	0	0.0%	0	0.0%	505	0.0%	28	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
TITULOS DE FOMENTO	692,886	3.64%	414,314	2.22%	67,897	0.6%	0	0.0%	5,072	0.2%	28,794	2.5%	8,585	1.3%	0	0.0%
TITULOS DE PARTICIPACION	1,224,594	6.44%	1,571,457	8.42%	2,826,993	26.6%	1,094,061	17.4%	1,108,409	33.0%	56,267	4.8%	3,237	0.5%	91,320	17.8%
TITULOS DE TESORERIA	1,108,488	5.83%	971,989	5.21%	542,961	5.1%	12,722	0.2%	86,486	2.6%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
TITULOS FINANCIEROS	0	0.00%	0	0.00%	0	0.0%	0	0.0%	11	0.0%	93,988	8.1%	0	0.0%	0	0.0%
T.A.N.	0	0.00%	0	0.00%	0	0.0%	0	0.0%	13,141	0.4%	24,373	2.1%	10,230	1.6%	18,169	3.5%
BONOS DEUDA PUBLICA EXTERNA	271,459	1.43%	244,424	1.31%	262,161	2.5%	468,173	7.5%								
C.A.V.C.	112,651	0.59%	12,382	0.07%	19,141	0.2%	19,764	0.3%								
Titularizaciones	148,002	0.78%	797													
OTROS	66,547	0.35%	27,263	0.15%	75,771	0.7%	34,068	0.5%								
				0.00%												
TOTAL	19,028,285	100.00%	18,652,425	100%	10,635,610	100%	6,283,036	100%	3,359,805	100%	1,161,563	100%	651,053	100%	513,100	100%

Fuentes:
Superintendencia de Valores
Bolsa de Medellín, "El Pregón"

Cuadro 8								
Activos Financieros								
Periodo 1990-1995								
Millones de pesos								
Año	1,990	1,991	1,992	1,993	1,994	Part %	Julio 29/95	Part%
Cuasidinaros	3,909,962	5,258,794	7,232,461	10,623,000	15,308,000	72.66%	18,648,000	73.36%
Cuentas de ahorro en bancos	554,476	789,353	1,536,941	2,211,000	2,530,000	12.04%	3,256,000	12.81%
Depósitos de ahorro tradicionales				1,701,000	2,168,000	10.32%	2,928,000	11.52%
Cuentas de ahorro a término				510,000	362,000	1.72%	328,000	1.29%
Depósitos en CAV 's	1,615,447	2,393,495	3,194,410	4,432,000	6,355,000	30.26%	7,991,000	31.44%
Cuentas de ahorro				3,249,000	3,783,000	18.00%	4,501,000	17.71%
Certificados a término				888,000	1,134,000	5.40%	1,489,000	5.86%
Certificados a término pesos				0	845,000	4.02%	1,463,000	5.76%
Depósitos ordinarios				295,000	593,000	2.82%	538,000	2.12%
Certificados a término bancos	914,678	1,091,983	1,218,446	2,173,000	3,387,000	16.12%	4,059,000	15.97%
Certificados a término C.F.	370,599	427,453	524,162	664,000	1,166,000	5.55%	1,462,000	5.75%
Depósitos de ahorro C.F	0	0	0	0	5,000	0.02%	2,000	0.01%
Captaciones C.F.C	401,406	478,660	679,418	1,022,000	1,687,000	8.03%	1,853,000	7.29%
Captaciones OCGSCF	53,354	77,850	79,084	131,000	178,000	0.85%	25,000	0.10%
Otros activos financieros	172,721	2,419,607	3,869,687	3,222,000	3,166,000	15.07%	3,328,000	13.09%
Acreedores fiduciarios		204,924	265,219	360,000	473,000	2.25%	829,000	3.26%
Aceptaciones bancarias		245,984	195,412	222,000	290,000	1.38%	231,000	0.91%
Certificados eléctricos valorizables	30,755	263,473	8,110	65,000	66,000	0.31%	129,000	0.51%
TER	34,976	93,416	225,474	132,000	85,000	0.40%	50,000	0.20%
Títulos de participación		1,239,035	1,926,577	1,372,000	994,000	4.73%	1,002,000	3.94%
Certicambios		372,775	1,092,002	340,000	59,000	0.28%	2,000	0.01%
Cédulas del BCH	103,630			308,000	527,000	2.51%	301,000	1.18%
Bonos bancos				74,000	226,000	1.08%	239,000	0.94%
Bonos corfinancieras	3,361		167,693	349,000	446,000	2.12%	545,000	2.14%
Activos sector público	252,402	306,034	320,178	1,306,000	2,537,000	12.07%	3,444,000	13.55%
Tes y tesoros		196,035	312,995	882,000	2,091,000	9.95%	2,959,000	11.64%
Tan	252,402	109,999	7,183			0.00%	0	0.00%
Títulos de apoyo cafetero		0	0	324,000	446,000	2.12%	485,000	1.91%
Total Activos Financieros	4,335,085	7,984,435	11,422,326	15,151,000	21,011,000	100.00%	25,420,000	100.00%
Cuentas corrientes	1,310,300	1,581,679	2,535,278	3,376,000	4,148,111		4,173,000	16.42%
Fondo común ordinario	0	739,010	1,100,365	1,222,377				
	Fuente:							
	Banco de la República, Informe sobre análisis de coyuntura							
	Estadísticas Monetarias y Cambiarias							

Cuadro 9
Ofertas públicas aprobadas por Supervalores
Período 1994-1995

Año de Aprobación de la Emisión	ESPECIE	MONTO EMISIÓN Millones	CONDICIONES					PLAZO DE SUSCRIPCIÓN		Total colocado	
			TASA DE INTERÉS								
			Nominal	Efectiva	SERIE	PLAZO MESES	Calificación Obtenida	INICIA	TERMINA	En MM$	Col. en %
1,994	Bonos	2,500	MX. DTF + 2.5	n.d	n.a	36 Meses	n.a	30 D.C.	12Meses	2,500.0	100.00%
1,994	Bonos	6,000	MX.DTF + 4, MAX PRIME + 4	n.d	A,B	3,4,5,6,7,8	n.a	15 D.C.	12Meses	816.9	13.61%
1,994	Bonos	1,500	MX DTF + 3	MX 38% ef.año	n.a	36	n.a	15 D.	6 M.		0.00%
1,994	Bonos Ordinarios	5,000	MX DTF + 4	MX 40%E.A	A,B,C,D,E,F,G,H,I	12,24,30, 36,42,48,54	n.a	15 D.	12 meses	586.0	11.72%
1,994	BOCEAS	4,830	70% DTF TApTV	n.d	n.a	18	n.a	15 D.	40 DC	5,006	106.13%
1,994	Bonos	5,000	MX.DTF + 2.5TA	n.d	n.a	84	n.a	30D.C.	60DC	5,000.0	100.00%
1,994	Bonos	5,000	MX.DTF + 4	n.d	n.a	60	n.a	30DH	12 Meses	4,100.0	82.00%
1,994	Bonos	2,700	MX.DTF + 3		A,B	60	n.a	30DH	12Meses	1,200.0	44.44%
1,994	B.Público	46,437	A:MX.DTF + 2.75, DTF + 3 MAX	n.d	A,B	A:60, B:72	n.a	30DH	12Meses	46,437.0	100.00%
1,994	BOCEAS	1,500	MX.DTF + 3	MX.38% EA	n.a	36	n.a	15DH	12Meses		0.00%
1,994	Bonos	4,500	MX.DTF + 3	n.d	n.a	36	n.a	30DH	6Meses		0.00%
1,994	BOCEAS	3,000	Rendim = conversión	n.d	n.a	36	n.a	15DH	12Meses	3,000.0	100.00%
1,994	Bonos	5,000	MX.DTF + 2.5	n.d	A,B	36,60	n.a	30DH	12Meses	55.8	1.12%
1,994	B.Público	10,000	MX.DTF + 2.75	n.a	n.a	60	n.a	30DH	este 31 dic/94	0.0	0.00%
1,994	Bonos	2,000	MX.DTF + 2.5	n.d	n.a	36	n.a	30DH	12Meses	2,000.0	100.00%
1,994	Bonos	20,000	MX.DTF + 4	n.d	n.a	24,36,60	n.a	30DH	12Meses	20,000.0	100.00%
1,994	Bonos	5,000	MX.DTF + 3	n.d	ABCD	36,48,60,72	n.a	30DH	12Meses	5,000.0	100.00%
1,994	Bonos ext	144,722	n.d	MX.15%EA	n.a	15oct2010	n.a			144,722.0	100.00%
1,994	Bonos	3,100	MX.DTF + 2.5	n.d	n.a	60	n.a	30DH	3Meses	3,100.0	100.00%
1,994	Bonos	2,250	MX.DTF + 6	n.d	A,B,C	36	n.a	30DH	12Meses	2,250.0	100.00%
1,994	B.Público	49,278	A = MX.DTF + 2.5, B:MX DTF + 3, C:MX DTF + 3.5	n.d	A,B,C	48,60,96	A	30DH	12Meses	49,278.0	100.00%
1,994	Bonos	2,000	MX.DTF + 6	n.d	A,B	36,60	AA	30DH	12Meses	2,000.0	100.00%
1,994	BOCEAS	8,000	MX.70%DTF	n.d	n.a	60	n.a	15DH	30DC	7,999.9	100.00%
1,995	Bonos	10,000	MX.DTF + 6	n.d	A,B,C	36,48,60	n.a	30DH	3 Meses	9,920.5	99.21%
1,995	Bonos	500	DTF + 3		A,B	24,36	n.a			500.0	100.00%
1,995	Bonos Garantía	45,000	MX DTF + 3		A,B,C,D,E,F,G	12,24,36,48,60,72	n.a	15 DC	12 meses		0.00%
1,995	Bonos Garantía	50,000	MX DTF + 3		A,B,C,D,E	12,24,36,48,60	n.a	15 DC	12 meses		0.00%
1,995	Bonos Ordinarios	20,000	MX 42%EA		A,B,C,D,E	24,36,48,60,72	n.a	15 DC	12 meses		0.00%
1,995	Bonos deuda exte	US$100	9.25% anual			60 meses	n.a	15 DC			
1,995	Bonos Ordinarios	5,000	MX DTF + 7		A,B,C,D,E,F,G	12,24,36,48,60,72,84	n.a	15 DC	12 meses		0.00%
1,995	B.Público	4,000	DTF + 1.25 T.A		A	24	A+	30DH	12	0.0	0.00%
1,995	Bonos Garantía G	25,000	A:DTF + 1.5, B:DTF + 1.75, C:DTF + 2		A,, B, C	12,24, 36	n.a	05-May-95	16-Jun-95	23,766.2	95.06%
1,995	Bonos Ordinarios	20,000	Min DTF-2, Max. DTF + 3		A,B,C,D	12, 18, 24, 36	n.a	15 DC	12 meses		0.00%
1,995	Bonos Ordinarios	20,000	MX DTF + 3.0 T.A		E,D,A,C	12, 24, 36, 60	n.a	15 DC	2 meses		0.00%
1,995	Bonos Garantía G	50,000	MX DTF + 1.0		D	12	n.a	15 DC	12 meses		0.00%
1,995	Bonos Ordinarios	5,000	DTF + 2.5		Unica	36	n.a	15 DC	12 meses	4,999.6	99.99%
1,995	Bonos Ordinarios	18,000	MX DTF + 5, TBS + 5		A y B	36 y 60	n.a	15 DC	12 meses	13,700.0	85.63%
1,995	Bonos Ordinarios	4,500	DTF + 3.0, DTF + 3.25		A y B	36 y 60	n.a	30DH	12 meses	3,858.4	85.74%
1,995	Bonos	175,056	9.35%			120	AAA	15 DC	120 meses	136,324.9	77.88%
1,995	Bonos Ordinarios	5,000	DTF + 2.25,DTF + 2.25,DTF + 2.75,DTF + 3.0,DTF + 3.25		A,C,E,G,I	12,24,36,48,60	n.a	15-Jun-95	22-Jul-95	586.0	11.72%
1,995	Bonos Ordinarios	40,000	DTF + 1.5,DTF + 2.25,DTF + 2.75,DTF + 3.0		A,B,C,D	12, 24, 36, 60	n.a	19-Jun-95	30-Jun-95	40,000.0	100.00%
1,995	Bonos Garantía G	15,000			A, B, C		n.a	15 DC	18 meses		0.00%
1,995	B.Público	15,000	MX DTF + 2.0, DTF + 2.5, DTF + 2.75 mecanismo subasta holandesa		A, B, C	36 , 48 y 60	AA	30DH	360 DC	0.0	0.00%
1,995	Bonos Ordinarios	10,000	DTF + 1%T.A, DTF + 2%T.A., DTF + 2.5%T.A.		A, B, C	12,24,36.	n.a	15 DC	360 DC	10,000.0	100.00%
1,995	Bonos Ordinarios	10,000	DTF + 2, DTF + 2.25, DTF + 2.25		A, B, C	12,24,36.	n.a	30DH	360 DC	3,000.0	30.00%
1,995	B.Público	3,000	MX DTF + 2.0 determinado mediante mecanismo subasta holandesa		Única	36	n.a	30 DH	360 DC		0.00%
1,995	Bonos Ordinarios	5,000	MX DTF + 4.0 Serie A y DTF + 3.5 Serie B sin superar 45% E.A.		A y B	60 y 36	A+	30 DH	360 DC	750.0	15.00%
1,995	Bonos Garantía G	20,000	MX DTF + 5.0 T.A.		1-MA, 2-MV, 3-TA, 4-	12,24,36,48,60	n.a	15DC			0.00%
1,995	Bonos Ordinarios	80,000	DTF + 1.0, DTF + 1.25, DTF + 2.0, DTF + 2.25, DTF + 2.5		A,B,C,D,E,D,E,F,G,H,I,	12,18,24,30,36,42,48,	n.a	30 DH	360 DC	45,114.8	56.39%
1,995	Bonos Ordinarios	10,000	DTF + 1.5, DTF + 2.0, DTF + 2.5, DTF + 2.75, DTF + 3.0		A, B, C, D, E	12,24,36,48,,60	n.a	30DC	360DH		0.00%

Fuente:
Superintendencia de Valores

Cuadro 9, continuación
Ofertas públicas aprobadas por Supervalores
Período 1994-1995

Año de Aprobac de la Emision	ESPECIE	MONTO EMISIÓN Millones	CONDICIONES TASA DE Nominal	INTERÉS Efectiva	SERIE	PLAZO MESES	Calificación Obtenida	PLAZO DE SUBCRIPCIÓN INICIA	TERMINA	Total colocado En MM$	Col. en %
1,995	Bonos de Garantía	7,500	DTF + 1.0, DTF + 2.0, DTF + 2.5			12, 24, 36	n.e		360DC	3,209.0	42.78%
1,995	Bonor Ordinarios	50,000	DTF + 1.0, DTF + 2.0, DTF + 2.25, DTF + 2.50, DTF + 2.75		A, B, C, D, E	12, 18, 24, 30, 36	n.a	30DC	360DH	16,104.0	32.21%
1,995	Bonos de Garantía	20,000	DTF + 1.5, DTF + 1.75, DTF + 2.0 o tasa fija 31.50% E.A.(A), 31,75% E.A.(B), 32.00%		A, B, C	Entre 12 y 18 seria A, e	n.a	30DC	720DH	826.1	4.13%
1,995	Bonor Ordinarios	50,000	DTF + 1.5, DTF + 2.0, DTF + 2.0		A, B, C	12, 24, 36	n.a	30DC	360DH	8,987.3	18.97%
1,995	Bonos Ordinarios	12,000	MX DTF + 6.0		A, B, C, D, E	12,24,36,48,,60	n.a	30DC	360DH	4,500.0	37.50%
1,995	Bonos de garantía	100,000	MX TCC + 4.0		A, B, C, D, E	12, 18, 24, 36, 48	n.e	30DC			0.00%
1,995	Bonos Ordinarios	5,000	DTF + 2.2, DTF + 2.25, DTF + 2.50, DTF + 2.75, DTF + 3.00		A, C, E, G, I	12,24,36,48,,60	n.a	30DC	60 DC	5,000.0	100.00%
1,995	B.Público	2,000	MX DTF + 2.0		Única	36	n.e	30DC	360DH		0.00%
1,995	Bonor Ordinarios	100,000	MX DTF + 3.0 o TBS + 3.0		A, B, C, D, E	12,24,36,48,,60	n.a	30DC	360DC	29,249.0	29.25%
1,995	Bonor Ordinarios	10,000	DTF + 1.75, DTF + 2.25, DTF + 2.8		A, B, C	12, 24, 36	n.a	30DC	360DH		0.00%
1,995	Bonos de garantía	100,000	TCC + 1.0		A, B, C, D, E	12, 18, 24, 36, 48	n.a	30DC	720DH	8,070.5	8.07%
1,995	Bonor Ordinariosl	10,000	DTF + 1.5, DTF + 2.0, DTF + 2.5		A, B, C	12, 24, 36	n.a	30DC	360DH	1,000.0	10.00%
1,995	Bonos Ordinarios	20,000	DTF + 1.5, DTF + 2.5, DTF + 2.5, DTF + 2.5		A, B, C, D	12, 24, 36 y 48	n.a	30DC	360DH	1,994.0	9.97%
1,995	B.Público	11,680	DTF + 2.75, DTF + 3.0, DTF + 3.25, DTF + 3.5	n.a	A, B, C, D	60, 72, 84, 96	BBB+	30DC	360DH	4.0	0.03%
1,995	B.Público	2,000	DTF + 2.0, DTF + 2.5, DTF + 2.75	n.a	A, B, C	36, 48, 60	n.a	30DC	360DH	736.0	36.80%
1,995	Bonos Ordinarios	50,000	TCC o DTF + 1.5,(A) TCC o DTF + 2.5,(B,C,D,E)		A, B, C, D, E	12,24,36,48,,60	n.e	30DC	360DH	3,566.0	7.13%
1,995	Bonos Garantía Gr	4,500	DTF + 2.0, DTF + 2.25, DTF + 2.75,DTF + 3.0 Clase A, CM + 1.75, CM + 2.0, CM + 2.5, C		A,B	12,18,24,30,36	n.e	15	360	505.3	11.23%
1,995	Bonos Ordinarios	20,000	DTF + 2.75%, DTF + 3.25%, DTF + 3.75%		A,B,C	24,36,60	n.a	15	360		0.00%
1,995	Bonos de Garantía	25,000	DTF + 1.5, DTF + 2.0, DTF + 2.5, DTF + 3.0 (SERIE A), TBS + 1.5, TB	n.e	A,B,C	12 a 18, 19 a35, 36 a	n.e	15	360		0.00%
1,995	Bonos Ordinarios	40,000	Mx. DTF + 5.0	n.a	A, B, C, D, E	12,24,36,48,,60	n.a	30DC	360DH		0.00%
1,995	Bonos Ordinarios	50,000	DTF + 1.5, DTF + 2.25, DTF + 2.75		A,B,C	12, 24, 36	n.e	15	360	8,005.0	16.01%
1,995	Bonos Ordinarios	3,900	Mx. DTF + 3.0		Única	60	n.a	30DC	360DH		0.00%
1,995	Bonos Exclusivos	239,222	n.d.	n.d		Vida promedio: 10,5 añ	n.e				0.00%
1,995	Bonos Ordinarios	20,000	DTF + 2.0%, DTF + 2.25%, DTF + 2.50%, DTF + 2.75%, DTF + 3.00	n.d.	A, B, C, D, E	12,24,36,48,,60	n.a	15	36 meses		0.00%
1,995	Bonos Ordinarios	25,000	DTF + 2.75	n.d.	A, B y C	48, 60 y 72	n.a	15	360	570.9	2.28%
1,995	Bonos Ordinarios	5,000	DTF + 2.00%, DTF + 2.50%, DTF + 2.75%		A, B y C	12, 24 y 26	n.a	15	360		0.00%
1,995	B.Público	20,003	Mx. DTF + 3.25 y DTF + 3.50%		A,B	84 y 88	AA-	60 DH	360		
1,995	Bonos Ordinarios	10,000	DTF + 2.0, DTF + 2.5 ó 33% E.A, 33.5% E.A.		Unica	Entre 12 y 82 meses	n.e				
1,995	BOCEAS	5,701	DTF M.V		UNICA	60	n.a.	15	25		
1,995	B.Público	150,000			A,B	12, 120	A	Dos años(Inic	Dos años		

Fuente:
Superintendencia de Valores

Cuadro 10				
Costo de la calificación.				
Duff and Phelps de Colombia				
	Limite	Limite	Cargo fijo	Porcentaje sobre el
	inferior	superior		excedente
	Mayor a	Menor a		limite inferior
	0	1,000,000,000	4,500,000	
	1,000,000,000	2,000,000,000	4,500,000	0.08%
	2,000,000,000	5,000,000,000	5,300,000	0.07%
	5,000,000,000	10,000,000,000	7,400,000	0.06%
	10,000,000,000	20,000,000,000	10,400,000	0.05%
	20,000,000,000	40,000,000,000	15,400,000	0.04%
	40,000,000,000		23,400,000	0.03%
		Monto	Cargo	Porcentaje
Relación porcentual cargo/monto		1,000,000,000	4,500,000	0.45%
		2,000,000,000	5,300,000	0.27%
		3,000,000,000	6,000,000	0.20%
		4,000,000,000	6,700,000	0.17%
		5,000,000,000	7,400,000	0.15%
		10,000,000,000	10,400,000	0.10%
		15,000,000,000	12,900,000	0.09%
		20,000,000,000	15,400,000	0.08%
		25,000,000,000	17,400,000	0.07%
		30,000,000,000	19,400,000	0.06%
		40,000,000,000	23,400,000	0.06%
		50,000,000,000	26,400,000	0.05%
	Fuente			
	Duff and Phelps de Colombia			

Cuadro 11				
Costo inscripción Registro Nacional de Valores e Intermediarios				
Determinación según patrimonio de la entidad				
	Limite	Limite	Cargo fijo	Porcentaje sobre el
	inferior	superior		excedente
	Mayor a	Menor a		limite inferior
		750,000	180,000	
	750,000,000	4,490,000,000	180,000	0.00005000
	4,490,000,000	29,950,000,000	380,000	0.00007353
	29,950,000,000	140,750,000,000	2,250,000	0.00001250
	140,750,000,000		3,750,000	0.00000125
Relación porcentual cargo/monto				
		Monto	Cargo	Porcentaje
		1,000,000,000	192,500	0.0193%
		2,000,000,000	242,500	0.0121%
		5,000,000,000	417,500	0.0083%
		10,000,000,000	785,147	0.0079%
		20,000,000,000	1,520,441	0.0076%
		50,000,000,000	2,500,625	0.0050%
		100,000,000,000	3,125,625	0.0031%
		200,000,000,000	3,824,063	0.0019%
		500,000,000,000	4,199,063	0.0008%
	Fuente:			
	Superintendencia de Valores			

Cuadro 12			
Tarifas para la inscripción de bonos en bolsa			
	Desde	Hasta	Tarifa
	0	2,500,000,000	1,438,701
	2,501,000,000	5,000,000,000	1,654,505
	5,001,000,000	7,500,000,000	1,902,682
	7,501,000,000	10,000,000,000	2,188,083
	10,001,000,000	12,500,000,000	2,516,296
	12,501,000,000		2,893,740
Relación porcentual cargo/monto			
	Monto	Cargo	Porcentaje
	1,000,000,000	1,438,701	0
	3,000,000,000	1,654,505	0.0552%
	6,000,000,000	1,902,682	0.0317%
	10,000,000,000	2,188,083	0.0219%
	15,000,000,000	2,893,740	0.0193%
	20,000,000,000	2,893,740	0.0145%
	30,000,000,000	2,893,740	0.0096%
	50,000,000,000	2,893,740	0.0058%
	100,000,000,000	2,893,740	0.0029%
	Fuente:		
	Bolsa de Bogotá		

Cuadro 13							
Costo de una emisión de bonos							
Simulacion							
Monto de la emisión	10,000,000,000						
Plazo de la emisión	5	años					
Tasa de interes	DTF + "spread"						
Tasa DTF	27.00%	Trimestre anticipado					
Tasa DTF efectiva	32.25%	Efectivo anual					
"Spread"	2.00%	Trimestre anticipado					
Tasa de interes	29.00%	Trimestre anticipado					
Tasa de interés efectiva	35.13%	Efectiva anual					
Tasa de interés	31.27%	Trimestre vencido					
Flujo de fondos del título							
Año		0	1	2	3	4	5
Inflación			18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
Desembolso inicial		-10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000	0
Saldo al final							
Intereses			3,512,768,199	3,512,768,199	3,512,768,199	3,512,768,199	3,512,768,199
Amotización							10,000,000,000
a.-Amortización + Intereses		-10,000,000,000	3,512,768,199	3,512,768,199	3,512,768,199	3,512,768,199	13,512,768,199
b.-Administración fiduciaria	0.30%		30,000,000	35,400,000	41,772,000	49,290,960	58,163,333
c.-Costo del aval	2.00%		200,000,000	200,000,000	200,000,000	200,000,000	200,000,000
d.-Costo calificación de valores	0.10%	10,400,000	6,136,000	7,240,480	8,543,766	10,081,644	11,896,340
e..Costo de colocación	0.50%	50,000,000	0	0	0	0	0
f.-Inscripción registro		1,520,441	3,588,241	4,234,124	4,996,266	5,895,594	3,478,401
g.-Autorización de la oferta	0.035%	3,500,000	0	0	0	0	0
h.-Costo inscripción en bolsa		2,188,083	516,388	609,337	719,018	848,441	1,001,161
I.-Representante de tenedores			15,000,000	17,700,000	20,886,000	24,645,480	29,081,666
j.-Otros							
Asesoría Financiera		15,000,000					
Prospectos		3,000,000					
Impresion titulos		2,000,000					
Avisos		3,000,000					
Subtotal otros		23,000,000	0	0	0	0	0
A.-Flujo de fondos con aval		-9,919,791,476	3,781,872,828	3,770,711,661	3,781,141,484	3,793,448,675	13,804,492,760
Costo efectivo		38.14%	Efectivo anual				
Tasa nominal		8.41%	Tasa trimestral vencida				
Tasa nominal		33.65%	Nominal anual, trimestre vencido				
Tasa nominal		31.04%	Nominal anual , trimestre anticipado				
Spread sobre la DTF, TA		4.04%					
B.-Flujo de fondos con calificación		-9,909,391,476	3,568,008,828	3,577,952,141	3,589,685,250	3,603,530,319	13,618,389,100
Costo efectivo		36.26%	Efectivo anual				
Tasa nominal		8.04%	Tasa trimestral vencida				
Tasa nominal		32.16%	Nominal anual, trimestre vencido				
Tasa nominal		29.77%	Nominal anual, trimestre anticipado.				
Spread sobre la DTF, TA		2.77%					
	Fuente: Cálculos del Consultor						

Cuadro 14										
Costo de una emisión de bonos										
Periodo trimestral										
Simulacion										
Monto de la emisión	10,000,000,000									
Plazo de la emisión	8	años								
Tasa de interes	DTF + "spread"									
Tasa DTF	27.00%	Trimestre anticipado								
"Spread"	2.00%	Trimestre anticipado								
Tasa de interes	29.00%	Trimestre anticipado								
Tasa de interés efectiva	35.13%	Efectiva anual								
Tasa de interés	31.27%	Trimestre vencido								
Flujo de fondos del título										
Trimestre		0	1	2	3	4	5	6	7	8
Inflación anual	19.00%									
Inflación trimestral			4.22%	4.22%	4.22%	4.22%	4.22%	4.22%	4.22%	4.22%
Desembolso inicial		-10,000,000,000								
Saldo al final			10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000
Intereses			781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159
Amotización			0	0	0	0	0	0	0	0
a.-Amortización + intereses		-10,000,000,000	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159
b.-Administración fiduciaria	0.30%		7,500,000	7,500,000	7,500,000	7,500,000	8,850,000	8,850,000	8,850,000	8,850,000
c.-Costo del aval	2.00%		50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000
d.-Costo calificación de valores	0.10%	10,400,000	0	0	0	6,136,000	0	0	0	7,240,480
e..Costo de colocación	0.50%	50,000,000	0	0	0	0	0	0	0	0
f.-Inscripción registro		1,520,441	0	1,520,441	0	1,794,120	0	1,794,120	0	2,117,062
g.-Autorización de la oferta	0.035%	3,500,000	0	0	0	0	0	0	0	0
h.-Costo inscripción en bolsa		2,189,083	0	0	0	516,388	0	0	0	609,337
i.-Representante de tenedores			3,750,000	3,750,000	3,750,000	3,750,000	4,425,000	4,425,000	4,425,000	4,425,000
j.-Otros										
Asesoría Financiera		15,000,000								
Prospectos		3,000,000								
Impresion títulos		2,000,000								
Avisos		3,000,000								
Subtotal otros		23,000,000								
A.-Flujo de fondos con aval		-9,919,781,476	842,921,159	844,441,600	842,921,159	845,231,667	844,946,159	846,740,279	844,946,159	847,872,668
Costo efectivo		8.68%	Trimestral							
Tasa efectiva		36.88%	Efectivo anual							
Tasa nominal		34.23%	Trimestre vencido							
Tasa nominal		31.53%	Trimestre anticipado							
Spread sobre la DTF, TA		4.53%								
B.-Flujo de fondos con calificación		-9,909,381,476	792,921,159	794,441,600	792,921,159	801,367,667	794,946,159	796,740,279	794,946,159	804,913,038
Costo efectivo		8.08%	Trimestral							
Tasa efectiva		36.46%	Efectivo anual							
Tasa nominal		32.32%	Trimestre vencido							
Tasa nominal		29.91%	Trimestre anticipado							
Spread sobre la DTF, TA		2.91%								
	Fuente: Cálculos del Consultor									

Cuadro 14, continuación												
Costo de una emisión de bonos												
Periodo trimestral												
Simulacion												
Flujo de fondos del título												
Trimestre	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Inflación anual												
Inflación trimestral	4.22%	4.22%	4.22%	4.22%	4.22%	4.22%	4.22%	4.22%	4.22%	4.22%	4.22%	4.22%
Desembolso Inicial												
Saldo al final	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000	10,000,000,000	0
Intereses	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159
Amotización	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10,000,000,000
a.-Amortización + intereses	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159	781,671,159	10,781,671,159
b.-Administración fiduciaria	10,443,000	10,443,000	10,443,000	10,443,000	12,322,740	12,322,740	12,322,740	12,322,740	14,540,833	14,540,833	14,540,833	14,540,833
c.-Costo del aval	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000	50,000,000
d.-Costo calificación de valores	0	0	0	6,543,766	0	0	0	10,081,644	0	0	0	0
e.,Costo de colocación	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
f.-Inscripción registro	0	2,117,082	0	2,488,133	0	2,488,133	0	2,947,797	0	2,947,797	0	0
g.-Autorización de la oferta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
h.-Costo inscripción en bolsa	0	0	0	719,018	0	0	0	848,441	0	0	0	0
i.-Representante de tenedores	5,221,500	5,221,500	5,221,500	5,221,500	6,161,370	6,161,370	6,161,370	6,161,370	7,270,417	7,270,417	7,270,417	7,270,417
j.-Otros												
Asesoría Financiera												
Prospectos												
Impresion títulos												
Avisos												
Subtotal otros												
A.-Flujo de fondos con aval	847,335,659	849,452,721	847,335,659	850,552,810	850,155,269	852,653,402	850,155,269	853,851,508	853,482,409	856,430,206	853,482,409	10,853,482,409
B.-Flujo de fondos con calificación	797,335,659	799,452,721	797,335,659	809,096,577	800,155,269	802,653,402	800,155,269	814,033,152	803,482,409	806,430,206	803,482,409	10,803,482,409
	Fuente: Cálculos del consultor											

Cuadro 14, continuacion

Simulaciones

Costo en función del monto de la emisión

500,000,000	8.64%
1,000,000,000	5.60%
2,000,000,000	4.10%
5,000,000,000	3.20%
10,000,000,000	2.91%
20,000,000,000	2.76%
30,000,000,000	2.71%
50,000,000,000	2.67%
100,000,000,000	2.64%

Costo en función del monto de la inversión y del "spread"

	Spread		
Monto	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
500,000,000	7.64%	8.14%	8.64%	9.14%	9.64%
1,000,000,000	4.61%	5.11%	5.60%	6.10%	6.60%
2,000,000,000	3.10%	3.60%	4.10%	4.60%	5.10%
5,000,000,000	2.21%	2.70%	3.20%	3.70%	4.20%
10,000,000,000	1.91%	2.41%	2.91%	3.41%	3.91%
20,000,000,000	1.76%	2.26%	2.76%	3.26%	3.76%
30,000,000,000	1.71%	2.21%	2.71%	3.21%	3.71%
50,000,000,000	1.67%	2.17%	2.67%	3.17%	3.67%
100,000,000,000	1.64%	2.14%	2.64%	3.14%	3.64%

Fuente:

Cálculos del consultor

Cuadro 15

Composición principales portafolios

A.-Fondos comunes ordinarios

Millones de pesos

Clase de títulos	Marzo 1994	Part	Marzo 1995	Part
Certificados de depósito a término	636,042	43.43%	775,877	63.12%
Certificados de depósito de ahorro	12,325	0.84%	7,546	0.61%
Certificados ahorro valor constante	99,284	6.78%	16,100	1.31%
Certificados de cambio	40,648	2.78%	0	0.00%
Aceptaciones bancarias	9,614	0.66%	7,649	0.62%
Títulos de ahorro cafetero	64,039	4.37%	43,499	3.54%
Certificados eléctricos valorizables	8,668	0.59%	0	0.00%
Títulos de participación	234,934	16.04%	99,953	8.13%
Títulos energéticos rent. creciente	66,916	4.57%	33,251	2.70%
Bonos	129,293	8.83%	25,212	2.05%
Cédulas BCH	57,246	3.91%	56,494	4.60%
Títulos de Tesorería	53,712	3.67%	46,682	3.80%
Otros	51,677	3.53%	117,012	9.52%
Total	1,464,398	100.00%	1,229,275	100.00%

Fuente:
Revista Asociación Bancaria
Marzo de 1995

B.-Fondos de cesantías y de pensiones

Millones de pesos

	Cesantías Junio 1995	Part.	Pensiones Junio 1995	Part.
Títulos de Participación	6,180	1.10%	6,872	6.14%
TES	17,199	3.07%	9,978	8.92%
CDT´s	324,485	57.91%	38,866	34.73%
Cédulas BCH	15,136	2.70%	820	0.73%
TAC	16,803	3.00%	9,557	8.54%
TER	1,827	0.33%	736	0.66%
Bonos	141,576	25.27%	30,129	26.92%
Acciones	2,519	0.45%	305	0.27%
Otros títulos	34,637	6.18%	14,657	13.10%
Total	560,362	100.00%	111,920	100.00%

Fuente:
Superbancaria, Informe trimestral

Cuadro 16		
Consideraciones para una estimación preliminar del mercado de bonos		
1.-Cifras macroeconómicas	Dic 94	Oct 20/ 1995
Miles de millones de pesos		
Medios de pago	6,419	5,908
Depósitos en cuenta corriente	4,149	3,859
Oferta monetaria ampliada	21,727	26,246
2-Establecimientos de credito	Dic 94	Oct 20/ 1995
Miles de millones de pesos		
Cartera bancos	10,381	13,596
Cartera cav´s	6,232	8,162
Cartera corporaciones financieras	4,203	5,491
Cartera cías financ. comercial	1,510	1,824
Cartera cooperativas	186	33
Total cartera establecimientos de crédito	22,512	29,106
3.-Activos otras entidades financieras	Dic 94	Sept.29 de 1995
Miles de millones de pesos		
Fen	1,731	
Bancoldex	1,252	
Finagro	902	
Findeter	298	
Fonade	37	
Icetex	7	
Total activos	4,227	5,124
Total cartera de créditos otras	3,726	4,654
4.-Activos financieros	Dic 94	Oct 20/ 1995
Miles de millones de pesos		
Medios de pago ampliados (M3)	22,524	27,268
Títulos de participación	994	795
Bonos corfinancieras	445	593
Cedulas BCH	527	396
Bonos bancos	227	353
Aceptaciones	290	220
Certificados eéctricos valorizables	66	102
TER	85	50
Carticambios	59	2
TES	2,091	3,482
Titulos de apoyo cafetero	446	485
Total portafolio financiero	27,754	33,746
5.-Ofertas públicas autorizadas	Dic 94	Sept/1995
Miles de millones de pesos		
Bonos sector privado	67	48
Bonos sector publico	106	36
Otos mercado nacional	521	310
Total mercado nacional	693	393
Bonos ordinarios internacionales	145	175
Otros mercado internacional	127	44
Total mercado internacional	272	219
Total ofertas públicas	965	612
6.-Mercado bursatil colombiano	Dic 94	Sept/1995
Miles de millones de pesos		
Total negociacion en bolsas	18,652	19,028
Bonos empresas privadas	1,393	1,483
Bonos sector público	428	585
Titulos de la Tesorería	971	1,108
Titulos de apoyo cafetero	801	283
Cedulas del BCH	1,049	683
Titulos de fomento	414	692
Bonos deuda pública externa	244	271
Otros	13,352	13,923
Fuentes:		
Análisis de coyuntura, Banco de la República		
Informes Superbancaria y Supervalores		

Cuadro 17			
Estructura financiera, empresas inscritas en el			
Registro Público de Valores e Intermediarios			
Periodo 1994-1995			
Valores en millones de pesos			
	Sept de 1994	Sept de 1995	Particip 1995
Número total de empresas	250	250	
Número de empresas con información	194	189	
Valor total de los activos	11,678,119	16,323,388	
Valor total de las valorizaciones		6,790,257	
Empresas con papel bonos o papel comerc	45	45	
Participación del financiamiento de bonos			
y papel comercial en la estructura financiera			
de las empresas que los han emitido	12.50%	11.93%	Promedio aritmétic
Valor total de los Pasivos			
Pasivo corriente			
Obligaciones financieras M/L	408,844	794,817	15.11%
Obligaciones financieras M/E	382,536	179,500	3.41%
Proveedores	466,259	619,266	11.77%
Otras cuentas por pagar	98,746	335,575	6.38%
Dividendos por pagar	84,101	128,498	2.44%
Pasivos estimados y diferidos	304,664	373,352	7.10%
Impuestos	159,685	197,001	3.75%
Obligaciones laborales	177,184	130,255	2.48%
Otros pasivos	10,414	80,797	1.54%
Bonos y papeles comerciales	14,726	55,923	1.06%
Total pasivo corriente	2,107,159	2,894,984	55.04%
Pasivo a largo plazo			
Obligaciones financieras en M/L	295,351	662,471	12.60%
Obligaciones financieras en M/E	545,918	685,180	13.03%
Cuentas por pagar	142,419	224,224	4.26%
Pasivos estimados y provisiones	486,911	498,356	9.48%
Obligaciones laborales	0	30,341	0.58%
Pasivos diferidos	149,796	156,869	2.98%
Otros pasivos	67,065	3,771	0.07%
Bonos y papeles comerciales	132,222	103,271	1.96%
Total pasivo no corriente	1,819,682	2,364,493	44.96%
Total pasivo	3,926,841	5,259,467	100.00%
Estructura financiera empresas del sector manufacturero			
Periodo septiembre de 1994, 1995			
Fuente Supervalores			
Informe de coyuntura, septiembre de 1995			
Miles de millones de pesos			
Número de empresas		84	
Activo total	8,875	12,048	
Valorizaciones	4,336	5,621	
Pasivo corriente	1,396	1,847	52.00%
Pasivo mediano y largo plazo	1,276	1,705	48.00%
Pasivo Financiero corto y largo plazo	1,150	1,683	47.38%
Proveedores (CP)	287	338	9.52%
Bonos y papeles comerciales	119	110	3.10%
Laboraral de corto plazo	116	127	3.58%
Impuestos	126	153	4.31%
Otros	873	1,141	32.12%
Total pasivo	2,671	3,552	100.00%
	Fuentes:		
	Superintendencia de Valores		
	Cálculos del Consultor		

Cuadro 18						
Cifras para la proyección del mercado potencial						
de bonos de los establecimientos de crédito						
Millones de pesos						
Crecimiento esperado de pasivos	20.00%					
Inflación esperada	18.00%					
	P actual	Ppales pasivos	Títulos de inv. en	P proyectado	Base	Proyección 1996
			circulación		Proy	Títulos en circul.
Entidad						
Bancos	3.07%	18,685,555	574,470	6.75%	1	1,892,563
Corporaciones de ahorro y viv.	0.55%	9,093,246	50,451	1.11%	2	151,455
Corporaciones Financieras	13.98%	4,176,878	583,994	19.14%	3	1,199,594
Compañías de Financ. comercial	4.59%	3,886,122	179,090	8.48%	4	494,485
Total	3.87%	35,841,801	1,388,005			3,738,095
Notas:	P: Títulos de inversión en circulación/Principales pasivos					
	1: para alcanzar una mezcla tal que los bonos representen un 25% de los CDT´s.					
	2: para alcanzar una mezcla tal que los bonos representen el 5% de los CDT´s					
	3: para alcanzar una mezcla tal que los bonos representen un 40% de los CDT´s					
	4: para alcanzar una mezcla tal que los bonos representen un 10% de los CDT´s					
	Fuente					
	Informe financiero semanal, Superbancaria, 20 de octubre de 1995					

BIBLIOGRAFÍA

Banco de la República (varios), "Informe sobre análisis de coyuntura".

Bolsa de Medellín, (varios), "El Pregón de la Bolsa".

Bodie Zui, Alex Kane, Alan Marcus, (1995), Essentials of investments, segunda edición, Irwin.

Corrigan Arnold, Phyllis C.Kaufman, (1990), "Understanding Treasury bills and US Government securities", Longmeadow Press.

Darst, David M, (1985) "The complete bond handbook: a guide to all types of fixed income securities", McGraw-Hill.

Dermine Jean, editor, (1990) "European Banking in the 1990", Basil Blackwell.

Dunnan Nancy, (1995) "Guide to your investments", Dun & Brasstreet

Duff & Phelps de Colombia S.A (1995), Prospecto de presentación.

Fabozzi, Frank, (1993) "Bond Markets, analysis and strategies", Prentice Hall.

Fabozzi, Frank, (1989), "Advances and innovations in the bond and mortgage markets", Probus, 1989.

Gordon, Alexander, William Sharpe, (1992), "Fundamentals of investments", Prentice Hall.

Hadjimichalakis Michael, Karma G. Hadjimichalakis, (1995), Contemporary money, banking and financial markets, theory and practice, Irwin.

Howe, Jane ,(1988), "Junk bonds: analysis and portfolio strategies", Probus.

IBJ Research, (1994), "Opportunities in the yen bond market", presentación al Euromoney international bond congress, Londres, Octubre 27, 28 de 1994.

IBJ Research, (1994), "Bond and currency strategy", Noviembre/Diciembre de 1994.

Livingston, Douglas (1989), " Yield curve analysis; The fundamentals of risk and return, New York Institute of Finance.

Little Jeffrey, Lucien Rhodes,(1990), Understanding Wall Street, Liberty House.

Livingston, Douglas, (1990), "Bond risk analyisis: a guide to duration and convexity, New York Institute of Finance.

Montes Joaquín, Luis Ignacio Sanchez, Juan Pablo Sanchez, (1991) "Identificación de un nicho para los bonos empresariales", Bolsa de Bogotá.

Morris Kenneth, Alan M. Siegel, (1994), "Guide to understanding money & investing", The Wall Street Journal", Lightbulb Press.

Rose Peter S (1994), "Money and capital markets, the financial system in an increasingly global economy, Richard D. Irwing Inc., 5 edición.

Serrano Javier, (1991) "Perspectivas de desarrollo de la banca de inversión en Colombia", Ponencia al VII encuentro nacional de comisionistas de bolsa, Publicación conjunta de las bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente, agosto 14-17 de 1992.

Superintendencia Bancaria,(varios), "Informe Financiero Semanal",

Superintendencia de Valores, (varios), "Mercado público de valores, síntesis estadística mensual.

Superintendencia de Valores, (1994), "Como acceder al mercado de valores y realizar una oferta pública, aspectos legales".

Superintendencia de Valores, (1994), "Como acceder al mercado de valores y realizar una oferta pública, instructivos,

Superintendencia de Valores, (1995), "Resolución 200, 22 de mayo de 1995, Resolución Unica de la Sala General.

Superintendencia de Valores, (1995), Estados financieros de las empresas inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios", información en diskette.

Superintendencia de Valores, (1995), Información detallada sobre todas las ofertas públicas de valores aprobadas por la Superintendencia de Valores, información en diskette.

The First Boston Corporation, (1990), "Handbook of US Government & federal agency securities", Probus Publishing Company.

The New York Institute of Finance, (1990), "Guide to investing", New York Institute of Finance.

Viren Aron, "Inside japanese financial markets", Dow Jones-Irwin, 1988.