LA INVERSION EXTRANJERA DE PORTAFOLIO Y SU DESEMPEÑO EN COLOMBIA

Cynthia Rosenberg
Alejandra Torres

I. INTRODUCCION

Desde la apertura económica, Colombia se enfrenta a un sistema global de mercados. Este replanteamiento implica un reto que consiste en mejorar el grado de competitividad a nivel internacional. Sin embargo, las deficiencias del país en infraestructura, algunas ramas de la industria y el desarrollo social impiden un desempeño económico más dinámico y sostenible. En cuanto a la inversión requerida para suplir estas necesidades, en este momento no existe la capacidad doméstica de financiar los proyectos de inversión planteados por el gobierno a menos que se distorsionen los patrones de consumo y ahorro domésticos, lo cual puede implicar un sacrificio en términos de crecimiento[1].

La discusión que sigue evaluará la inversión extranjera de portafolio como un posible complemento al financiamiento doméstico. En la sección que sigue, se resumirán brevemente las tendencias de los flujos de portafolio internacionales desde 1989, fecha que marcó el final de la crisis de deuda de los años ochenta en América Latina, en torno a las siguientes preguntas: Cuáles son los principales instrumentos usados para canalizar la inversión extranjera de portafolio y qué tendencias se ven hacia el futuro? Obedecen los flujos a factores internacionales o son motivados por desarrollos internos de los mercados emergentes? La inversión extranjera de portafolio contribuye al desarrollo a largo plazo de un país o tiende a ser especulativa? Sólo entendiendo la naturaleza de los flujos internacionales de capital se podrán determinar las políticas que deben promover y regular este tipo de financiamiento.

Dentro de este escenario global, Colombia es un competidor más entre los mercados emergentes para obtener recursos internacionales de financiamiento. En la tercera parte de

[1] Otro capítulo de la Misión de Estudios del Mercado de Capitales evalúa la tendencia decreciente del ahorro doméstico en Colombia y la insuficiencia de recursos de financiamiento para futuros proyectos de inversión.

este capítulo se evaluarán los potenciales riesgos y beneficios que implica la inversión extranjera de portafolio. Para una mejor conceptualización de los impactos que puede tener la inversión extranjera de portafolio en un ambiente internacional de inversión post-crisis mexicana, se examinarán brevemente las causas de esta crisis y las diferencias que existen entre el caso mexicano y la situación actual colombiana.

En la cuarta parte de este capítulo se resumirán las tendencias recientes en la inversión extranjera de portafolio en el país, evaluando las características y el comportamiento histórico de los inversionistas extranjeros institucionales y los no institucionales. Además se revisarán en esta sección los procesos jurídicos y operativos que regulan la inversión extranjera de portafolio en Colombia. Finalmente, se examinarán los problemas y/o barreras que existen a la inversión extranjera de portafolio a nivel institucional y regulatorio, recomendando cambios puntuales e implementables que facilitarían el acceso de estos capitales.

En la quinta parte de este capítulo se evaluará la competitividad del mercado colombiano, visto desde el punto de vista de la demanda de los inversionistas extranjeros institucionales. Con base en una encuesta dirigida a fondos institucionales extranjeros (la cual está anexada a este capítulo) y varias entrevistas personales a administradores de fondos extranjeros institucionales, se determinará la demanda del inversionista extranjero en cuanto a tipos de instrumentos preferidos, plazos de inversión y futuras areas de demanda potenciales en el mercado colombiano, como serían los proyectos de infraestructura. Además se examinarán factores tales como: la estructura del mercado (su tamaño, nivel de concentración y su nivel de bursatilidad), la calidad de información disponible acerca del mercado y el marco operativo de las transacciones. En vista del diagnóstico que se de acerca de la competitividad del mercado colombiano, se proyectará una posible tendencia en el desempeño de la inversión extranjera de portafolio hacia un futuro.

Finalmente, las conclusiones y recomendaciones resumirán de una manera global tanto el desarrollo de la inversión extranjera de portafolio en Colombia como los mecanismos que

se podrían incorporar en el mercado colombiano para fomentar la inversión extranjera de portafolio.

II. TENDENCIAS GLOBALES

A. Flujos de inversión de Portafolios

Como se puede ver en el Cuadro 1, entre 1989 y 1994 la inversión de portafolio internacional, la cual incluye papeles de deuda (bonos, certificados de depósito y papel comercial) e instrumentos de capital (acciones de compañías compradas a través de privatizaciones, emisiones internacionales y compras directas por bolsa), creció de US$6.9 a aproximadamente US$89.5 mil millones anuales. En 1993, año en el cual estas inversiones llegaron a un tope de US$100.1 mil millones, estas inversiones representaron alrededor del 20% del financiamiento externo de todos los países en desarrollo y el 50% del financiamiento total en los países de América Latina[2]. El crecimiento en los flujos internacionales de portafolio hacia los mercados emergentes se moderó en 1994 debido al alza en las tasas de interés en Estados Unidos y a un descenso en privatizaciones por parte de los países en vía de desarrollo.[3] Esta tendencia se reforzó en 1995 con la recomposición de los portafolios internacionales de los inversionistas luego de la crisis mexicana.[4]

Por qué este auge tan dramático en los flujos de portafolio internacionales? Primero, los países en desarrollo, principalmente los de Asia del Este y América Latina, implementaron reformas estructurales para liberar sus mercados, lo cual atrajo capitales extranjeros. Segundo, el sector privado en los países en vía de desarrollo desplazó al sector público como demandante principal de recursos para su modernización y expansión, lo cual motivó la oferta de instrumentos financieros internacionales. Finalmente, desarrollos internacionales, como el descenso de las tasas de interés en los Estados Unidos y las menores perspectivas de crecimiento económico en los países industrializados, motivaron a

---

[2] Claessens, Stijn. Portfolio Investment in Developing Countries. The World Bank, Washington D.C, 1993, p.v.

[3] World Debt Tables. The World Bank, Washington D.C, 1995, p.8.

[4] "Turbulence in Emerging Capital Markets". International Capital Markets. IMF, Washington D.C, 1995, p.2.

los inversionistas en estos países a buscar opciones de inversión más rentables a nivel internacional.[5]

Existen varias características de los flujos de portafolio que es preciso evaluar. Primero, un estudio econométrico de la inversión internacional de portafolio (Gooptu, 1994) utilizando análisis de serie de tiempo[6] concluye que existe cierto grado de competencia entre los diferentes mercados para atraer el financiamiento internacional. El análisis demuestra una correlación inversa entre los flujos de portafolio, tanto en instrumentos de capital como en instrumentos de deuda, entre las regiones de América Latina y Asia del Este entre los años 1989 y 1993. Es decir, el incremento marginal de flujos de capital en una región ha sido correspondido proporcionalmente por un descenso en otra región. Al igual, el estudio encontró que dentro de una región los flujos están altamente correlacionados. Esta característica se debe en parte a un efecto de "manada", en el cual los inversionistas, por su orientación regional y la falta de información acerca de los mercados particulares, tienden a invertir regionalmente. El estudio estima que este efecto se reducirá con un mejoramiento en la calidad de información de cada país.

Es importante resaltar que el escenario global es competitivo a la hora de acceder recursos internacionales de portafolio. Los flujos de capital no están beneficiando por igual a los mercados emergentes, sino que están altamente concentrados hacia ciertos países y tienden a emigrar de una región a otra dadas las circunstancias económicas de los países industrializados y las condiciones de inversión en los mercados emergentes.

Segundo, se debe evaluar si la tendencia reciente ha sido alimentada por factores de "expulsión" o factores de "atracción"[7]. Por un lado, existe el argumento de que el auge

---

[5] Ibid, p. 5.

[6] Gooptu, Sudarshan. "Are Portfolio Flows to Emerging Markets Complementary or Competitive?" The World Bank, Washington D.C, 1994, p.28.

[7] De acuerdo a la literatura existente sobre el tema, hay dos tipos de factores que lideran el comportamiento de los flujos de capital internacional. Los factores de "expulsión" (push factors) son desarrollos internacionales o inclinaciones por parte de los inversionistas a buscar opciones de inversión en los mercados emergentes, mientras que los factores de "atracción" (pull factors) son factores endógenos de los países receptores de capital que atraen estos capitales extranjeros.

reciente se debe principalmente a factores de "expulsión", como lo fue el descenso en las tasas de interés internacionales entre 1989 y 1993 (Gooptu, 1993; Fernandez-Arias, 1994; Dooley, 1994). De acuerdo a este punto de vista, los países deben adoptar políticas cautelosas hacia los capitales extranjeros, los cuales dependen de las perspectivas económicas en los países industrializados y no de las condiciones de inversión en los mercados emergentes.

Por otro lado, se resalta la importancia de factores domésticos de los países receptores de fondos (Claessens, 1993; Gooptu, 1994; World Bank Debt Tables, 1995). Este argumento anota que el 77% de los flujos cumulativos de capital entre 1992 y 1994 (como se puede ver en el Gráfico 1) fueron destinados a los países de América Latina y Asia, en los cuales hubo significativas reformas económicas y estructurales. Sólo México capturó aproximadamente el 62% de los flujos totales en instrumentos de renta variable hacia América Latina.[8] Este hecho apoya la teoría de que el grado de apertura de un país hacia la inversión extranjera de portafolio, reflejada en su marco regulatorio y en sus políticas de mercado, es esencial para motivar la inversión extranjera. Bajo este escenario, los países receptores de fondos internacionales deben estimular reformas estructurales que faciliten la entrada de los flujos internacionales de capital, los cuales se presume son estables.

Indudablemente ambos factores actúan en conjunto para determinar los flujos de capital hacia un país. Un estudio reciente (Hernández y Heinz, 1995) concluye que, mientras los factores internacionales son determinantes en la oferta de fondos internacionales, el clima de inversión de los mercados emergentes es esencial para atraer capitales extranjeros. En este análisis, se tomaron 22 mercados emergentes, tanto receptores de altos flujos de capital como de mínimas cantidades, y se hizo un estudio comparativo de las condiciones macroeconómicas de estos países y los flujos de capitales recibidos desde 1986 a 1993. Se encontró que: el ahorro doméstico en los países receptores de grandes flujos de capitales es aproximadamente el doble del de los países que recibieron mínimas cantidades de flujos, sus déficits fiscales promediaron un quinto de los déficits fiscales de los países que

[8] World Debt Tables, The World Bank, Washington D.C, 1995.

recibieron mínimas cantidades de flujos y la inflación promedio mensual fue en promedio 1.2% menor en los países que recibieron flujos significativos de capitales.[9]

El estudio de Hernández y Heinz además determinó la correlación entre los flujos de capital externo hacia un país y ciertos factores macroeconómicos, tales como: las tasas de inversión y de ahorro; la volatilidad de la tasa de cambio, la inflación y las condiciones políticas; la solidez del sector exportador, y el nivel de endeudamiento, tanto público como privado. En efecto, hubo correlaciones positivas entre estos factores y el grado de incidencia de capitales externos a un país.[10] Con estos datos, el estudio concluyó que los mercados emergentes podrán seguir recibiendo flujos de capitales si implementan reformas que incrementen sus tasas de ahorro y de inversión, reduzcan sus déficts fiscales y promuevan sus exportaciones[11].

De todas maneras, un retroceso generalizado de flujos internacionales de capital a mercados emergentes es improbable por varias razones.[12] Primero, mientras que en la década de los 80 un 40% del endeudamiento externo fue en forma de préstamos bancarios al sector público, existe una tendencia marcada hacia el financiamiento en forma de bonos al sector privado, lo cual implica no sólo una descentralización en la demanda por recursos de inversión sino además una financiación de más largo plazo. Segundo, las inversiones de portafolio a los países en vía de desarrollo de los inversionistas institucionales siguen siendo marginales, tendiendo a ser menos del 5% de sus portafolios en renta variable y un 0.2% de sus activos totales[13]. Se estima que cada punto porcentual adicional de estos fondos que se destinara a los mercados emergentes resultaría en un flujo de capitales de

---

[9] Hernández, Leonardo y Heinz, Rudolph. "Sustainability of Private Capital Inflows: Is a Generalized Reversal Likely?" The World Bank y el Banco Central de Chile, 1995, pp. 9 - 10. En este estudio se determina que los países receptores de altos flujos de capital recibieron capitales anuales, entre 1986 y 1993, de más del 2% sobre el PIB de 1992.

[10] Ibid, p. 16.

[11] Ibid, p. 20.

[12] World Bank Debt Tables, World Bank, Washington D.C, 1994 - 1995.

[13] Gooptu, Sudarshan. "Portfolio Investment Flows to Emerging Markets." Portfolio Investment in Developing Countries. The World Bank, Washington D.C, 1993, p. 57.

US$130 mil millones.[14] Con una creciente integración entre los mercados financieros, varios analistas exponen que estos bajos porcentajes de inversión en mercados emergentes tenderán a subir (Chuhan, 1994; Gooptu, 1993). Por último, se argumenta que, con menores perspectivas de crecimiento económico en los países industrializados y menores tasas de inflación mundiales, las tasas de interés internacionales no volverán a subir a los niveles anteriores a la crisis de deuda de los años 80.[15]

Aunque una desaceleración en el crecimiento de flujos de portafolio internacionales es probable en el mediano plazo, los inversionistas en los países industrializados siguen demandando alternativas de inversión internacionales para diversificar sus portafolios.[16] Sin embargo, estos indudablemente serán más selectivos en cuanto a sus inversiones internacionales. Después de la crisis de México y con tasas internacionales más altas, los países que busquen capitales internacionales tendrán más presiones competitivas para demostrar un buen clima de inversión.

B. Principales instrumentos de inversión

Los mecanismos de inversión de portafolio internacional incluyen las inversiones de portafolio en instrumentos de deuda, las compras directas de acciones en los mercados emergentes (principalmente por concepto de privatizaciones de entidades públicas) y los recibos de depósito emitidos en los mercados internacionales. Como lo indica la figura 1, los instrumentos de renta fija han sido los más usados entre las diferentes modalidades de financiamiento internacional de portafolio. En efecto, el financiamiento externo entre 1989 y 1994 a través de bonos convertibles en acciones, bonos con "warrants", notas con tasa de interés flotante y bonos en moneda extranjera, creció catorce veces entre 1989 y 1994. Los países más activos en conseguir esta fuente de financiamiento incluyen a Argentina, Brasil, México, Venezuela, Indonesia, Malasia, Corea, Taiwan y Tailandia.[17]

---

[14] "International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues." IMF, Washington, May 8, 1995, p. 6.
[15] Hernández, Leonardo y Heinz, Rudolph, op.cit., 1995, p. 20.
[16] World Bank Policy Research Bulletin. Volume 6, Number 2, March-April 1995, p.3.
[17] Gooptu, Sudarshan, op.cit, 1993, p.50.

Los países latinoamericanos han sido especialmente exitosos en conseguir recursos a través de instrumentos de deuda. Las emisiones de bonos más significativas incluyen: Cemex, una compañía cementera mexicana, por US$150 millones en 1989 y por US$425 millones en 1991; Pemex, una compañía petrolera mexicana con participación privada y pública, por US$125 millones en 1991; el gobierno de Argentina, por US$300 millones en 1991, y los monopolios petroleros estatales de Brasil (Petrobras) y Venezuela (PDVSA).[18] Ha sido más marcada la tendencia hacia la emisión de bonos por parte de compañías del sector privado. El auge en emisiones de bonos latinoamericanos se debió a la mayor demanda extranjera por este mecanismo de financiamiento, ya que tenía una alta rentabilidad y menor riesgo comparado con los préstamos directos de los años 80. Además, muchas emisiones tenían mecanismos especiales para minimizar su riesgo, como lo eran ciertos factores de convertibilidad y las emisiones en moneda extranjera.

Otro mecanismo de financiamiento internacional que ha cobrado importancia es el de compras directas de acciones en los mercados emergentes, el cual incluye fondos país y privatizaciones. Antes de 1990, este financiamiento era canalizado casi exclusivamente a través de fondos país, los cuales en muchos casos eran la única manera aprobada para canalizar la inversión extranjera.[19] Esta modalidad de financiamiento ha sido la de mayor crecimiento entre 1990 y 1994, con aproximadamente US$35 mil millones invertidos directamente en los mercados accionarios (incluyendo privatizaciones) y representa un

---

[18] Ibid, p.51.

[19] Con acuerdo de la definición aceptada internacionalmente, los fondos país son fondos de inversión enfocados en un sólo pais y manejados por un administrador profesional, el cual diversifica su portafolio de inversiones a través de varias compañías e industrias. La ventaja de estos fondos es que los inversionistas individuales quienes invierten en los fondos país no requieren de mayor información acerca del país o países en los cuales el fondo invierte, sino que pagan un porcentaje al administrador para que invierta y diversifique sus inversiones. En Colombia, la definición de en la ley es un poco diferente en que los fondos institucionales se han clasificado en tres categorias: (1) ordinarios - dentro de los cuales estarían los fondos país, fondos mutuos y fondos de pensiones, (2) los fondos omnibus - los fondos de paraguas, los cuales se explicará más adelante, y (3) fondos constituidos para el manejo de las emisiones de ADRs y GDRs internacionalmente. Esta última categoría es una especificación colombiana porque generalmente no hay fondos conformados para sólamente comprar emisiones de ADRs y GDRs. Existe esta categoría en Colombia porque las compras de emisiones primarias de ADRs y GDRs estan hechas fuera de Colombia y por muchos fondos no registrados en el país.

tercio en el mercado mexicano (ver Gráfico 2).[20] Las privatizaciones también contribuyeron significativamente a incrementar los flujos de portafolio totales, cuando en 1993 sumaron a casi US$11 mil millones en los mercados emergentes.[21] Cabe anotar que casi un tercio del total de las privatizaciones en los mercados emergentes fueron financiadas con inversiones internacionales de portafolio.[22]

Finalmente, una gran fuente de recursos internacionales se canalizó a través de recibos de depósito, mejor conocidos internacionalmente como ADRs y GDRs.[23] Bajo la ley 144A, expedida en Estados Unidos en 1990, se relajaron las normas institucionales para inscribir acciones en el mercado estadounidense, lo cual motivó a muchas empresas a usar este mecanismo para atraer recursos internacionales. Entre los mercados emergentes, las empresas latinoamericanas son las que más han utilizado este mecanismo de financiamiento internacional de portafolio. Como se indica en los Gráficos 2 y 3, la composición de inversiones en instrumentos de capital cambió en los últimos años en favor de recibos de depósito. La literatura existente sobre el tema (Gooptu, 1993; Howell, 1993; Claessens, 1993) afirma que esta tendencia no sólo se debió a la mayor oferta de recibos de depósito por parte de los mercados emergentes, sino también a la mejor calidad de información y de integración de los mercados, la cual ha facilitado este tipo de inversión.

Cabe anotar que en el primer semestre de 1995 se vió un crecimiento en dólares del 4% en el volumen transado de ADRs comparado con el mismo período del año anterior. Durante el primer semestre de este año, se recaudaron US$3,600 millones mediante la emisión de ADRs por parte de 35 países, especialmente en Asia, los "nuevos mercados emergentes" de

---

[20] The World Bank Debt Tables, Volume 1, The World Bank, Washington D.C, 1994, p.15.
[21] Ibid, p. 14.
[22] Ibid. p.14.
[23] Los ADRs y GDRs (recibos de depósito estadounidenses y recibos de depósito globales, respectivamente) son certificados negociables internacionalmente que representan acciones de una compañía. Las acciones son custodiadas por un banco internacional, mientras que los recibos de depósito son transables en los principales mercados accionarios del mundo. Una evaluación más completa y detallada de estos instrumentos se encuentra en otro capítulo sobre oferta de la Misión de Estudios del Mercado de Capitales.

Europa del Este y el Reino Unido.[24] Este instrumento entonces sigue en auge a pesar del descenso en el resto de emisiones de capitales por parte de los mercados emergentes.

C. Tipos de inversionistas extranjeros de portafolio

Otro punto para evaluar acerca de los flujos de capital internacionales es su calificación por tipo de inversionista. Una gran fuente de recursos proviene de residentes en las economías emergentes, quienes retornan capitales fugados a sus países. Este fenómeno, causado por un descenso en las tasas de interés en los países industrializados y mejores perspectivas de crecimiento económico en los países emergentes, se ha ocasionado especialmente en los países de América Latina y Asia del Este. Kuczynski (1994) estima que los capitales fugados de residentes en mercados emergentes suman aproximadamente US$300 mil millones.[25] Estos flujos puede afectar el manejo monetario en los países donde se ocasionan, ya que su ingreso a un país actúa como una presión revaluacionista y su salida súbita tendría el efecto contrario. No obstante, cuando las condiciones económicas locales son atractivas, los flujos pueden resultar en inversiones estables de mediano y largo plazo.

Otra fuente importante de recursos es la de los inversionistas extranjeros no institucionales, quienes son personas naturales o jurídicas que manejan excesos de liquidez. Estos flujos de capitales son difíciles de medir, ya que no tienden a ser regulados por entidades gubernamentales ni de bolsa. Sin embargo, estos inversionistas tienden a estar relativamente menos informados que los inversionistas institucionales y a tener un horizonte de inversion a más corto plazo.[26]

Finalmente, los inversionistas institucionales emergen como un demandante estable de recursos. Estos inversionistas, quienes manejan fondos de personas naturales y jurídicas, comprenden en su mayoría fondos de pensiones, aseguradoras y fondos mutuos. Ya que los

---

[24] González, Michael. "Las bolsas de EEUU siguen hambrientas de ADR." El Tiempo - The Wall Street Journal Americas, Bogotá, 3 de Julio de 1995, p. 3D.

[25] Kuczynski, Pedro Pablo. "Las Políticas de los fondos de inversión den los mercados emergentes." Banca y Sociedad en la Era Postprivatizadora. 1994.

[26] Chuhan, Punam. "Are Institutional Investors an Important Source of Portfolio Investment in Emerging Markets?". The World Bank, Enero de 1994, p.8.

pasivos de estos fondos son principalmente de largo plazo, muchos inversionistas institucionales tienden a tener una composición de sus activos correspondiente.[27] Es decir, que por la naturaleza misma de sus negocios, buscan inversiones que ofrecen un potencial de valorización a largo plazo. Inclusive, en los prospectos dirigidos a sus clientes, los inversionistas institucionales declaran sus objetivos de inversión de sus fondos como de largo plazo, ya sean éstos especializados en inversiones hacia América Latina o a mercados emergentes.[28] Los inversionistas institucionales se comprometen con un mayor factor de riesgo cuando invierten en mercados emergentes y minimizan este riesgo invirtiendo a períodos largos y en países donde ven buenas perspectivas económicas hacia el futuro.

Además de tener obligaciones legales con sus clientes de proporcionar un manejo responsable de sus fondos y cumplir con sus compromisos de su prospecto, estos inversionistas son regidos por normas especiales que exigen ciertos niveles de capitalización y limitan sus niveles de inversión en activos considerados de "alto riesgo". Por ejemplo, en Estados Unidos ciertas colocaciones privadas internacionales (denominadas bajo la regla 144A) son restringidas a inversionistas institucionales que cumplen requisitos mínimos de tamaño o valor neto. Adicionalmente, la regla 17f-5 de 1940 impone un capital mínimo de US$200 millones a los agentes que custodian inversiones internacionales. Por último, en Estados Unidos existen límites a las compañías de seguros y ciertos fondos de pensiones a invertir más de cierto porcentaje en acciones internacionales y otros activos considerados "de riesgo". Estos porcentajes, que promedian alrededor de 5% o 6%, son fijados por los estados independientemente de la ley federal.[29]

---

[27] Ibid. p.9.

[28] Por ejemplo, de acuerdo a un prospecto de Merrill Lynch Asset Management que es muy típico de los propectos de este grupo de inversionistas institucionales, el fondo declara sus objetivos de inversión como los siguientes: "...encontrar la valorización del capital a largo plazo invirtiendo principalmente en títulos valores de renta fija y renta variable en América Latina... el objetivo de inversión del fondo refleja la creencia que oportunidades de inversión pueden resultar en América Latina por la evolución de una tendencia internacional al largo plazo fomentando una mayor orientación de mercado y una disminución de la intervención gubernamental en asuntos económicos."

[29] Culpeper, Roy. 'La Reanudación de las Corrientes Privadas de Capital Hacia América Latina: el Papel de los Inversionistas Norteamericanos." CEPAL, Agosto de 1994, p. 30.

Los inversionistas institucionales han emergido en los últimos años como una fuente de recursos internacionales de gran potencial de crecimiento. La tendencia histórica ha sido la "institucionalización" de la participación en los mercados emergentes accionarios. Como lo indica el Cuadro 3, los activos financieros de los inversionistas institucionales han demostrado un marcado crecimiento entre 1980 y 1990.

Es importante diferenciar en un país los flujos extranjeros de portafolio de corto y de largo plazo, ya que cada uno de ellos puede requerir un tratamiento especial. El grado de volatilidad en un mercado depende en parte de la composición de sus flujos de capitales. La regulación que implemente un país debe estar orientada a promover la inversión extranjera de mediano y largo plazo y a regular la inversión especulativa.

Sin embargo, no es fácil ni claro que se puede tipificar las características de los flujos de capital de acuerdo con su origen. Un estudio reciente de Claessens, Dooley y Warner (1993) concluye que la naturaleza de los flujos (si son de corto o de largo plazo) no necesariamente explica su comportamiento. El estudio aplica análisis de series al tiempo a los flujos de capital hacia ocho países y encuentra que el tipo de flujo de capital no determina si éste va a ser de corto o de largo plazo. En conclusión, el comportamiento de los ingresos de capital en un país depende en mayor proporción del grado de estabilidad macroeconómica y del clima de inversión que del origen de los recursos por tipo de inversionista.[30] El objetivo más deseable en un país es que los flujos de capital, sin importar su origen, se queden en el largo plazo por razones de estabilidad macroeconómica y política y por el nivel de atractivo del mercado.

III. BENEFICIOS Y RIESGOS DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DE PORTAFOLIO

A. Beneficios

[30] Claessens, Stijn, Dooley,Michael P. y Warner, Andrew. "Portfolio Capital Inflows: Hot or Cool?" Portfolio Investment in Developing Countries. World Bank Discussion Papers, The World Bank, Washington D.C, 1993, p. 26.

Desde la perspectiva de un país receptor de fondos internacionales, existen varios beneficios de la inversión extranjera de portafolio. Primero, es una fuente alternativa de recursos externos, lo cual puede conllevar a un descenso en el costo de capital a las compañías domésticas, ya que el acceso a recursos externos muy posiblemente más baratos puede incentivar la competencia entre los agentes financieros domésticos. Además, expande las fuentas y la oferta de recursos de financiamiento, reduciendo su costo. Segundo, existe mayor diversificación del riesgo de una compañía o un país entre un mayor número de inversionistas y orignes. Tercero, la presencia de agentes internacionales en un mercado relativamente cerrado, los cuales invierten en varios mercados emergentes interregionales, conlleva a una valoración más eficiente de activos en ese mercado. Varios estudios concluyen que entre más abierto esté un mercado a flujos de portafolio extranjeros, más homogéneos son los precios de sus activos comparados con los precios en otros mercados.[31] Cuarto, la inversión de portafolio por parte de fondos institucionales provee mayores incentivos a las compañías para suministrar información eficiente y transparentemente. También estimulan a las compañías enscritas en bolsa a mirar más hacia afuera para estandares internacionales de eficiencia y valorización. Por último, promueve el desarrollo general de los mercados de capitales, ayudando a establecer estándares internacionales de funcionamiento del mercado.[32]

Los fondos de inversión institucional, por sus características inherentes, especialmente pueden contribuir al desarrollo de los mercados de capitales en los países donde invierten. Sus inversiones proveen liquidez y estabilidad al mercado, ya que son demandantes estables de instrumentos de inversión con una visión al mediano y largo plazo. Además, los fondos institucionales requieren información puntual y confiable acerca de sus inversiones. Estos requisitos a su vez motivan a los mercados a mejorar la calidad de sus procesos de información y de operaciones.[33]

---

[31] Diwan, Ishac, Errunza, Vihang y Senbet, Lemma. "Country Funds for Emerging Economies". Portfolio Investment in Developing Countries. World Bank Discussion Papers, The World Bank, Washington D.C, 1993, p. 252.

[32] Ibid, p.4.

[33] Castillo, Maria Victoria. "Institutional Investors and Emerging Markets - Some General Considerations and the Chilean Experience." IOSCO, IMF, Mayo de 1993.

B. Riesgos

Cuáles son los peligros de la inversión extranjera de portafolio? El más crítico es la posibilidad de que cuantías significativas de capitales se salgan de un país súbitamente, desestabilizando la economía, y provocando una baja significativa en el mercado. Sin embargo, vale la pena resaltar que esta situación no es determinada por los flujos de portafolio en sí, sino por una reacción normal de inversionistas extranjeros como domésticos del mercado bursátil a una situación de inestabilidad macroeconómica o por desarrollos económicos internacionales, como un alza en las tasa de interés de los países industrializados. Otro posible efecto negativo del ingreso de capitales de portafolio a un país es que se incremente la volatilidad de los precios de sus activos. Este efecto se agrava en el caso de los mercados pequeños, en los cuales las transacciones de grandes volúmenes por parte de los inversionistas institucionales afectan los precios de los valores transados. A pesar de que se ha identificado este como un riesgo, hay un nuevo debate que cuestiona el supuesto.[34] Por ejemplo, en un estudio del OCDE de 1995, encuentra que la volatilidad en precios en las economias industrializadas ha bajado en los últimos años con más liberalización financiera y más libertad en los flujos de capital.[35] Se requiere más analisis de esta tema para los mercados emergentes antes de llegar a conclusiones más precisas. Tercero, existe cierto grado de transferencia de los riesgos internacionales hacia un mercado entre mayor sea el grado de apertura de ese mercado. Una crisis en un país puede conllevar a que la inversión de portafolio disminuya en otros mercados de esa región. Finalmente, grandes entradas de capitales si sea de portafolio, directo o de exportaciones pueden conllevar a presiones revaluacionistas, al crecimiento del sector de bienes no transables a costa del sector de bienes transables (denominado como "enfermedad holandesa").[36]

Un incremento en la volatilidad en un mercado de capitales causado por la inversión extranjera de portafolio es más probable cuando no hay un ambiente regulatorio apropiado.

---

[34] "The World Economy Survey," *The Economist*, Octubre 7, 1995, pp.24-25.
[35] Edy, Malcolm y Hviding, Ketil, "An Assessment of Financial Reform in OCED Countries," OECD Working Paper No. 154, 1995.
[36] Castillo, Maria Victoria, op.cit., Mayo de 1993. p.5.

El marco institucional de un mercado receptor de fondos de portafolio extranjeros debe asegurar: que no haya manipulación de precios por parte de los inversionistas en el mercado, que la información suministrada a los inversionistas extranjeros sea transparente y equitativa con respecto a los inversionistas domésticos, que exista una "barrera china" de confidencialidad entre las actividades de bolsa y las actividades de banca de inversión y que haga exigible el suministro de información de las compañías listadas en bolsa.[37]

Se anota que en muchos mercados emergentes tiende a no existir el marco institucional adecuado para asegurar transparencia. Estas deficiencias en el ámbito institucional se presentan cuando hay insuficiencia de instrumentos que se mueven a través de los mercados, falta de políticas y leyes adecuadas, un ambiente macroeconómico inestable, un bajo nivel de ahorro interno y un control gubernamental sobre los mecanismos de ahorro domésticos (como los fondos de pensiones).[38]

C. Lecciones de La Crisis de México para Colombia

Algunos observadores piensan que la crisis reciente de México debe servir como señal de alerta para los mercados emergentes, los cuales deberían limitar estrictamente sus entradas de capitales de portafolio. Sin embargo, una vez resumidos los beneficios y los riesgos de la inversión extranjera de portafolio se pueden analizar en el contexto de la crisis mexicana. Además, una comparación puntual entre la situación mexicana y la colombiana resalta las grandes diferencias macroeconómicas y de mercado entre los dos países. Aunque sean muy diferentes los dos casos, se pueden aplicar unas lecciones de la crisis de México con respecto a la inversión extranjera de portafolio en Colombia.

Qué ocasionó la crisis? El peso mexicano se devaluó en un 45% entre el 19 de diciembre de 1994 y el 12 de abril de 1995 cuando coincidieron varios factores: déficit en la cuenta corriente y en la balanza de pagos demasiado grandes para lograr estabilidad económica,

---

[37] Ibid. p.5.

[38] "The Role of Institutional Investors in Building Effective Financial Markets - Some Basic Considerations". IOSCO, IMF, Mayo de 1993.

una tendencia de revaluación en la tasa de cambio real presente desde 1988 mientras que las reservas internacionales se deterioraron en los últimos años, un alza en las tasas de interés en Estados Unidos, errores en el manejo de la devaluación y eventos desestabilizantes, como lo fue la situación política.[39]

Vale la pena resaltar que la crisis fue incitada por una salida masiva de capitales por parte de los inversionistas locales y no los extranjeros, como se estima comunmente. Precisamente, los datos de 1994 contabilizan un aumento en inversión extranjera (de la cual US$8 mil millones fue inversión extranjera directa y US$5 mil millones inversión de cartera) mientras que hubo una caída dramática en reservas de US$18.8 mil millones en el año. El déficit en la cuenta corriente sumó US$29 mil millones a finales de 1994, lo cual deja aproximadamente US$10 mil millones de reservas perdidas por salida de capitales. Paralelamente, durante Diciembre de 1994, los inversionistas extranjeros vendieron sólo US$370 millones en acciones mientras que las reservas internacionales cayeron en US$6.7 mil millones, de las cuales solamente US$1.7 mil millones corresponden al déficit en la cuenta corriente.[40] Se puede concluir entonces que el comportamiento de los inversionistas domésticos, quienes por tener un mejor acceso a la información sobre las condiciones macroeconómicas mexicanas sacaron sus capitales del país antes y a una escala mucho más significativa que los inversionistas extranjeros con portafolios principalmente en acciones, determinó los acontecimientos de la crisis mexicana.

Existen varias razones por las cuales el caso mexicano es diferente al colombiano. Primero que todo, las políticas macroeconómicas de México resultaron ser insostenibles. Entre 1990 y 1993, la política macroeconómica de México de estabilización y apertura de sus mercados, combinada con un descenso en las tasas de interés internacionales, resultó en una entrada masiva de capitales de aproximadamente $94 mil millones de dólares, de los cuales sólo el 18% fueron en forma de inversión extranjera directa como lo indica el Gráfico 4. La financiación del déficit de la cuenta corriente mexicana, la cual representó un alto 7.8% del

[39] "Mexico Market Outlook", ING/Barings Securities, mayo de 1995, p. 2.
[40] Hernández, Leonardo y Heinz, Rudolph, op. cit., 1995, p. 13.

PIB a finales de 1994, fue hecha en su mayoría por instrumentos a corto plazo[41]. Al contrario, en el caso colombiano, el 50% de los flujos de capital provenientes del extranjero entre 1990 y 1993 fueron en forma de inversión extranjera directa, la cual es casi el doble del déficit en la cuenta corriente colombiana Gráfico 5. Es decir, la financiación del déficit en la cuenta corriente en Colombia tiene una naturaleza mucho más estable que la financiación del déficit mexicano.

Segundo, la composición de los flujos internacionales de portafolio es bastante diferente en ambos países. La información disponible demuestra que la gran mayoría de los capitales extranjeros que fueron retirados durante la crisis mexicana fueron de inversionistas no institucionales, quienes tenían acceso amplio a la bolsa mexicana. En cambio, en Colombia, los flujos internacionales de portafolio corresponden casi en su totalidad a fondos institucionales, quienes tienden a tener un horizonte de inversión mucho más amplio que los inversionistas individuales (ver sección más adelante titulada "Inversión Extranjera de Portafolio en Colombia").

Tercero, es importante diferenciar los regímenes legales hacia la inversión extranjera en México y Colombia. En México, los inversionistas individuales tenían cuantiosas inversiones en papeles de deuda pública. En otras palabras, el gobierno estaba financiando gran parte de su déficit fiscal y corriente con dineros extranjeros de corto plazo. En Colombia, ningún inversionista extranjero puede comprar papeles emitidos por el Banco de la República ni bonos del gobierno con respecto a sus operaciones con fines monetarios. Esta política le da mucha estabilidad al manejo macroeconómico colombiano y resulta en un menor riesgo de una salida masiva de capitales del país.

Finalmente, se debe reconocer que en el caso de una crisis macroeconómica los riesgos son más diversificados cuando hay mayor grado de inversión extranjera.[42] Esto quiere decir que los costos de las recesiones están siendo asumidos no solamente por el país, como sucedió

---

[41] Gurría, José Angel. "Flujos de Capital: el Caso de México." CEPAL, Agosto de 1994, pp. 17-28.
[42] Feldstein, Martin. "Global Capital Flows - Too Little, Not Too Much?" The Economist, Junio 24 de 1995.

durante la crisis de deuda de los países latinoamericanos durante los años 80, sino también por agentes extranjeros. Por esta razón, una apertura razonable de un mercado de capitales puede reducir los costos en la eventualidad de una crisis en ese país.

Las lecciones más importantes de la crisis de México son los siguientes:

- es bueno diversificar las fuentes de financiación extranjera y no concentrarlas.
- una crisis de mercado no es causada por agentes externos sino, como sucedió en el caso mexicano, por el entorno macroeconómico y el comportamiento de los inversionistas domésticos, y
- por lo tanto, el buen manejo de la economía con una base fuerte de ahorro doméstico es un factor clave para la estabilidad de la inversión independiente de su orígen.

IV. INVERSIÓN EXTRANJERA DE PORTAFOLIO EN COLOMBIA

A. Desempeño

Desde que el primer fondo extranjero institucional se aprobó en Agosto de 1992, el número de fondos extranjeros de portafolio aprobados ha mantenido una tendencia creciente (ver Gráfico 6). En 1993, se aprobaron 68 fondos extranjeros de portafolio. En 1994, este número se redujo a 49, y entre Enero y Agosto de 1995 se han aprobado 47 fondos extranjeros de portafolio[43]. A finales de Agosto de 1995, existían 173 fondos de inversión aprobados pero solo 132 vigentes en Colombia con un capital autorizado de US$3,372 millones. Para mantener su vigencia, los fondos tienen un plazo máximo para empezar sus inversiones en el mercado colombiano. Por lo tanto, hay varios fondos que han perdido su vigencia como se refleja en la diferencia entre el número de los fondos aprobados y los vigentes. Como lo indica el Gráfico 7, la mayoría de estos fondos, clasificados de acuerdo con su capital autorizado, son provenientes de los EE.UU. y Gran Bretaña.

La inversión extranjera de portafolio ha demostrado un crecimiento sostenido y estable en Colombia. Tal y como presenta la información la Superintendencia de Valores (ver Gráfico

[43] La sección titulada "Marco jurídico", incluida más adelante dentro de este capítulo, describe los tipos de fondos que operan en el mercado local y evalúa sus procesos de autorización.

8), se intuye que el saldo total de inversión extranjera de portafolio llegó a US$911 millones de dólares en julio de este año. Es difícil precisar el porcentaje accionario del mercado colombiano que tengan los inversionistas extranjeros de portafolio con la información existente. La información en la Gráfico 8 se refleja el saldo de los portafolios de los fondos con los costos de adquisición de acciones. Por lo tanto, no es comparable con la capitalización bursátil que cambia todos los días con respecto a los precios del mercado. No obstante, para tener en cuenta la magnitud de inversión en las acciones colombianas, se puede estimar que la inversión extranjera es entre el 5 y el 10% y probablemente más cerca al 5%. También se puede concluir que la variación mensual del saldo total de inversión extranjera de portafolio ha sido una tendencia creciente en los últimos 3 años hasta los últimos meses de 1995 cuando el valor de sus inversiones disminuyeron, el cual fue causado en su mayoría por el descenso generalizado del mercado colombiano.

Sin embargo, es esencial destacar que la información suministrada de esta manera no discrimina entre las actividades de inversión local de los fondos de portafolio extranjeros y las emisiones internacionales de recibos de depósito por parte de compañías colombianas. Por esto, es útil separar ambas actividades para analizar un poco más a fondo las actividades del inversionista extranjero en el mercado doméstico.

Como lo demuestra la Gráfico 9, el monto de portafolio extranjero invertido en el mercado accionario doméstico fué de US$363m en julio 30 de 1995, mucho meno del monto de los recibos de depósito (ver la Gráfico 10), indicando que la actividad del inversionista extranjero de portafolio en el mercado local es poco más de un tercio del saldo total registrado como inversión extranjera de portafolio. En cuanto al comportamiento de la inversión extranjera de portafolio en el mercado local, el saldo hasta julio de 1995 muestra incrementos mensuales casi constantes. En los últimos meses de 1995, el nivel bajó principalmente por el decenso general en el mercado.

Cabe anotar que durante el primer semestre de 1995 y después de la crisis del mercado mexicano no ha habido un decrecimiento en la inversión extranjera de portafolio. Al

contrario, ha habido un repunte dinámico en los últimos meses del primer semestre en el saldo invertido en el mercado local, el cual creció 9.9% y 10.3% en mayo y junio, respectivamente. Esta tendencia se moderó en Julio de este año, cuando los portafolios invertidos localmente crecieron en un 2.5% y después empiezan a bajar. Sin embargo, vale la pena destacar que, mientras que la capitalización bursátil de la Bolsa de Bogotá decreció 15.9% en dólares entre Enero y Junio de este año, la inversión extranjera de portafolio en el mercado doméstico aumentó un 28.3% durante el mismo período. A pesar de que es muy difícil comparar las dos cifras (v.gr., el saldo de los últimos meses para la inversión extranjera y la capitalización del mercado), mirando la tendencia puede reflejar que la baja en el mercado se puede atribuir principalmente a la actividad de los inversionistas domésticos.

En parte, la estabilidad en la inversión de los fondos extranjeros de portafolio se debe a la iliquidez del mercado colombiano. Como en el mercado local es sumamente difícil comprar o vender bloques de acciones sin afectar visiblemente el precio, los fondos de inversión extranjeros prefieren mantener sus inversiones durante una baja del mercado accionario en vez de vender sus posiciones y comprarlas nuevamente con un repunte bursátil. Además, los fondos institucionales afirman que su política general es de mediano a largo plazo sin importar los movimientos cíclicos de corto plazo del mercado.[44]

El otro componente de la inversión extranjera de portafolio es el de los recibos de depósito, conocidos también como ADRs y GDRs, instrumentos que representan acciones que son vendidas internacionalmente. Como lo indica el Gráfico 10, los fondos invertidos en recibos de depósito han tenido un crecimiento mucho más dinámico que las inversiones en acciones en el mercado local de los fondos institucionales. Los inversionistas extranjeros claramente prefieren comprar estos instrumentos por su mayor liquidez y por su facilidad de compra comparados con las acciones en el mercado local, ya que no necesitan un proceso especial de aprobación para invertir en ADRs ni GDRs en el exterior (ver aparte "Proceso de autorización de los fondos" más adelante en esta sección).

[44] Encuesta de Fedesarrollo dirigida a fondos de inversión de portafolio extranjeros, octubre de 1995.

Esta información registra solamente la emisión primaria de estas acciones en el exterior, midiendo los flujos que se atribuyen a las compañías emisoras. Sin embargo, no mide las transacciones secundarias de mercado de estas acciones. También se anota que existe cierto rezago entre las fechas de emisión de los recibos de depósito y su registro como inversión extranjera de portafolio. Esto se debe a que la registración del monto vendido con el Banco de la República no es inmediato sino que tiene cierta demora. Por último, esta información se registra usando la tasa de cambio del último día de cada mes, lo cual es susceptible a fluctuaciones cambiarias.[45]

Para las compañías colombianas, el financiamiento a través de ADRs ha sido ventajoso por tres razones principales: primero, ha sido más económico que un crédito dadas las condiciones recientes. El costo de una emisión de acciones preferenciales es aproximadamente equivalente a un costo de transacción inicial más los dividendos futuros a los accionistas, lo cual ha oscilado entre un 5 y un 7% del valor de la emisión.[46] Por otro lado, el costo de capital a través de un crédito bancario colombiano ha estado entre un 10% y un 15% en términos reales en el último año. La diferencia entre las alternativas es significativa. Segundo, muchas compañías aprovecharon una emisión de acciones preferenciales en forma de recibos de depósito lo cual implica ninguna pérdida de control accionario ya que las acciones preferenciales en Colombia no tienen derecho a voto. Por último, abre las puertas internacionales hacia emisiones futuras de acciones o deuda.

Varias compañías colombianas han utilizado este instrumento para acceder a capital de inversión, como se puede ver en el Cuadro 4. Otro punto que se debe resaltar acerca de los recibos de depósito en el caso colombiano es que las emisiones han sido compradas en su mayoría por inversionistas extranjeros. Por un lado, los emisores colombianos han tenido interés en establecer un "track record" en el mercado internacional para las necesidades de

[45] Reunión con gerente de División de Cambios Internacionales del Banco de la República, 17 de Agosto de 1995.
[46] Baring Securities, 19 de septiembre de 1995.

financiación hacia el futuro si sea por acciones o deuda. Por otro lado, esto se debe a que los emisores querían orientar las emisiones de acciones preferenciales hacia al mercado internacional, una plaza más eficiente y mejor preparada en hacer una valorización adecuada de la emisión que el mercado local y donde se encuentren inversionistas quienes tienden a tener un horizonte de más largo plazo que los inversionistas locales. Es importante anotar que los "underwriters" en el exterior quienes asesoran al emisor local tienen una estrategía y capacidad de "underwriting" muy distinto al lo de los comisionistas de bolsa colombianos. Es decir que los bancos extranjeros que asesoran a los emisores cuidan mucho la calidad del inversionista que compra en las emisiones y su estrategia de mercadeo de la emisión lo refleja. El "underwriter" internacional tiene un compromiso de estabilizar la emisión después de colocarla y servir como el "market maker" principal de esta acción hacia el futuro. Los comisionistas de bolsa colombianos quienes colocan las emisiones en el mercado colombiano no tiene el musculo de capital para hacer el "market making" en el mercado local después de la emisión y como no tienen este mismo compromiso de seguir apoyando la acción en el mercado como los "underwriters" en el exterior, no cuidan mucho la calidad del inversionista en terminos del horizonte de inversión. La prueba de esto es lo que hemos observado en las emisiones que aparecen en el Cuadro 4: muchos de los inversionistas locales salieron a vender la acción bastante pronto después de comprarla en el mercado primario mientras que inicialmente, no hubo mucho liquidez en el exterior. Además, el mercado doméstico no ha podido absorber montos tan altos, ya sea por falta de desarrollo en el mercado doméstico o falta de conocimiento acerca de los recibos de depósito o por falta de confianza en la emisión sin la participación significativa de los inversionistas en el exterior. El éxito de estas emisiones se debe a una alta demanda extranjera. Es importante reconocer que hay un simbiosis importante entre el mercado local y el mercado internacional. En el caso de las emisiones de recibos de depósito, el proceso de "due diligence" en la preparación de las emisiónes como el seguimiento del banco de inversión que toma la responsabilidad de estabilizar las transacciones en la primera etapa despues de la emisión y que hace el seguimiento de la acción a través del "market making" ha generado mucha confianza en las transacciones para los inversionistas domésticos en el mercado colombiano.

Este año ha sido más complicado para las emisiones latinoamericanas de ADRs. Precisamente, la primera emisión de estos instrumentos en América Latina después de la crisis de México fue la del Banco Industrial Colombiano (BIC) a finales de julio de 1995 que salió también con un "full registration" en el NYSE. De acuerdo con varios participantes en el mercado, hubo relativamente menor demanda por parte de los fondos institucionales extranjeros dada la situación de los mercados internacionales después de la crisis de México y tasas de interés internacionales relativamente más altas. Sin embargo, la colocación del BIC fue exitosa, lográndose colocar el 73% en manos de inversionistas extranjeros y la balance en el mercado local. La razon por lo cual es que el mercado de emisiones a través de la Regla 144a del SEC de los EEUU esta llegando a un punto de saturación para los inversionistas institucionales y por eso, será útil que los emisores colombianos buscan una alternativa como hacer un "full registration" en la Bolsa de Nueva York.

B. Marco jurídico

Desde la aprobación en Colombia de la Ley 9 de 1990, la cual permitió la inversión extranjera, el gobierno ha ido ajustando sus estructuras institucionales y regulatorias para acomodar los flujos externos de capital. El marco jurídico actual para la inversión extranjera en Colombia está comprendido en el Estatuto de Inversiones Internacionales[47], el cual define y abarca la inversión extranjera directa, indirecta y de portafolio.[48]

El Estatuto de Inversiones Internacionales declara que se basa en dos principios: el de igualdad en el trato entre inversionistas nacionales y extranjeros, lo cual en la práctica resulta no ser enteramente cierto, como veremos más adelante, y el de libertad de inversión

---

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

[48] La inversión directa es definida como "los aportes provenientes del exterior de propiedad de personas naturales o jurídicas extranjeras al capital de una empresa...también...la adquisición con ánimo de permanencia de participaciones, acciones o cuotas en el mercado de valores", mientras que la inversión extranjera indirecta es considerada como "todos los actos o contratos por medio de los cuales el inversionista realiza un aporte tangible o intangible a una empresa sin llegar a tener participación accionaria en todo o en parte de ella". Por otro lado, la inversión extranjera de portafolio cubre "acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones y otros valores negociables en Bolsas de Valores".

extranjera en cualquier sector económico, con excepción de ciertas areas prohibidas específicamente por el gobierno. Las restricciones de inversión aplican a las industrias de defensa nacional y seguridad y a la de materiales radioactivos no producidos en Colombia. Más recientemente, para controlar flujos extranjeros posiblemente ilegítimos y/o especulativos, se restringió bajo los Decretos 2012 y 2764 de 1994 la inversión extranjera en el sector inmobiliario (excluyendo compañías constructoras) y en titularizaciones inmobiliarias. Además se requiere aprobación previa del Departamento Nacional de Planeación para invertir en los siguientes sectores: servicios públicos, procesamiento de desechos, sectores en los cuales haya tratados internacionales de protección a la inversión extranjera ratificados en Colombia y, en el sector financiero, más del 10% del capital accionario de cualquier institución. Por último, se requiere permiso del Ministerio de Minas y Energía para la inversión extranjera en la explotación de recursos naturales.

Las instituciones encargadas de velar por la inversión extranjera de portafolio son el Departamento Nacional de Planeación (DNP), el Banco de la República y la Superintendencia de Valores. El rol del DNP es estrictamente normativo; este organismo es el responsable, por medio de documentos CONPES, de establecer la política del gobierno con respecto a la inversión extranjera de portafolio. Vale destacar que la orientación del DNP es macroeconómica, lo cual puede afectar la actitud de esta entidad hacia la inversión extranjera de portafolio dependiendo de situaciones cíclicas monetarias y cambiarias. El Banco de la República, por otro lado, tiene una función única de registro de las divisas de inversión y de los cambios de moneda. Por último, la Superintendencia de Valores es el organismo regulador de los fondos de inversión extranjera de portafolio, siendo responsable por su aprobación y monitoreo.

C. Tipos de inversionistas

La Resolución 51 del DNP dicta que todas las inversiones extranjeras de portafolio deben ser constituidas dentro del marco de un fondo de capital.[49] La Resolución define dos clases de fondos de inversión de portafolio: los fondos institucionales y los fondos individuales. Los fondos institucionales son definidos como "una pluralidad de personas o entidades extranjeras o una sola persona o entidad extranjera, con recursos o públicos o privados o los que son conformados como cuentas colectivas sin participación sobre su patrimonio u organizaciones equivalentes de inversionistas institucionales administrados por intermediarios internacionales."[50] Sobra decir que esta definición es bastante amplia. No obstante, en Colombia los fondos institucionales incluyen principalmente a fondos de pensiones, fondos mutuos de inversión, fondos país y fondos de cobertura de riesgo.

Bajo la Resolución 53 del DNP, se autorizó además una nueva modalidad de fondo institucional denominada Fondo Omnibus, el cual es un fondo dentro del cual se pueden abrir varias subcuentas de inversión. Este mecanismo resulta más ágil que aprobar un fondo para cada inversionista institucional, ya que se requiere de solamente un proceso de aprobación para la totalidad de las subcuentas en el fondo. El administrador del Fondo Omnibus tiene la obligación de asegurar a la Superintendencia de Valores que cada subcuenta cumple con el perfil de un fondo institucional extranjero. Adicionalmente, el Fondo Omnibus fue desarrollado para tener un mayor grado de confidencialidad acerca de los fondos institucionales que conforman cada una de las subcuentas, ya que cada transacción se registra bajo el nombre del fondo omnibus y no de la subcuenta. 45 de los 149 fondos vigentes al final del noviembre de 1995 son fondos omnibus, los cuales contienen en conjunto aproximadamente 190 subcuentas.

Los fondos individuales, por otro lado, son definidos como cualquier fondo o entidad que no se pueda clasificar como fondo institucional. Al final de agosto 1995, operan 16 fondos individuales en Colombia, conformados en su mayoría por personas naturales o jurídicas

[49] Un fondo de capital es definido en la Resolución 51 como "activos organizados bajo cualquier modalidad, en Colombia o en el extranjero, con recursos contribuidos por una o más entidades, individuos o personas jurídicas extranjeras con el propósito de invertir en el mercado público de valores."
[50] Artículo 40, Estatuto de Inversiones Internacionales.

que manejan sus propios portafolios o compañías del sector real que invierten para controlar excesos de liquidez.[51] Los fondos individuales no han sido mayores inversionistas en el mercado accionario colombiano, ya que hasta agosto de 1995 sus inversiones representan el 6% del total de la inversión extranjera de portafolio,[52] La Superintendencia de Valores legisló recientemente que los fondos individuales deben reportar sus actividades al igual que los fondos institucionales. Sin embargo, para este estudio, no existía información disponible para los fondos individuales.[53]

Las siguientes gráficas (11 y 12) comparan el flujo mensual entre los fondos institucionales y los individuales, medido como los egresos menos los ingresos mensuales registrados en el Banco de la República. Las inversiones mensuales se mueven en dos rangos sumamente diferentes (como vemos en la figura, el flujo mensual de la inversión de los fondos individuales en el mercado colombiano llega a un tope de US$31 millones mientras que los fondos institucionales han invertido hasta US$212 millones mensuales). Sin embargo, sus comportamientos han demostrado unas tendencias bastante similares.

D. Proceso de autorización de los fondos

Mientras que los fondos institucionales requieren de aprobación de la Superintendencia de Valores para operar en Colombia, los fondos individuales son exentos de este requisito. Los fondos individuales deben solamente registrar sus transacciones en el Banco de la República, como es requerido de toda inversión extranjera.[54]

Existen dos modalidades de aprobación de un fondo institucional: la ordinaria y la automática. La aprobación ordinaria no requiere de una documentación específica, sino que la solicitud es evaluada con base en dos características del fondo: idoneidad y trayectoria. El término de idoneidad se refiere a que la solicitud sea por parte de un ente relacionado con el sector (que sea un agente del sector financiero que maneje inversiones de terceros),

---

[51] Reunión con la Superintendencia de Valores, 11 de julio de 1995.
[52] División de Cambios Internacionales, Banco de la República, Agosto 1994 a junio de 1995.
[53] Reunión con la Superintendencia de Valores, 11 de julio de 1995.
[54] Artículo 15 - Subrogado art.1 Res. 57 de 1992 CONPES, art. 1 Decreto 1812 de 1994 y art. 4 Decreto 2012 de 1994, Estatuto de Inversiones Internacionales..

mientras que la trayectoria de un fondo se mide a través de experiencia en actividades de inversión. Actualmente, y de acuerdo a la Superintendencia de Valores, la aprobación de un fondo dura en promedio 28 días calendario.[55] Parece en el último año con la excepción de unas demoras en los meses de mayo y junio, la Superintendencia de Valores se ha cumplido con esta meta si toda la documentación este presentado. Sin embargo, de acuerdo a la encuesta de Fedesarrollo dirigida a los fondos de inversión de portafolio extranjeros tomada en septiembre y octubre de 1995[56], su experiencia en el transcurso de los últimos tres años refleja que entre la preparación, autenticación y presentación y aprobación de los documentos, el proceso duró sin excepción entre tres meses y dos años. El problema de demoras parece estar en el volumen, specificidad, y autenticación requerido por la ley colombiana y no especialmente con el procedimiento de información por la Superintendencia.

Ha sido bastante difícil verificar la fuente principal de las demoras si son con los mismos administradores de fondos (porque no entienden bien los requisitos de la ley colombiano para la aprobación de un fondo) o con los asesores locales o si el problema es a raiz de ineficiencia o inflexibilidad de la misma Superintendencia de Valores. En el transcurso de los últimos tres años, si parece que la Superintendencia de Valores ha mejorado bastante su manejo de las aprobaciones de fondos (ya que esta más familiarizados con toda la papelea de estos fondos). Sin embargo, la perspectiva de los fondos extranjeros es que el proceso es muy dispendioso. Por lo tanto, se puede concluir que por lo menos, los requisitos de la ley estan pocos entendidos y inclusive, excesivos y deben ser revisados y reducidos (v.gr., simplificados substancialmente) para fomentar más agilidad en el proceso en todos lados.

Para agilizar el trámite de autorización de los fondos institucionales, el CONPES aprobó la Resolución 53, la cual define la denominada "autorización automática". Si no se aprueba la autorización automática, la solicitud pasa a ser considerada bajo la autorización ordinaria. Los requisitos para solicitar la autorización automática son los siguientes:

---

[55] Reunión con la Superintendencia de Valores, 11 de julio de 1995.

[56] Los resultados completos de esta encuesta se explican en detalle en la cuarta sección de este capítulo.

- un documento que demuestre que la actividad del administrador internacional está sometida a la vigilancia de una autoridad gubernamental que regula y supervisa el mercado de valores,
- un documento que pruebe la trayectoria del fondo a través de una de las siguientes ratificaciones: que tiene su acción inscrita en una de las principales bolsas de valores del mundo, tiene inversiones efectivas al menos en montos iguales a las que proyecte realizar en Colombia, en tres o más mercados emergentes, o tiene un capital suscrito superior a cincuenta millones de dólares de los Estados Unidos, y
- una manifestación que la integración del fondo resultará en órdenes de compra de inversionistas institucionales cuya actividad de inversión en el mercado esté vigilada por la autoridad gubernamental competente del país de origen.

A la fecha de agosto de 1995, el número de fondos vigentes aprobados bajo el mecanismo de autorización automática es 7.[57] En varios casos, la Superintendencia de Valores exigió información adicional que impidió el proceso de autorización automática por falta de información adecuada. Específicamente en el caso de fondos provenientes del Reino Unido, los segundos inversionistas extranjeros de portafolio más grandes para Colombia después de los de Estados Unidos, este modo de aprobación les resulta imposible ya que la bolsa de valores en este país es auto-regulada y no es supervisada por ninguna autoridad gubernamental, lo cual viola la condición impuesta número uno.

E. Marco operativo

Como se estipula en la Resolución 51 del CONPES, todo fondo de inversión extranjera de portafolio debe tener un administrador local. Este administrador sirve como el Representante Legal del fondo y debe velar por todas sus acciones. Sus obligaciones incluyen: el registro con el Banco de la República de cada transacción, con plazo de treinta días desde que las divisas hayan sido vendidas en el mercado cambiario, el reporte de toda la información

[57] Superintendencia de Valores, diciembre 20, 1995.

pertinente a la Superintendencia de Valores, incluyendo los estados financieros y balances de los fondos, el monitoreo de que los fondos actúen de acuerdo con la legislación doméstica y el pago de impuestos.[58] Cualquier violación de estas normas resulta en que el administrador local sea penalizado directamente, ya que este actúa como el Representante Legal de los fondos.

Sin embargo, la práctica internacional para inversionistas institucionales es utilizar un custodio internacional para todos los mercados donde tiene inversiones, el cual maneja los asuntos legales y de transacciones de acciones y renta fija de los fondos en los mercados internacionales. Por esta razón, es relativamente más complicado y costoso el proceso de tener un administrador local en Colombia dado que cada transacción se debe reportar por el administrador local y el banco custodio internacional. Por lo tanto, se requiere un nivel adicional de administración para operar en Colombia que en muchos otros mercados emergentes.

Como lo indica el Gráfico 13, el proceso de compra y venta de acciones involucra varios pasos, los cuales se encuentran numerados en el gráfico en orden de su cumplimiento. Cualquier falla en uno o varios de estos procesos de comunicación entre los agentes involucrados resulta en una transacción imperfecta. Suele suceder que no se cumplen ciertas etapas en la operación, como por ejemplo que el fondo extranjero no llame al administrador local a comunicarle su orden al mismo tiempo que se comunicarle a su comisionista, o que no mande instrucciones de pago al administrador local cabalmente o que el administrador local falle en mandar la confirmación de la órden al comisionista local o que hay una demora de las instrucciones del banco custodio global al administrador local. En resumen, se puede decir que los problemas operativos surgen por la naturaleza compleja del proceso de compra y venta de acciones y de tener tantos agentes involucrados en un proceso normalmente se requiere menos.

[58] Reunión con representantes de Cititrust, 4 de agosto de 1995.

Un cambio positivo reciente que habilitó el proceso operacional del mercado fue la Resolución 349 de 1995, la cual amplía el tiempo de pago de T+2 (2 días hábiles después de la compra y venta de los títulos) a T+3, lo cual ha reducido significativamente los problemas de cumplimiento de la transacción.[59] Es importante anotar que cuando se publicó esta resolución ampliando el periodo de pago a T+3 no hubo un proceso formal de comunicación de este cambio. En la práctica, de un día para otro se comenzaron a hacer las transacciones en el mercado, lo cual indica la debilidad en los procesos de divulgación de información y preparación anticipada de un cambio por parte de las autoridades en el mercado bursátil.[60]

F. Limitaciones y requisitos de inversión

Para la inversión extranjera de portafolio, la Resolución 51 permite la inversión en los siguientes instrumentos: acciones ordinarias y preferenciales, bonos convertibles en acciones y papeles de deuda emitidos por compañías del sector real. Sin embargo, ningún fondo extranjero puede invertir en papeles del Banco de la República o del gobierno con fines de control monetario. Es decir, la inversión extranjera de portafolio no se utiliza como mecanismo del manejo monetario ni para financiar las necesidades financieras del gobierno. Este último punto se distinguir el esquema colombiano de lo mexicano.

Además existen varias limitaciones a la inversión extranjera de portafolio. La primera es que los fondos institucionales y los fondos ómnibus no pueden poseer más del 10% y del 40%, respectivamente, de las acciones de una compañía. En el caso del los fondos omnibus, cada subcuenta esta restringido al mismo límite del 10% que un fondo institucional. Para fondos extranjeros institucionales, es permitido invertir hasta un 20% de su capital registrado en instrumentos de deuda del gobierno colombiano y entidades públicas.

Por último, en renta fija, existen las siguientes barreras: en el caso de los fondos individuales se limita a inversiones de más de un año y en el caso de los fondos

---

[59] Ibid.
[60] Ibid.

institucionales se permite la inversión con un límite del 20% del portafolio invertido en instrumentos garantizados por instituciones financieras. Sin embargo, existe una traba implícita tributaria, ya que se exige, al igual que a los inversionistas locales, el pago del impuesto de renta que a partir del año 1996 con la reciente reforma tributaria (Artículo 203) es 35%.

A pesar de unos ajustes en la Reforma Tributaria de diciembre de 1995, la inversión en renta fija para los fondos extranjeros sigue siendo no tan atractiva. Ya que los inversionistas extranjeros no pueden deducir de sus impuestos todos sus costos locales, como es el caso para los inversionistas nacionales, la inversión en renta fija no sea atractiva. Los costos locales de los inversionistas extranjeros incluyen:

- costos directos e indirectos para el administrador del fondo
- asesoríá legal y fiscal
- asesoría de investigación del mercado y
- costos para su custodio internacional relacionado con servicios para tranacciones en Colombia
- más el costo de inflación

La Reforma Tributaria de 1995 le permite deducir unos de los costos pero no todos. Por ejemplo, a partir de 1996, un fondo puede deducir de sus impuestos: sus costos directos e indirectos para el administrador del fondo, las pérdidas de los ejercicios anteriores y la devaluación que sufrió su inversión. Lo que no cambió fue la inversión frente la inflación en vez de devaluación que ha sido muy distinto en años recientes y todos los costos demás mencionados arriba. Estos costos sumado a los impuestos, conlleva a que la inversión en instrumentos de renta fija no sea tan atractiva. Esta situación implica una desigualdad en el trato a los inversionistas extranjeros, lo cual no es consistente con el principio de igualdad en el trato expuesto en la Resolución 51.[61]

[61] Reunión con representantes de Gómez Pinzón y Asociados, 16 de Agosto de 1995.

La limitación implícita a los instrumentos de renta fija cobra mayor importancia considerando que una parte significativa de las obras de infraestructura proyectadas por el gobierno se financiarían a través de emisiones internacionales de deuda. El artículo 203 está considerando algunos mecanismos para hacer este tipo de inversión más atractivo para los inversionistas extranjeros. Una opción para aminorar la carga impositiva es el descuento de la inflación de los rendimientos financieros. Por último, se propone descontar todos los gastos de operación adicionales (del custodio, asesoria legal y del mercado, y del IVA) a los fondos de sus rendimientos financieros.[62]

Como entidad reguladora, la Superintendencia de Valores es la entidad responsable de recolectar, procesar y transmitir información de los fondos de inversión extranjeros. Através de su administrador, los fondos institucionales y omnibus autorizados deben reportar sus movimientos mensualmente y enviar reportes trimestrales de sus estados financieros. Recientemente se legisló que la Supervalores también tiene la facultad de pedir reportes a los fondos individuales. Sin embargo, en la práctica esta clase de información no ha sido disponible para este informe.[63]

V. ENCUESTA : LA COMPETITIVIDAD DEL MERCADO COLOMBIANO

La encuesta dirigida a los inversionistas extranjeros institucionales, anexada al final de este capítulo (ver Anexo 1), busca medir dos aspectos en cuanto a la inversión extranjera de portafolio en Colombia. Primero, se trata de proveer un perfil general de los inversionistas extranjeros que invierten en Colombia en cuanto a varios factores, los cuales incluyen sus actitudes hacia el riesgo, plazos de inversión y preferencias en cuanto a instrumentos y mecanismos de inversión en mercados emergentes. Segundo, se busca determinar las barreras del mercado colombiano a la inversión extranjera de portafolio y evaluar el nivel de competitividad del mercado colombiano con respecto a otros mercados emergentes desde el punto de vista de los inversionistas extranjeros.

---

[62] Ibid.
[63] Reunión con Superintendencia de Valores, 11 de Julio de 1995.

Los comentarios que siguen son resultados de la encuesta conducida entre julio y octubre de 1995 y no necesariamente reflejan las opiniones de los autores. La encuesta fue dirigido a administradores de fondos de pensiones, mutuos, y "pais" en el exterior con un énfasis en los fondos que han participado en el mercado busátil colombiano y/o en invertir en títulos colombianos emitidos en el exterior (especificamente los ADRs y GDRs). Los que contestaron la encuesta directamente representan 38 fondos y indirectamente a través de una entrevista personal representan 10 fondos. El propósito de la encuesta es generar información y comentarios cualitativo (más que cuantitativo) de la experiencia de los fondos con respecto a inversiones colombianas y del imágen que tiene Colombia en el exterior dentro de inversionistas institucionales extranjeros. Por lo tanto, intentamos a recoger información de administradores de fondos con bastante conocimiento del mercado colombiano. Como porcentage de los 132 fondos vigentes en Colombia al final del agosto (cuando se hizo la encuesta), la muestra representa un **29%.** Adicionalmente hay unos pocos administradores de fondos extranjeros incluidos en la muestra con buen conconocimiento del mercado colombiano pero quienes no han participado en invertir en títulos colombianos.

En la primera sección de la encuesta se determinan ciertos rasgos de los fondos institucionales invertidos en Colombia. Estos administradores de fondos manejan desde US$100 millones hasta US$10 mil millones en activos a través de todos los mercados emergentes: De sus fondos especializados en la región de América Latina, un 4% está invertido en acciones colombianas (ver Figura 18). En general, los fondos tienen un horizonte de inversión de mediano a largo plazo. Dados a escoger entre niveles de riesgo aceptables para la inversión bajos, medianos y altos, los encuestados en su mayoría optaron por los riesgos medianos (entre 1 a 3 años). La mayoría tiene sus inversiones enfocadas en instrumentos de renta variable, incluyendo acciones ordinarias de los mercados emergentes, recibos de depósito y acciones preferenciales. Algunos fondos también poseen bonos convertibles y bonos públicos de los mercados en donde invierten. Sin embargo, ningún fondo posee derivados en otros mercados emergentes.

Cuando se les preguntó las razones por las cuales invertían en mercados emergentes, la respuesta invariablemente fue conseguir un mayor retorno, mientras que algunos fondos añadieron mayor diversificación de sus portafolios. Para acceder un mayor retorno, los fondos reconocen que los riesgos a la inversión en mercados emergentes son precisamente la falta de liquidez, niveles deficientes de información, inestabilidad política y/o económica y falta de transparencia en los mercados.

También se les pidió a los fondos que enumeraran siete características deseables en un mercado de acuerdo a su órden de importancia (el 1 significa la característica más deseable mientras que el 7 se asignaba al rasgo de menor importancia relativa). Los promedios de estas enumeraciones se encuentran en la siguiente tabla (Figura 19). Es interesante anotar que el rasgo más importante en un mercado de valores es el marco regulatorio, el cual puede ser considerado como exógeno al mercado (a pesar de que se afecta la estructura del mercado) y por consiguiente sería relativamente más fácil modificar que factores estructurales inherentes en el mercado, como lo son el nivel de liquidez y la capitalización bursátil.

En cuanto a su estrategia futura de inversión, la mayoría de estos fondos planean incrementar sus inversiones en los mercados emergentes. Cuando se les preguntó si su estrategia de inversión hacia los mercados emergentes había cambiado significativamente luego de la crisis mexicana, hubo dos tipos de respuestas principales. El 49% respondió que la crisis mexicana no afectaba su estrategia futura de inversión, mientras que el otro 51% respondió que se habían vuelto más selectivos a la hora de escoger nuevas inversiones.

Luego la encuesta pasó a describir la experiencia de los fondos institucionales extranjeros en Colombia. Los fondos extranjeros consideran que los factores que los indujeron a invertir en Colombia fueron su manejo económico estable y la buena calidad de la dirección de sus compañías. Sin embargo, la mayor desventaja del mercado colombiano es su iliquidez. En general, otras desventajas relativas del mercado colombiano son el alto nivel de concentración de la propiedad accionaria y la falta de información investigativa

disponible a niveles macro y micro. Cabe resaltar que el rendimiento del mercado colombiano comparado con el de otros mercados emergentes para los inversionistas extranjeros ha sido relativamente menor.

A nivel del funcionamiento del mercado, el mayor problema sin excepción para los fondos institucionales es el proceso de autorización colombiano para un fondo. Los fondos reportan que el proceso de aprobación dura en promedio 11 meses. Este periodo promedio de 11 meses incluye el tiempo necesario para que:

> (1) los administradores identifica los documentos necesarios que corresponde a los requisitos de una solicitud frente la Superintendencia de Valores,
> (2) los administradores de fondos consiguen la consularizión del consul colombiano más cerca de su domínio. Nos han informados que muchas veces los consulados devuelvan los documentos mal consulados,
> (3) los asesores colombianos preparan la solicitud del fondo como averiguar que estan todos los doumentos requeridos, hacer la traducción oficial y notarización local de los documentos y sumistrarla ante la Superintendencia,
> (4) la Superintendencia procesa la información con acuerdo de lo que exige la ley, hace una determinación si la solicitud cumplió con las normas colombianas para aprobar el fondo; si no, exigir información adicional faltante.
> (5) si falta información, los administradores de fondos preparan la nueva información, consularizan los documentos y empieza el proceso con los asesores legales y la Superinetendencia de Valores de nuevo.

Los fondos consideran que los requisitos exigidos por ley colombiana de traducción, consularización y notarización son innecesarios, ya que estos no se exigen en otros mercados latinoamericano. Además, el proceso de aprobación colombiano es relativamente más costoso, ya que involucra más ayuda por parte de los abogados locales que asesoran a los fondos dada la complejidad del proceso.

Por otra parte, no se considera que hay graves problemas en el proceso de transacciones y compraventa de acciones. El 12.5% de los encuestados afirmó que sí había tenido problemas significativos de pago de acciones, mientras que el restante afirmó lo contrario comparado a otros mercados emergentes. En cuanto al nivel de transparencia en las transacciones de mercado, el 44% afirmó que el mercado colombiano era igual de

transparente a los demás mercados emergentes, mientras que el otro 56% consideró que era menos transparente. Una crítica hecha por la totalidad de los encuestados es que el servicio de los comisionistas locales es deficiente: que "ellos ni llaman a los fondos ni suplen sus necesidades de análisis e investigación de mercado ni de compañías"[64].

Luego se analizó la calidad de información del mercado colombiano a nivel macroeconómico, político, de mercado y de compañías. Se pidió que para cada una de las categorías expuestas en la siguiente tabla (Figura 20) se calificara con un 1 si el nivel es por encima del promedio, un 2 si es promedio o un 3 si es por debajo del promedio, comparando el nivel tanto con el de otros mercados latinoamericanos como con el nivel de todos los demás mercados emergentes. En los niveles de información macroeconómica y política, la calidad de información del mercado colombiano tiende a considerarse como promedio, tanto comparada con otros mercados en América Latina como al lado de otros mercados emergentes. En cuanto al nivel de información diaria del mercado y de compañías listadas en bolsa, se consideró que la calidad de información dada a los inversionistas es debajo del promedio comparada con la información disponible en otros mercados latinoamericanos y entre el grupo de los mercados emergentes. Es claro entonces que las debilidades más marcadas en cuanto a información en Colombia son mayores en cuanto a la información diária del mercado y a proveer análisis de compañías inscritas en bolsa.

Problemas adicionales que citaron los fondos acerca del nivel de calidad de información dada a los inversionistas es que hay en general un nivel insuficiente de información, un uso frecuente de información privilegiada y falta de transparencia en el reporte de pérdidas y ganancias de las compañías. Varios fondos encontraron fallas en el método de contabilidad de consolidación introducido para el final del año de 1994, aunque consideran que es un paso en la dirección adecuada.

Un tema de estudio de la Misión de Estudios de Mercado de Capitales es medir la posible demanda extranjera por instrumentos de inversión de los proyectos de infraestructura

[64] Encuesta de Fedesarrollo dirigida a fondos de inversión de portafolio extranjeros, Octubre de 1995.

planteados por este gobierno. Hubo entonces varias preguntas incluídas relacionadas con el sector de la infraestructura, de las cuales se resumen las siguientes respuestas. La mayoría de los inversionistas institucionales afirman que sí estarían interesados en títulos relacionados con estos proyectos. Sin embargo, infaliblemente prefirieron instrumentos de capital sobre instrumentos de deuda. A nivel del régimen tributario que debe ser aplicado a estas inversiones, se recomendó que estos títulos tuvieran el mismo tratamiento que los instrumentos de renta variable en Colombia (sin impuestos). Sin embargo, como esta encuesta fue dirigido a adminsitradores de fondos que han invertido en títulos en colombianos y la atractivo de este mercado para extranjeros es la renta variable, la mayoria de los fondos que participaron en la encuesta estan enfocado en inversiones en acciones y generalmente, no buscan instrumentos de renta fija. Por lo tanto no damos mucho peso a esta sección que tiene que ver con proyectos de infrastructura y instrumentos de deuda porque consideramos que hay otro segmento de inversionistas extranjeros más enfocados en instrumentos de deuda pero no estan incluidos en esta muestra.

En términos de qué proyectos serían atractivos para los fondos que participaron en la encuesta, los cuales incluyeron plantas de generación eléctrica, proyectos de distribución de energía, telecomunicaciones y proyectos de gas natural entre otros, no hubo consenso general. Un comentario que surgió a través de las entrevistas personales a los fondos es que ellos prefieren invertir en títulos de compañías asociadas al proyecto (como por ejemplo, proveedores y/o distribuidores) y no en el proyecto directamente, ya que el proyecto en sí, con todos sus inherentes riesgos, no es considerado como tan atractivo para este grupo de inversionistas institucionales. Lo que si es bastante atractivo a este grupo de inversionistas son las privatizaciones de entidades públicas.

Finalmente, se pidió un diagnóstico general de la competitividad del mercado colombiano. Comparado con los mercados latinoamericanos, el mercado colombiano fue calificado entre los tres menos atractivos y clasificó como uno de los cinco menos atractivos mercados

emergentes a nivel global. Algunos comentarios acerca del bajo nivel de atractivo que tiene el mercado colombiano son los siguientes[65]:

- "con las trabas en el proceso de autorización y la actual coyuntura política, el mercado colombiano, con su bajo nivel de liquidez y su pequeño tamaño, no amerita las dificultades asociadas con invertir en títulos colombianos";
- "es un mercado interesante con bases económicas sólidas; sin embargo, el problema es uno de actitud cerrada por parte de los agentes domésticos hacia los fondos de inversión extranjera";
- "a largo plazo, las perspectivas de los países latinoamericanos son menos alentadoras que las de los países asiáticos, ya que éstos han tenido un nivel de desarrollo más equitativo, con más inversión en educación y desarrollo social";
- "los problemas políticos recientes en Colombia actúan como un desestímulo a la inversión";
- "la imágen del narcotráfico asociado con la economía y la política colombiano es muy fuerte y difícil de ignorar cuando se está tratando de vender acciones colombianas a los inversionistas del fondo";
- "si Colombia se mantiene cerrado al capital extranjero de portafolio, estos flujos se diversificarán hacia "los nuevos" mercados emergentes, los cuales son más abiertos a la inversión extranjera, como son los países de Europa del Este, India y Pakistan".

Dados los resultados de la encuesta y de las entrevistas personales dirigidas a los fondos de inversión institucionales, se puede tratar de proyectar la demanda extranjera de portafolio hacia un futuro. No obstante la solidez macroeconómica del mercado colombiano y en el manejo de las compañías, los fondos extranjeros de inversión consideran que la dificultad en el proceso de entrar al mercado, como el volumen y procedimientos de documentos necesarios para conseguir aprobación, y ciertos factores inherentes en el mercado, como lo son su nivel de concentración y su falta de liquidez, desestimulan la entrada de nuevas inversiones hacia Colombia. Sin embargo, los fondos ya aprobados han afirmado que

[65] Estos comentarios son tomados con base en entrevistas personales con gerentes de fondos institucionales de inversión hechas por Cynthia Rosenberg en Septiembre de 1995.

tenderían a mantener o incrementar sus portafolios en Colombia si hay una estabilización en la actual coyuntura política.

De acuerdo a lo anterior, se podrían derivar dos escenarios, de los cuales su posibilidad depende de la concertación que haya con el gobierno para lograr un cambio en el régimen hacia la inversión extranjera de portafolio. El primer escenario posible es que la inversión actual se mantenga estable con una tendencia de crecimiento descendiente, dada las condiciones existentes. Bajo estas circunstancias, la inversión extranjera de portafolio seguiría insignificante, representando un bajo participación de la capitalización bursátil del mercado (incluyendo los recibos de depósito en mercados fuera de Colombia). Por lo tanto, sería difícil conseguir nuevos recursos de financiamiento para suplir futuras necesidades de inversión en el país.

La segunda situación posible es que se facilitara el acceso a estos capitales mediante simplificación de la ley colombiana que determina ciertas trabas burocráticas y reformas que motiven la liquidez y la desconcentración del capital accionario, lo cual fomentaría la inversión en el mercado bursátil en general y seguramente la inversión extranjera de portafolio. En este caso, la inversión extranjera de portafolio podría subir a niveles más significativos como el doble del nivel del hoy. Además, estos recursos serían de más fácil acceso en el caso de que se demandara financiamiento adicional y posiblemente menos costoso.

VI. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

A. Conclusiones

La inversión de portafolio internacional, la cual ha demostrado un auge dramático entre 1989 y 1994, obedece tanto a factores internacionales como a factores atrayentes de los mercados emergentes. El comportamiento y la relación entre ciertos variables internacionales y domésticos, como las tasas de interés y el crecimiento económico, son importantes a la hora de determinar el flujo de capitales disponible a los mercados emergentes. Sin embargo, es esencial tener un ambiente regulatorio adecuado al mercado

bursátil y a la inversión extranjera y solidez a niveles macroeconómicos y políticos si un país como Colombia quiere atraer y mantener estos flujos de inversión. Se espera una desaceleración en el crecimiento de los flujos internacionales de portafolio en 1995 dada la crisis mexicana y tasas de interés internacionales relativamente más altas. Sin embargo, al mediano y largo plazo, a pesar de ciertas fluctuaciones normales dado cambios en las circunstancias de inversión, los flujos internacionales de portafolio seguirán impulsados por parte de los crecientes fondos institucionales y la continua internacionalización de los mercados.

Aunque existen ciertos riesgos de la inversión extranjera de portafolio, como hemos discutido anteriormente, estos obedecen en mayor medida al entorno macroeconómico de un país receptor de fondos que a las características propias de los inversionistas extranjeros. El ejemplo de la crisis mexicana demuestra cómo un manejo económico y político inestable causó el descenso abrupto y generalizado del mercado bursátil y también resalta la importancia del inversionista doméstico en propiciar una crisis de mercado. Al contrario, la inversión extranjera de portafolio puede promover el desarrollo del mercado bursátil, valorando más eficientemente sus activos, pidiendo mejor nivel de información y motivando un descenso en el costo de capital a las compañías. En especial, la inversión de los fondos institucionales, los cuales son legalmente responsables por el manejo prudente y estable de sus contribuciones, es una fuente de recursos más a largo plazo. Por lo tanto, concluyemos que los beneficios de las inversiones extranjeros de portafolio son mucho más positivos y importantes que los riesgos cuando el manejo macroeconomica es adecuado.

En Colombia, la inversión extranjera de portafolio, aunque mínima, ha demostrado una tendencia creciente desde 1992, cuando se aprobó el primer fondo institucional. Aún en un entorno crítico, después de la crisis mexicana y con condiciones internacionales relativamente menos favorables hacia la inversión internacional, se ha visto gran estabilidad en estos flujos de inversión hacia Colombia. Sin embargo, después de revisar el marco jurídico de los fondos, se descubrieron ciertas barreras en el marco regulatorio que impiden un desarrollo sostenible de la inversión extranjera de portafolio. Sumado a factores

inherentes en la estructura del mercado, como su falta de liquidez y su concentración de capital, se reconoce que la inversión extranjera de portafolio se encuentra muy por debajo de su nivel potencial. En la coyuntura actual, cuando el costo de capital se mantiene a unos niveles excesivamente altos y los proyectos de inversión del gobierno son los más ambiciosos en la historia del país, se debe buscar un acceso a capital a tasas más competitivas internacionalmente. Esto requiere reformar unos elementos para estimular el mercado de capitales en general. atraer capital más barato a través de inversión extranjera de portafolio como un complemento viable a la inversión doméstica.

Unos cambios principales incluyen:

B. Recomendaciones

Luego de evaluar el mercado, las tendencias globales, las condiciones en el mercado colombiano y de examinar las conclusiones derivadas tanto de la encuesta como de las entrevistas dirigidas a los fondos de inversión extranjeros que invierten en títulos valores colombianos, formulamos varias recomendaciones para ayudar a promover el mercado hacia la inversión extranjera de portafolio. Las recomendaciones son amplias en su naturaleza y muchas sirven no solamente para aumentar la inversión extranjera de portafolio pero también con la estimulación del mercado busátil en general. A pesar de que hay otros capítulos de la Misión de Estudios de Mercado de Capitales que discuten problemas estructurales del mercado bursátil, y reformas especificas para disminuir dichos debilidades, vale la pena mencionar una reformas importantes para introducir más dinamísmo al mercado.

- **Facilitar el proceso de aprobación de los fondos:**
  - modificar la ley colombiana substancialmente para simplificar los requisitos exigidos para agilizar el proceso de la aprobación de fondos extranjeros;
  - eliminar las necesidades de traducir y consularizar todos los documentos presentados a la Superintendencia de Sociedades;
  - hacer factible el proceso de autorización automática de los fondos para todos los fondos y especialmente de Inglatera y otros paises donde existen esquemas de auto-regulación para fondos.

- **Fortalecer, mediante asistencia técnica, entrenamiento al personal y un mejoramiento en el nivel de sistematización, monitoreo, y analisis del mercado, a la Superintendencia de Valores como el agente regulador:**
  - mejorar su capacidad de monitoreo y vigilancia al mercado y sus agentes, especialmente con respecto a compañías inscritas en bolsa;
  - fortalecer su capacidad de hacer cumplir reglas de información privilegiada;
  - mejorar el nivel de calidad, eficiencia y puntualidad en la información transmitida al mercado.

- **Mejorar la liquidez en el mercado através de la:**

- facilitación y estimulación de la actividad de "market making" por parte de agentes del mercado bursátil, lo cual debe mejorar la baja liquidéz en el mercado accionario. Puede requirir el aumento del capital mínima para los actores quien quieren participar. Hoy en dia se puede participar en "market making" pero en un nivel limitado y practicamente, no esta observado en el mercado hoy en dia.

- la profundización del mercado con la estimulación de oferta con más privatizaciones del gobierno y una serie de medidas discutidas en otros capítulos de la Misión.

- **Promover un mejoramiento de tranparencia en el mercado en general en cuanto a:**
  - la calidad y cantidad de información transmitida al mercado;
  - el nivel de transparencia de transacciones;
  - el "disclosure" de los emisores, las bolsas de valores y la Superintendencia de Valores.

Por ejemplo, exigir por ley o decreto la publicación de los balances consolidades de emisores de acciones. De pronto se requiere aumentar el "disclosure" de compañías no inscritas en bolsa para que no haya tanta diferencia y ventaja para las no inscrita en bolsa de no suministrar información al mercado

- el establecimiento de un mercado unificado para mejorar eficiencia y transparencia en las operaciones

- **Hacer atractivas las inversiones en papeles de renta fija emitidas por entidades descentralizadas o compañías listadas en bolsa:**
  - las necesidades de inversión en infraestructura y desarrollo social durante los próximos años serán imposibles de cumplir si no existe un complemento de inversión extranjera. La mayoría de los proyectos de infraestructura se titularizarían mediante emisiones de instrumentos de renta fija, los cuales no son atractivos para los inversionistas extranjeros dada su tributación.

- Modificar el tratamiento de renta fija para permitir los fondos extranjeros deducir todos sus costos asociados con la inversión de portafolio en Colombia.

Dentro de este esquema global de mercados, Colombia es un competidor más para conseguir flujos de portafolio extranjeros. El entorno para conseguir estos flujos de portafolio se ha vuelto aún más competitivo, ya que han entrado los "nuevos" mercados

emergentes de Europa del Este, Pakistan e India, entre otros. Además, las condiciones actuales del mercado colombiano (tanto regulatorias como de la falta de dinamismo en el mercado accionario) desincentivan mayores niveles de inversión extranjera de portafolio. Como las condiciones locales son tan difíciles, esperaríamos que futuras emisiones ocurrán en los mercados internacionales y no en el mercado local, lo cual implicaría consecuencias significativas para el desarrollo del país. Si no se toman ciertas medidas para promover el mercado accionario y remover las barreras a la inversión extranjera, esta se podría mantener en sus bajos niveles. Se requiere un esfuerzo concertado del gobierno y el sector privado para evitar un estancamiento en las fuentes externas de financiamiento. El mercado colombiano, como lo demuestra la encuesta, está considerado por los inversionistas extranjeros de portafolio como entre los mercados menos atractivos a nivel latinoamericano y a nivel global.

BIBLIOGRAFIA

Banco Mundial, (1993), Global Economic Prospects and the Developing Countries 1993, Washington, D.C, Banco Mundial.

Banco Mundial, (1994, 1995) World Debt Tables, Washington, D.C, Banco Mundial.

Banco Mundial (Marzo-Abril, 1995), World Bank Policy Research Bulletin. Washington D.C, Volumen 6, Número 2, Banco Mundial.

Banco Mundial, (1995), Global Economic Prospects and the Developing Countries, Washington, D.C, Banco Mundial.

Bekaert, Geert. (1993) "Market Integration and Investment Barriers in Emerging Equity Markets". Portfolio Investment in Developing Countries, The World Bank, Washington D.C.

Cárdenas, Mauricio y Barrera, Felipe. (1994) "Efectos Macroeconómicos de los Capitales Extranjeros: el Caso Colombiano." Los Capitales Extranjeros en las Economías Latinoamericanas, Fedesarrollo, Santafé de Bogotá.

Castillo, Maria Victoria. (mayo de 1993) "Institutional Investors and Emerging Markets - Some General Considerations and the Chilean Experience." IOSCO Development Committee Meeting, IMF, Nairobi.

CEPAL, (agosto de 1994), "Repunte de los flujos de capital y el desarrollo: implicaciones para las políticas económicas," Santiago de Chile, CEPAL.

Claessens, Stijn. (1993) "Portfolio Investment in Developing Countries." The World Bank. Washington, D.C.

Claessens, Stijn, Dooley, Michael y Warner, Andrew. (1993) "Portfolio Capital Inflows: Hot or Cool?" Portfolio Investment in Developing Countries, The World Bank, Washington D.C.

Culpeper, Roy. (agosto de 1994),"La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia América Latina: el papel de los inversionistas norteamericanos". CEPAL, Santiago de Chile.

Chuhan, Punam. (enero de 1994), "Are Institutional Investors an Important Source of Portfolio Investment in Emerging Markets?" The World Bank, Washington D.C.

Diwan, Ishac, Errunza, Vihang y Senbet, Lemma. (1993), "Country Funds for Emerging Economies". Portfolio Investment in Developing Countries. World Bank Discussion Papers, The World Bank, Washington D.C.

Departamento Nacional de Planeación y Corredores Asociados, (marzo, 1992), "Inversión extranjera de portafolio en Colombia," Santafé de Bogotá, DNP y Corredores Asociados.

Edy, Malcom y Hviding, (1995), "An Assessment of Financial Reform in OECD Countries," Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), No.154.

Feldstein, Martin. (24 de junio de 1995), "Global Capital Flows - Too Little, Not Too Much?" The Economist.

Fondo Monetario Internacional, (Mayo, 1995) "International Capital Markets - Developments, Prospects and Key Policy Issues," FMI, Washington D.C.

Fondo Monetario, IOSCO, (mayo de 1993), "The Role of Institutional Investors in Building Effective Financial Markets: Some Basic Considerations," FMI, IOSCO, Washington, D.C.

González, Michael. (3 de julio de 1995), "Las bolsas de EEUU siguen hambrientas de ADR." El Tiempo - The Wall Street Journal Americas, Santafé de Bogotá.

Gooptu, Sudarshan. (septiembre de 1994), "Are portfolio flows to emerging markets complementary or competitive?" The World Bank, Washington D.C.

Gooptu, Sudarshan. (1993), "Portfolio Investment Flows to Emerging Markets. Portfolio Investment in Developing Countries. The World Bank, Washington D.C.

Griffith-Jones, Stephany. (agosto de 1994), "Corrientes de fondos privados hacia América Latina: hechos y planteamientos," Serie financiamiento del desarrollo, # 24, CEPAL, Santiago de Chile.

Gurría T, José Angel. (agosto de 1994), Flujos de capital: el caso de México. CEPAL, Santiago de Chile.

Hernández, Leonardo y Heinz, Rudolph. (1995), "Sustainability of Private Capital Flows to Developing Countries: Is a Generalized Reversal Likely?" The World Bank y Banco Central de Chile.

Howell, Michael. (1993), "Institutional Investors and Emerging Stock Markets." Portfolio Investment in Developing Countries. The World Bank, Washington D.C.

ING/Baring Securities, (mayo de 1995), "Mexico Market Outlook," Ciudad de México, ING/Baring Securities.

Kuczynski, Pedro Pablo.(1994), "Las políticas de los fondos de inversión en los mercados emergentes." Banca y sociedad en la era postprivatizadora. Asociación de Bancos de la República Argentina, Buenos Aires.

Lombana, Ximena y González, Alejandro. (1993), "Financiamiento de la inversión: Motivación de los agentes y concurrencia al mercado de recursos de Financiamiento". Premio Nacional de la Bolsa de Bogotá.

Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) (junio de 1993), Financial Market Trends. No. 55, París, OCDE.

Pfefferman, Guy P. y Andrea Madarassy. (1992), "Trends in Private Investment in Developing Countries," IFC, Washington, D.C.

The Economist, (7 de octubre de 1995) "A Survey of the World Economy: Who's in the Driving Seat," pp.1-38, The Economist, Londres, Inglatera.

Uribe, José Darío. (marzo de 1995), "Flujos de capital en Colombia 1978 - 1994". Borradores semanales de economía, Banco de la República, Santafé de Bogotá.

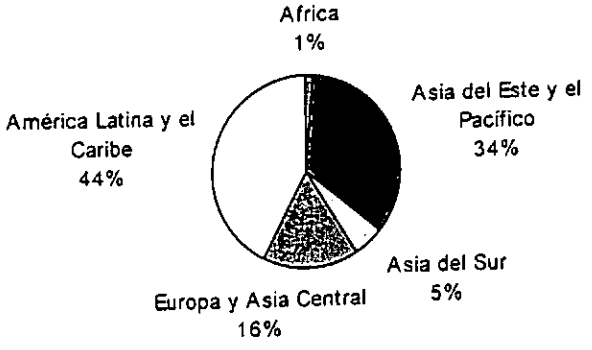
Williamson, John. (1993), "Issues Posed by Portfolio Investment in Developing Countries." Portfolio Investment in Developing Countries. The World Bank, Washington D.C.

CUADRO 1: INVERSIONES DE PORTAFOLIO INTERNACIONALES
(Miles de millones de US$)

	1989	1992	1993	1994est
África Central y Sur	**0,0**	**0,8**	**0,4**	**1,0**
Inversión de Capital	0,0	0,1	0,4	0,8
Inversión de Deuda	0,0	0,7	0,0	0,2
Asia del Este y el Pacífico	**2,6**	**10,3**	**30,2**	**37,7**
Inversión de Capital	2,6	5,1	18,1	17,7
Inversión de Deuda	0,0	5,2	12,1	20,0
Asia del Sur	**0,6**	**0,4**	**2,6**	**8,9**
Inversión de Capital	0,2	0,4	2,0	7,7
Inversión de Deuda	0,4	0,0	0,6	1,2
Europa y Asia Central	**2,3**	**7,6**	**16,6**	**12,8**
Inversión de Capital	0,2	0,2	1,3	2,5
Inversión de Deuda	2,1	7,4	15,3	10,3
América Latina y el Caribe	**1,2**	**18,8**	**50,3**	**27,9**
Inversión de Capital	0,4	8,2	25,1	10,4
Inversión de Deuda	0,8	10,6	25,2	17,5
Medio Oriente y África del Norte	**0,2**	**0,0**	**0,0**	**1,2**
Inversión de Capital	0,0	0,0	0,0	0,4
Inversión de Deuda	0,2	0,0	0,0	0,8
Total	**6,9**	**37,9**	**100,1**	**89,5**

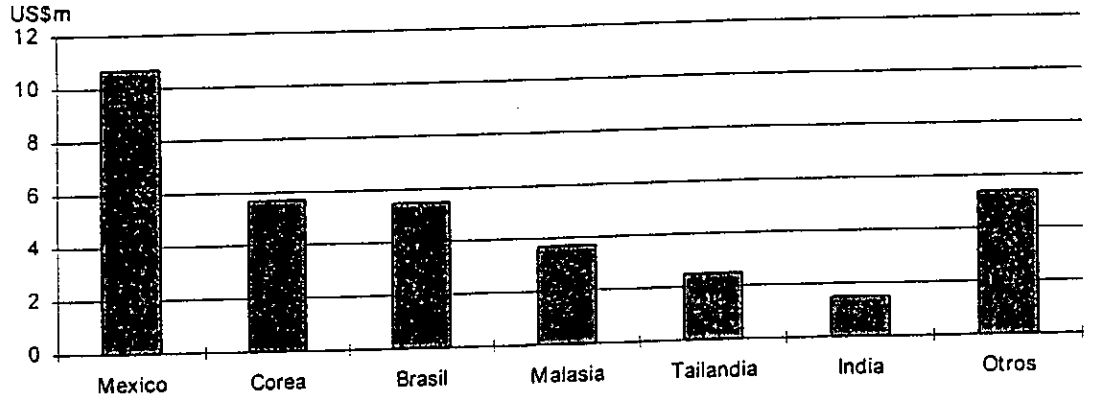
Fuente: Banco Mundial, World Debt Tables, 1995

GRAFICO 1: INVERSIONES DE PORTAFOLIO INTERNACIONALES



Fuente: World Debt Tables, 1995

GRAFICO 2: INVERSIONES DIRECTAS EN ACCIONES DE MERCADOS EMERGENTES



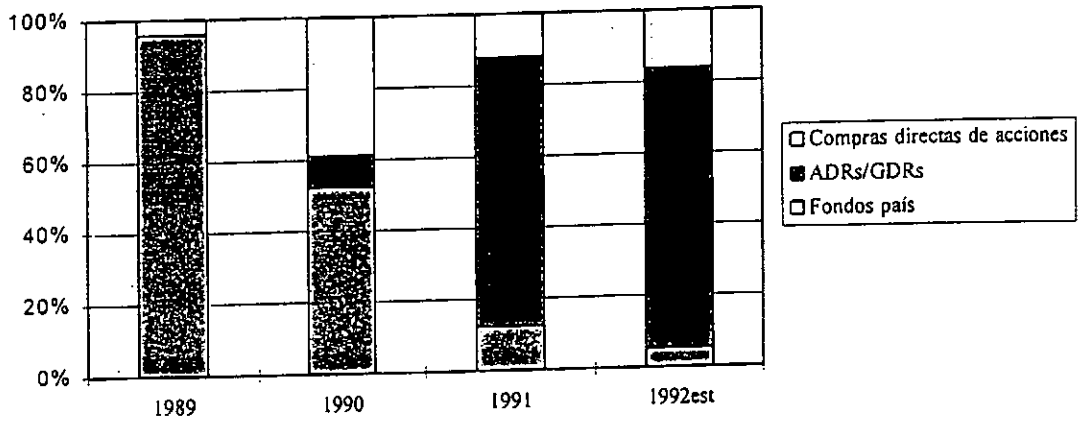
Fuente: World Bank Debt Tables, 1994.

CUADRO 2: COMPOSICION DE INVERSIÓN EXTRANJERA EN INSTRUMENTOS DE CAPITAL EN AMÉRICA LATINA

Tipo de inversión (US$)	**1989**	**1990**	**1991**	**1992est**
Fondos país	416	575	771	431
ADRs/GDRs	-	98	4,697	6,444
Compras directas de	18	426	760	1,325
Total	**434**	**1,099**	**6,228**	**8,200**

Fuente: Global Economic Prospects and the Developing Countries, 1993 y cálculos

GRAFICO 3: COMPOSICIÓN DE INVERSIÓN EN AMÉRICA LATINA



Fuente: Global Economic Prospects and the Developing Countries, The World Bank, 1993

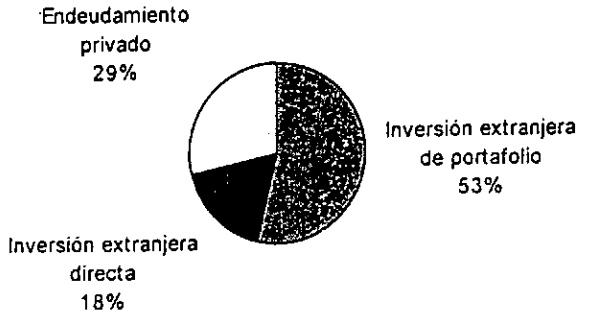
CUADRO 3: CRECIMIENTO DE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

(activos financieros institucionales como porcentaje de activos no institucionales)

	1980	1985	1990
Estados Unidos	20.0	26.0	31.2
Japón	15.6	20.2	26.4
Alemania	22.6	29.0	35.1
Francia	10.6	23.6	36.3
Reino Unido	41.5	53.1	58.6
Canadá	20.4	24.9	29.7

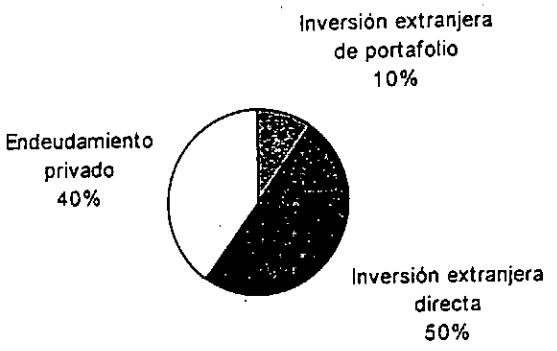
Fuente: Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), Financial Market Trends, No. 55, París, junio de 1993.

GRAFICO 4: FLUJOS DE CAPITAL INTERNACIONALES HACIA MÉXICO (1990 - 1993)



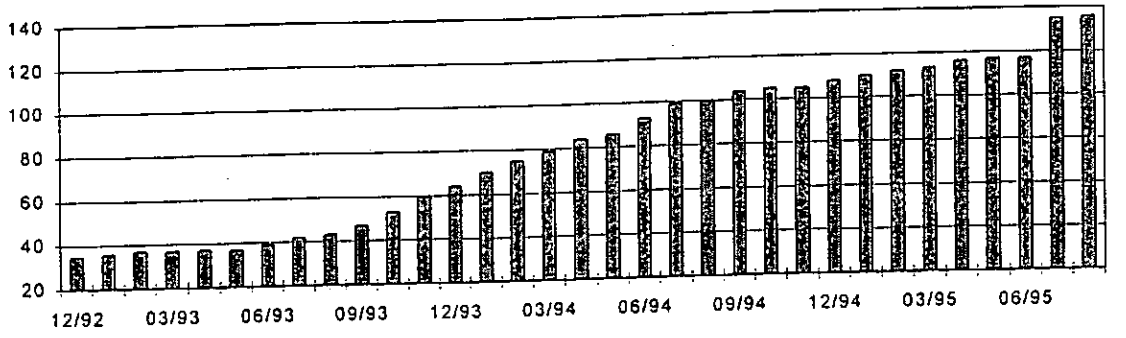
Fuente: CEPAL

GRAFICO 5: FLUJOS DE CAPITAL HACIA COLOMBIA (1990 - 1993)



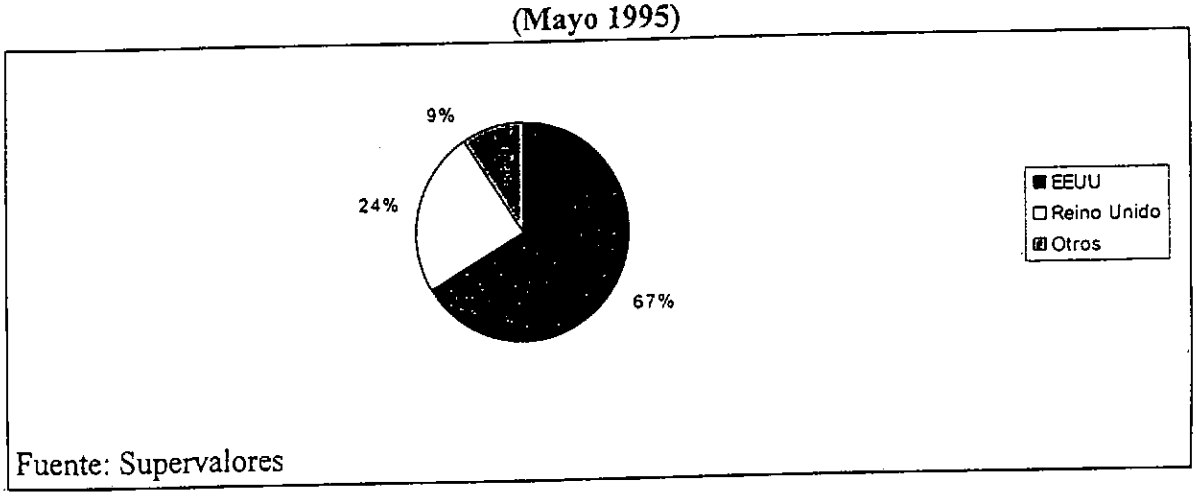
Fuente: Banco de la República

GRAFICO 6: NUMERO DE FONDOS VIGENTES (Diciembre 1992 - Agosto 1995)



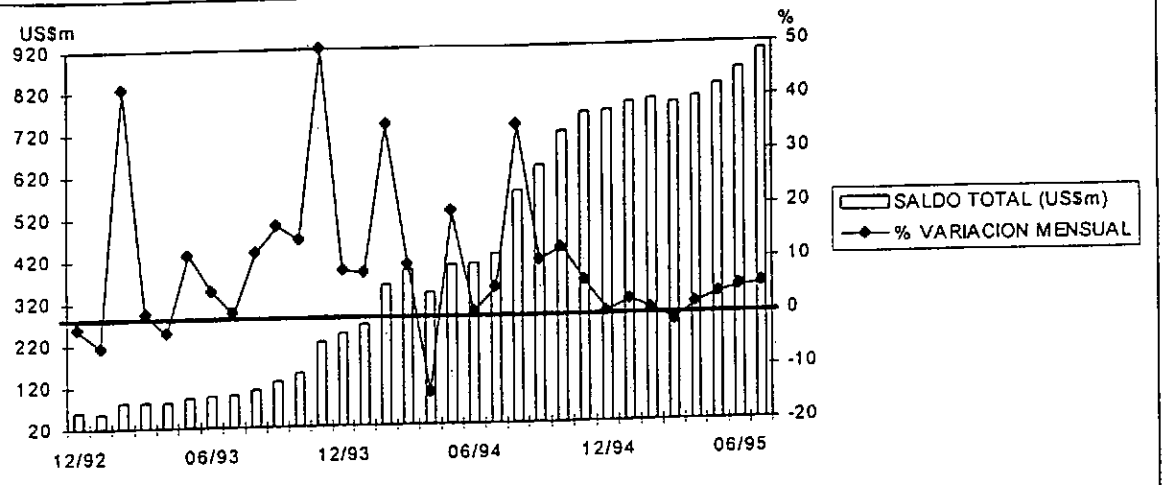
Fuente: Supervalores

GRAFICO 7: ORIGEN DE FONDOS EXTRANJEROS APROBADOS EN COLOMBIA
(Mayo 1995)



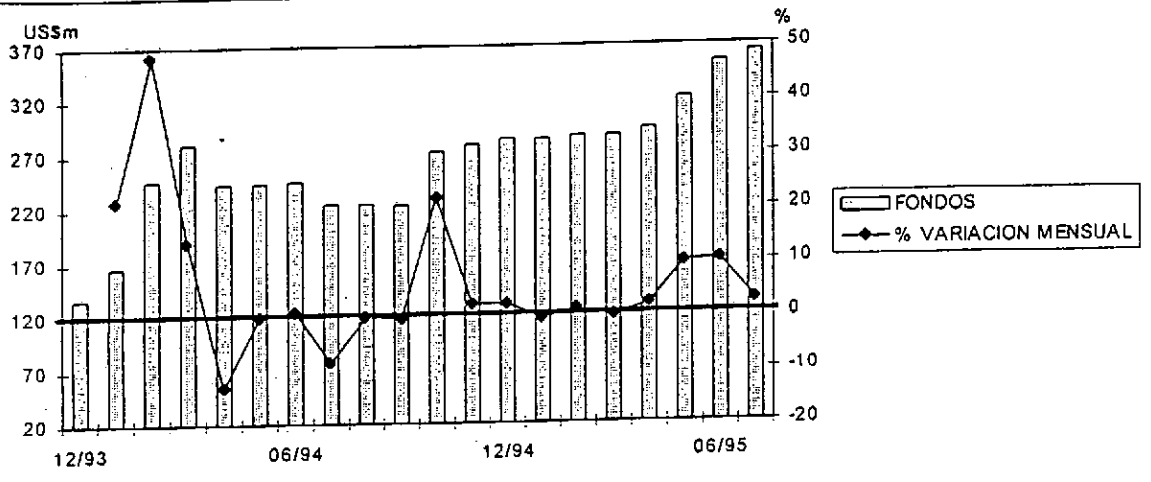
Fuente: Supervalores

GRAFICO 8: EVOLUCIÓN DE INVERSIÓN EXTRANJERA DE PORTAFOLIO
(Diciembre 1992 - Julio 1995)



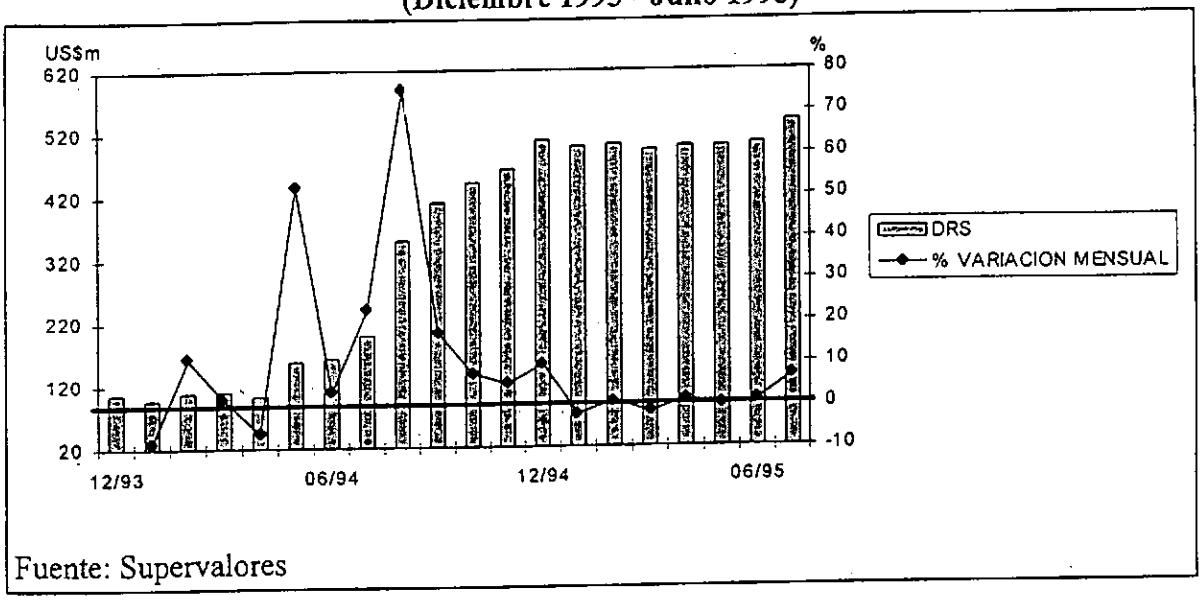
Fuente: Supervalores

GRAFICO 9: INVERSION DE PORTAFOLIO EXTRANJERA EN MERCADO DOMESTICO (Diciembre 1993 - Julio 1995)



Fuente: Supervalores

GRAFICO 10: INVERSIÓN EXTRANJERA DE PORTAFOLIO: PROGRAMA ADRs
(Diciembre 1993 - Julio 1995)



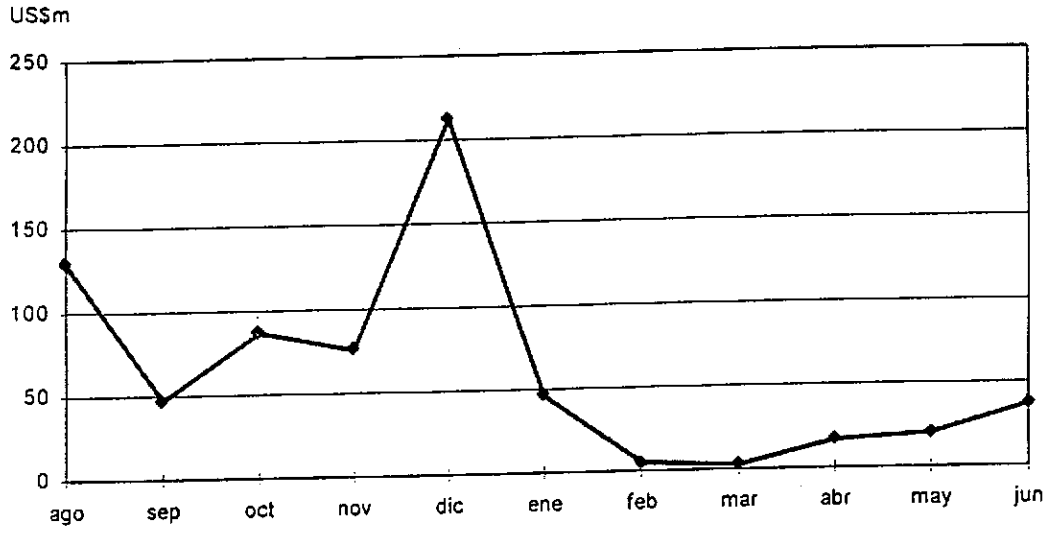
Fuente: Supervalores

CUADRO 4: COLOCACIONES EN RECIBOS DE DEPOSITO (en millones de US$)

Fecha	Compañía	Valor total	Colocación	%
01/93	Corfivalle B	50.0	30.0	59
10/93	Banco Ganadero A	107.0	72.0	67
05/94	Cementos Diamante B	76.0	61.0	80
06/94	Carulla B	33.0	28.0	86
09/94	Cementos Paz del Río	27.0	6.0	23
09/94	Papeles Nacionales A	39.0	28.0	71
12/94	Cadenalco B	43.0	33.5	78
07/94	BIC B	83.0	60.6	73

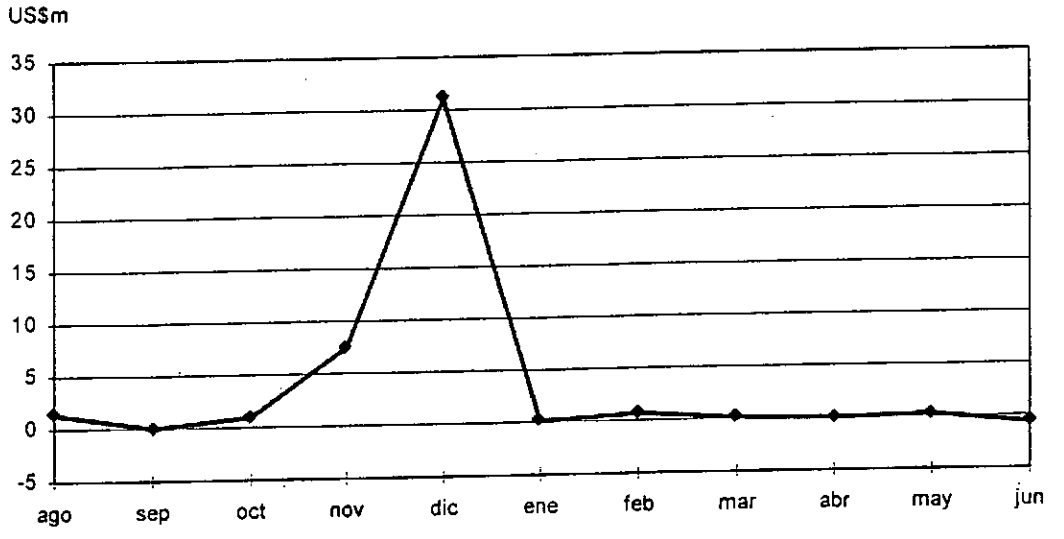
Fuente: Supervalores y Baring Securities

GRAFICO 11: INGRESOS MENOS EGRESOS MENSUALES FONDOS INSTITUCIONALES (Agosto 1994 - Junio 1995)



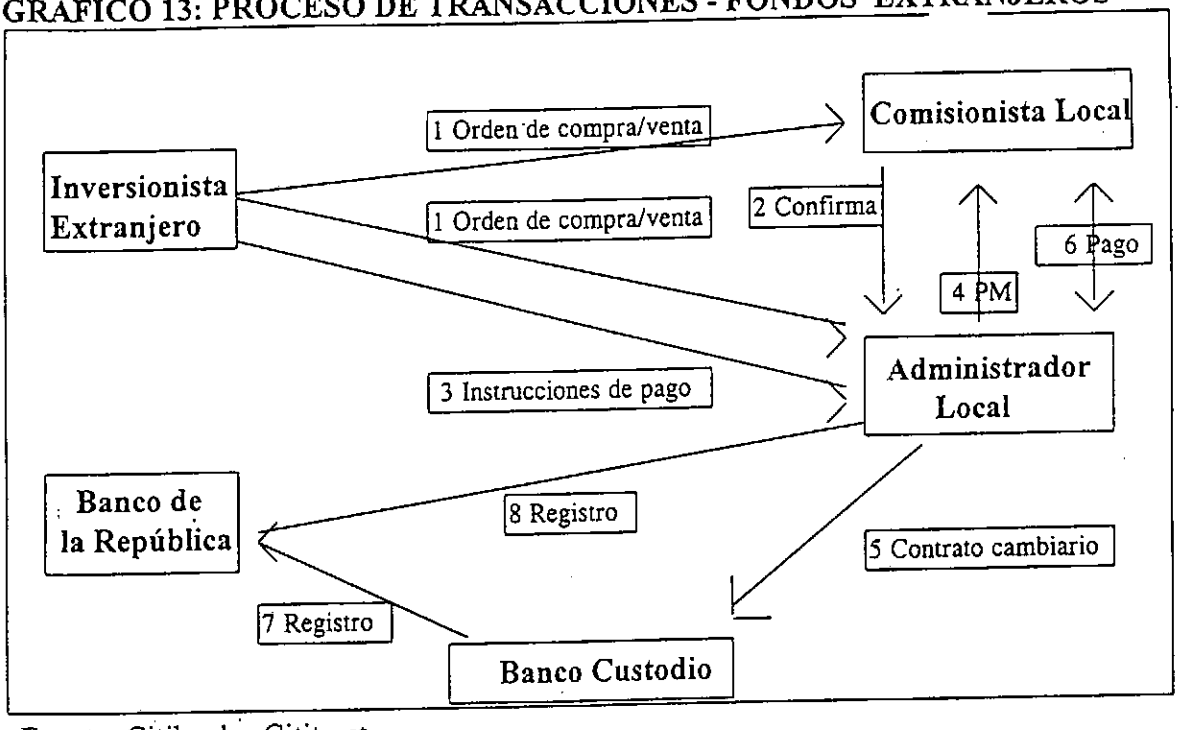
Fuente: Depto. Cambios Internacionales, Banco de la República

GRAFICO 12: INGRESOS MENOS EGRESOS MENSUALES FONDOS INDIVIDUALES (Agosto 1994 - Junio 1995)



Fuente: Depto. Cambios Internacionales, Banco de la República

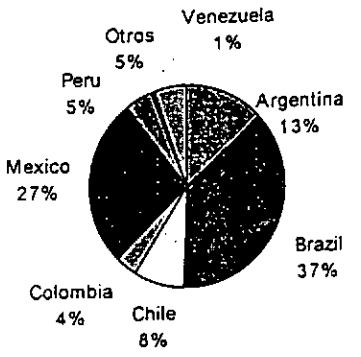
GRAFICO 13: PROCESO DE TRANSACCIONES - FONDOS EXTRANJEROS



Fuente: Citibank - Cititrust

GRAFICO 14: DISTRIBUCION DE ACTIVOS DE INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

(Una muestra de fondos Latinoamericanos)



Fuente: Encuesta de Fedesarrollo, Septiembre de 1995.

CUADRO 5: CARACTERISTICAS MAS DESEADAS EN UN MERCADO

# RANKING	PUNTAJE	
1	2,8	Marco regulatorio
2	2,9	Liquidez
3	3,3	Capitalización bursátil
4	3,3	Transparencia en el mercado
5	3,5	Calidad de información
6	5,5	Eficiencia de las operaciones
7	6,9	Varias opciones de instrumentos de inversión

Fuente: Encuesta dirigida a inversionistas extranjeros de portafolio, Fedesarrollo, Oct 1995.

CUADRO 6: RESULTADOS DE EVALUACION SOBRE CALIDAD DE INFORMACION

(Escala: 1 = por encima del promedio, 2 = promedio, 3 = por debajo del promedio)

INFORMACION RECIBIDA	MERCADOS LATINOAMERICANOS PUNTAJE PROMEDIO	MERCADOS EMERGENTES PUNTAJE PROMEDIO
Información macroeconómica		
Disponibilidad	2,1	2,3
Exactitud	2,0	1,9
Rapidez	2,3	2,3
Contenido	2,1	2,0
Información política		
Disponibilidad	2,3	2,1
Exactitud	1,9	2,1
Rapidez	2,3	2,1
Contenido	2,1	2,1
Información diaria del mercado		
Disponibilidad	2,6	2,7
Exactitud	2,3	2,3
Rapidez	2,6	2,7
Contenido	2,6	2,7
Análisis de compañías		
Disponibilidad	2,9	2,8
Exactitud	2,6	2,5
Rapidez	2,7	2,7
Contenido	2,7	2,7

Fuente: Encuesta dirigida a inversionistas extranjeros de portafolio, Fedesarrollo. Octubre