

Dejo en esta forma cumplido, señores Senadores y Representantes, el precepto constitucional que ordena al Gobierno rendir el pormenorizado informe de sus actividades durante la emergencia, cuáles fueron sus causas y cómo se conjuraron sus efectos. El

Gobierno Nacional confía en contar con la aprobación del Congreso como ya ha contado con la de la Corte Suprema de Justicia en lo jurídico.

De los señores Congresistas, atentamente,

ALFONSO LOPEZ MICHELSEN

AMPLIACION DE LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO EN COLOMBIA (1)

POR JOHN H. RHOADES

La Junta Monetaria, que tiene a su cargo moldear el sistema financiero del país en consonancia con metas económicas gubernamentales, se ha propuesto establecer un esquema dentro del cual las distintas instituciones e instrumentos contribuyan a alcanzar dichas metas. De acuerdo con el desarrollo de los distintos sectores de la economía, se han establecido algunas prioridades. Dichas prioridades incluyen: crear un mercado para las exportaciones no tradicionales; alcanzar un mayor desarrollo del sector agrícola; establecer nuevas empresas industriales y mineras; desarrollar la actividad de la construcción para aliviar el desempleo urbano; captar ahorro y crear servicios para el turismo.

Sin embargo, es pertinente preguntarse si además de las prioridades mencionadas, no debería proveerse un estímulo al comercio y a las instituciones financieras especializadas y si tales actividades se están desarrollando a un ritmo compatible con las que reciben apoyo gubernamental.

Las prácticas del mercado financiero han dado excesiva liquidez a los distintos instrumentos a disposición del inversionista. Existe en Colombia un mercado de capitales bastante reducido con ausencia casi total de intermediarios (2). Además, parece prevalecer una apatía general respecto a la posesión de acciones registradas en las Bolsas de Bogotá y Medellín. La estructura de las tasas de interés es demasiado fragmentada y no hay una tasa de equilibrio como la que resultaría al no existir topes a las tasas de interés activas y pasivas.

Con estos antecedentes se puede hacer una recomendación, la cual sería un primer paso para el fortalecimiento del mercado de capitales dentro de la estructura que tiene en la actualidad. Tal recomendación tiene las siguientes características: no crea

una proliferación de instituciones en el campo financiero; hace uso de los intermediarios existentes; no produce presiones inflacionarias; da confianza al inversionista; reduce la evasión fiscal; y da lugar a que los mayores riesgos queden en manos de los inversionistas más sofisticados.

De acuerdo con lo anterior se recomienda autorizar a las corporaciones financieras para endosar o garantizar pagarés emitidos por empresas industriales, agrícolas, mineras, comerciales y financieras, con vencimiento de no más de seis meses, con el fin de captar recursos para atender necesidades de caja a corto plazo. Estos pagarés se comprarían a las empresas con descuento y serían revendidos, también con descuento, por las corporaciones financieras. Las disposiciones que rijan sobre estos pagarés deberán estipular los topes de endeudamiento que podrían asumir las corporaciones financieras (relación deuda a capital). Los bancos comerciales podrían también vender aceptaciones de su propio portafolio a los intermediarios y solo a estos, debido al conflicto de intereses que podría presentarse al vender a un inversionista que pudiera ser al mismo tiempo comprador potencial de un certificado de depósito.

En forma más específica la propuesta consiste en lo siguiente:

(1) Informe final presentado al Banco de la República el 25 de julio de 1974 en cumplimiento del contrato celebrado con el Cuerpo Internacional de Servicios Ejecutivos (CISE). Los doctores Fernando Copete y Daniel Schlesinger, del Departamento de Investigaciones Económicas, contribuyeron en la preparación de este trabajo.

(2) En el presente artículo se ha utilizado la palabra "intermediario" para denominar aquel que transa valores en el mercado por cuenta propia o por cuenta de terceros, asumiendo riesgos, y que en inglés se conoce como dealer.

1. La reintroducción de aceptaciones bancarias, cuyo mercado había sido suspendido desde 1965, crearía pocas perturbaciones al sistema actual, teniendo en cuenta que las aceptaciones bancarias ya existen y los préstamos a personas o a empresas se hacen teniendo como garantía comprobantes de los Almacenes de Depósito. Estos comprobantes podrían ser "aceptados" por los bancos comerciales o por las corporaciones financieras. Tales instrumentos, a su vez, serían comprados y luego revendidos al público por las corporaciones financieras. La Superintendencia Bancaria estaría a cargo de la supervisión de las actividades relativas a estas aceptaciones. Al mismo tiempo, como la "aceptación" de una obligación crearía una deuda contingente de la corporación financiera, el tope (relación deuda a capital) impuesta por el Decreto-Ley 2369 de 1960, limitaría el total del valor de las aceptaciones que estuvieran vigentes en un momento dado. Este tope no sería limitativo, siempre y cuando las corporaciones financieras compraran y vendieran las aceptaciones de los bancos comerciales, en cuyos balances aparecería la obligación contingente. En la medida en que el público tenga confianza para invertir en pagarés a corto plazo de compañías con reputación nacional, sin que fueran endosados (papeles comerciales), el tope impuesto no sería limitativo una vez que los pagarés fueran vendidos, pero la actividad aún seguiría siendo supervisada por la Superintendencia Bancaria. En resumen, la forma como operarían las aceptaciones sería la siguiente:

Origen de los pagarés	Pagarés en inventario	Pagarés revendidos a inversionistas
a) El prestatario tiene un comprobante de un almacén de depósito, o necesita disponibilidad de fondos de corto plazo.	Garantizado por corporaciones financieras.	Aceptación bancaria.
b) "	Garantizado por un banco comercial.	Aceptación bancaria (Comercial).
c) "	Pagaré sin endoso.	Papel comercial.

Mientras estén los pagarés en inventario, el cálculo de la relación incluiría a), b) y c). Una vez los pagarés hayan sido vendidos al inversionista, el cálculo de la relación incluiría solamente a), debido a que aún continuaría la obligación contingente. En cuanto a la supervisión de la Superintendencia Bancaria, se registrarían todas las actividades de las corporaciones financieras (pagarés comprados y vendidos). Respecto de los pagarés que no fueran acompañados de un comprobante de un almacén de depó-

sito, las corporaciones financieras requerirán un certificado del prestatario comprobando que los recursos obtenidos son para propósitos de capital de trabajo.

2. No se crearían nuevas instituciones. Toda la actividad de los intermediarios se canalizaría a través de un departamento especializado de las corporaciones financieras. Estas además disponen de departamentos de crédito que son esenciales para cualquier intermediario que negocie instrumentos comerciales a corto plazo. Como los departamentos de crédito deberían ampliarse, es recomendable que se utilice personal con experiencia en operaciones del mercado extrabancario y contactos con inversionistas del mismo.

3. Al recomendar una separación de actividades, se espera que las corporaciones financieras concentren su esfuerzo en la emisión inicial (mercado primario) de aceptaciones y pagarés al público inversionista y que dejen en manos de corredores miembros de las dos bolsas de valores las transacciones en el mercado secundario. Esto permitiría que la limitación sobre endeudamiento se refiera exclusivamente al mercado primario y se crearía una actividad adicional para los corredores de las bolsas de valores.

4. Debido a que el inversionista compraría un instrumento negociable más que un depósito bancario, el efecto inflacionario sería nulo.

5. El endoso o garantía por parte de las corporaciones financieras o de los bancos comerciales daría confianza al público inversionista. No obstante, de vez en cuando pagarés sin garantía (papel comercial) de una empresa sobresaliente o de una compañía financiera podría ofrecerse en el mercado para verificar su desarrollo y la madurez de los inversionistas. Este paso (o sea la aceptación de un pagaré sin endosar por parte del público inversionista) sería muy importante para el desarrollo de un verdadero mercado abierto y marcaría el nacimiento de un mercado real de capitales en el cual el inversionista asumiría los riesgos.

6. La institucionalización de esta actividad reduciría la evasión fiscal, pues aunque los pagarés serían al portador para facilitar su transferencia, todas las compras y ventas se informarían a la Superintendencia Bancaria, que cooperaría con las autoridades tributarias con el fin de que se hiciera efectivo el pago del impuesto a la renta y al patrimonio.

7. El intermediario o *underwriter* ideal es aquel en el cual el riesgo de su actividad y las decisiones implícitas en ella lo asumen los inversionistas so-

fisticados. Las corporaciones financieras en gran medida se ajustan a esta descripción. Las disposiciones que enmendarán las actividades de las corporaciones financieras podrían contener normas sobre los propietarios de las mismas, es decir, limitando el porcentaje de posesión por parte de los bancos, las compañías de seguros, las instituciones no financieras, las personas naturales, los inversionistas extranjeros, etc.

8. La participación del público debería limitarse a la suscripción de bonos, preferiblemente de una emisión pequeña, aunque con valores nominales altos con el fin de restringir la inversión en las corporaciones financieras a aquellos que estén en capacidad de asumir los riesgos inherentes a esta clase de inversiones.

Al tratar de establecer un mercado abierto reglamentado oficialmente, se debe considerar la clase de información financiera suministrada por el prestatario y a la cual tiene derecho el inversionista. Al mismo tiempo debe estudiarse la información necesaria para el intermediario con el fin de que este pueda comprobar la legitimidad de los pagarés.

Debido a que un alto porcentaje del comercio, la industria y la agricultura en Colombia son propiedad de un número limitado de socios, el conocimiento del público sobre los asuntos de estas empresas privadas es muy escaso. El número de compañías en poder del público en general es relativamente pequeño y están inscritas en las Bolsas de Bogotá y Medellín. Actualmente dichas bolsas están estudiando la manera de que las compañías divulguen información financiera más frecuentemente, pues en la práctica solo lo hacen por períodos anuales. Mientras no haya información financiera de las compañías no inscritas en la bolsa, e información más frecuente sobre las inscritas, no podrá desarrollarse un mercado de instrumentos comerciales amplio y eficiente. El intermediario debe tener toda la información que se publique, sobre la cual pueda basarse para transmitirla al inversionista.

Además, los estados de pérdidas y ganancias y los balances financieros deben ser certificados por una firma de auditores independientes. Se recomienda que los tres últimos estados financieros anuales se pongan a disposición del comprador potencial de pagarés, junto con cualquier otra información que se estime apropiada. Para los registros del intermediario se requiere una copia certificada de la resolución que lo autoriza para tomar fondos en préstamo, un certificado con las firmas de las personas autorizadas para hacerlo y copias de cualquier documento de deuda a largo plazo que pueda existir.

Esta última información no necesariamente tiene que suministrarse al inversionista, pero debería estar disponible para contestar preguntas que pudieran surgir.

Después de que se autorice el funcionamiento del sistema debe pensarse en la preparación de algún material de divulgación para el público prestatario e inversionista que explique la nueva forma de transferir recursos. Un prospecto típico debería contener la siguiente información:

"El Departamento de Operaciones de Mercado Abierto de la Corporación Financiera (nombre) se organizó en 1975 de acuerdo con las siguientes disposiciones legales. Este Departamento se estableció para llevar a cabo los objetivos de la ley relacionada con un mercado para valores de primera clase con vencimiento que no exceda de 180 días. Se busca fomentar los préstamos para necesidades a corto plazo de empresas respetables en la actividad comercial, financiera, industrial y minera y proporcionar un instrumento de inversión a corto plazo diseñado para atraer excedentes temporales de liquidez".

También debe incluirse en el folleto de divulgación, información dirigida al eventual prestatario sobre esta fuente adicional de recursos, la disponibilidad potencial de fondos en este mercado y la importancia como complemento de financiación para las empresas. Por otro lado, para el inversionista deben agregarse consideraciones sobre la atractiva tasa de interés, la seguridad del instrumento y la participación del inversionista en el mercado de capitales para financiar la industria y comercio colombiano.

Para establecer este mercado debería hacerse también una evaluación de los candidatos que puedan pedir fondos prestados. Un requisito para determinar su elegibilidad debería ser si el préstamo es para capital de trabajo (a corto plazo, que sea fácilmente amortizable, etc.). Los prestatarios potenciales podrían encontrarse dentro de las empresas exportadoras, envasadoras, agrícolas, manufactureras, procesadoras de productos agrícolas, de comercio al por mayor y al por menor, de financiación, de ganadería de cría, mineras y otras.

Una de las áreas que mejor se presta para las operaciones de mercado abierto y que adquiere cada vez más importancia en el mercado extrabancario es la compra de letras provenientes de ventas a crédito, la cual se estima en un porcentaje mayor del 40% del total de la actividad en el mercado extrabancario. Estos instrumentos de cobro podrían ser comprados por organizaciones existentes en el mercado

financiero. Las compañías de financiamiento, a su turno, podrían financiar sus necesidades de fondos a través de préstamos en el mercado abierto.

Generalmente las compañías de financiación emiten pagarés (en el mercado abierto y a los bancos), sin garantía. Con el fin de crear confianza dentro del público respecto de los pagarés de las compañías de financiación, podría establecerse una especie de "hipoteca flotante", con la cual se tiene experiencia en el Canadá. Esta hipoteca, que se establece a favor de los tenedores de pagarés y de los bancos, respaldarían todos los cobros de la compañía de financiación. El administrador de la hipoteca sería el Departamento de Fideicomiso de un banco y el contrato de hipoteca especificaría los montos de los pagarés que podrían emitirse contra los activos de la hipoteca constituida y los pagos que se harían contra la liquidación de los activos.

El análisis de crédito de las compañías de financiación (y compañías de financiación para artículos de consumo) es un campo especializado que ha tenido innovaciones, principalmente en los Estados Unidos.

Ya se ha mencionado la importancia que tiene la preparación de la información para los prestatarios, pero es igualmente importante despertar el interés del inversionista. Ya se ha dado un paso en esta dirección con la recomendación de que se incluyan expertos en las operaciones del mercado extrabancario dentro del personal de las corporaciones financieras. Los miembros de las bolsas de valores participarían en el mercado secundario y presumiblemente trabajarían muy estrechamente con el mercado primario.

Los compradores potenciales podrían encontrarse entre las compañías de seguros, las asociaciones de comercio, los fondos mutuos, las universidades, los fondos del gobierno, las personas adineradas, las empresas y aun los mismos bancos. Deberá hacerse una investigación sobre las instituciones e individuos que muy posiblemente tengan excesos de liquidez transitorios.

La responsabilidad principal en el manejo del portafolio de valores a corto plazo de un intermediario financiero consiste en saber las condiciones del crédito, su precio y la posición de dicho portafolio. Sus principales preocupaciones deben ser el conocer la capacidad de endeudamiento de una empresa que desee emitir pagarés y el estar al tanto de que el prestatario suministre toda la información requerida. También es importante la fijación de precio (para la compra y reventa) de los instrumentos, dándole la debida atención a los movimientos de otras tasas de rendimiento y las condiciones de los compradores

y vendedores en el mercado abierto. Otro aspecto del manejo de estas operaciones debe ser el determinar qué tan expuesto está en su totalidad el portafolio del departamento de crédito, con atención a las limitaciones legales en cuanto a las relaciones de capital a endeudamiento o con respecto a otras actividades de las corporaciones financieras. Lo anterior debe determinar cuáles pagarés podrían garantizarse.

Para que las operaciones diarias tengan un funcionamiento normal, debe establecerse una sección que examine los pagarés para certificar su origen y validez, que determine si su emisión fue legal y que esté autorizada para pagarlos cuando sean enviados para su redención. Esta sección debe estar equipada para entregar oportunamente los pagarés cuando se haya recibido el pago correspondiente y para el mantenimiento de registros de todas las transacciones que sean necesarias para el buen funcionamiento de las operaciones e informar debidamente a la Superintendencia Bancaria. Esta sección debe encargarse de la financiación del inventario. La sección de crédito debe proveer la documentación e instrucciones apropiadas a la sección de manejo de pagarés.

Además del trabajo de divulgación para conectar-se con prestatarios e inversionistas potenciales, la sección de mercado abierto debe informar a la comunidad financiera la naturaleza de sus operaciones, principalmente con los bancos comerciales, a los cuales de vez en cuando se solicitarían créditos respaldados por el inventario de títulos, y con los cuales se puede verificar el crédito disponible. A medida que se va desarrollando el mercado, debería considerarse el establecimiento de una compañía independiente de clasificación de los diversos títulos en el mercado, cuya evaluación objetiva podría ser de gran interés para el público inversionista.

CONCLUSIONES

El establecimiento de un mercado abierto representa un desarrollo normal del sistema financiero colombiano, ya sea que se realice dentro del marco existente o que se incorpore dentro de una reforma monetaria integral. Los banqueros y financistas apoyan la institucionalización del mercado extrabancario y además existe un consenso casi general sobre la necesidad de reformar sustancialmente el sistema financiero.

Quizá el cambio más significativo que pueda sugerirse es la liberalización de las tasas de interés. Un mercado abierto buscará que el nivel de la tasa sea el determinado por la oferta y la demanda, tanto para el prestatario como para el prestamista. Al

prestatario debe permitírsele que deduzca, para fines impositivos, el total del costo en que haya incurrido por concepto de intereses. En resumen, no debe haber restricciones sobre las tasas de interés, ya que es la única manera de competir con el mercado extrabancario.

Se recomienda también que se haga una diferencia entre las operaciones de mercado abierto y las de las corporaciones de ahorro y vivienda, en tal forma que haya un mínimo de competencia. El verdadero mercado para los fondos de las corporaciones de ahorro y vivienda debería estar en los ahorros de las personas, mientras que el mercado para fondos de las operaciones de mercado abierto debe ser el exceso transitorio de efectivo. No importa si esto se lleva a cabo imponiendo una suma máxima para

ahorros en las corporaciones de ahorro y vivienda y una suma mínima para las operaciones de mercado abierto, o si se impone una duración mínima a los depósitos en UPAC, o si se prohíbe a las corporaciones de ahorro y vivienda aceptar depósitos de empresas. El énfasis principal debe estar en la distinción entre ahorros y exceso de efectivo.

Con las tasas de interés liberalizadas y las áreas de actividad definidas, las directivas de las corporaciones financieras podrán colaborar en el establecimiento de un mercado abierto. Estas conocen (y en algunas oportunidades representan) las empresas y negocios en el país, lo que podría emplearse para promover otras actividades dentro y fuera del mercado extrabancario, atendiendo sus necesidades de capital de trabajo.

DECRETO DEL GOBIERNO NACIONAL

Pagarés semestrales de emergencia económica

DECRETO NUMERO 2380 DE 1974
(noviembre 2)

por el cual se ordena la emisión y se fijan las características de los Títulos de Deuda Pública Interna denominados "Pagarés Semestrales de Emergencia Económica".

El Presidente de la República de Colombia,

en uso de sus facultades legales y en especial de las que le confiere el Decreto Legislativo 2338 del 30 de octubre de 1974,

CONSIDERANDO:

Que el artículo 19 del Decreto Legislativo número 2338 del 30 de octubre de 1974, amplió la facultad conferida al Gobierno Nacional por el Decreto Legislativo número 2144 de 1974, para que por conducto del Ministerio de Hacienda y Crédito Público y previo concepto de la Junta Monetaria, emita, coloque y mantenga en circulación títulos valores denominados "Pagarés Semestrales de Emergencia Económica" hasta por un total de dos mil millones de pesos (\$ 2.000.000.000) moneda legal:

Que el artículo 3º del mencionado Decreto, les fijó a los "Pagarés Semestrales de Emergencia Económica" un plazo de seis (6) meses, contados a partir de la fecha de su entrega al acreedor, por parte de la Dirección General de Tesorería y dispuso que las demás características de dichos títulos serán fijadas por el Gobierno Nacional y se podrán negociar en los términos y condiciones que este determine;

Que la Junta Monetaria conceptuó favorablemente sobre la emisión y colocación de estos pagarés, según consta en el oficio número 457 de octubre 30 de 1974;

Que el artículo 2º de la Resolución número 120 de 1937 emanada de la Contraloría General de la República, dispone que cuando la ley que autoriza una emisión de papeles de Deuda Pública Interna o Externa no determina expresamente las características de los documentos que deben emitirse, aquellos deberán ser fijados por medio de un decreto o por el contrato que el Gobierno celebra para el lanzamiento y venta de la emisión,

DECRETA:

Artículo 1º De acuerdo con lo autorizado por el Decreto Legislativo número 2338 de 1974, el Gobierno Nacional, por conducto

del Ministerio de Hacienda y Crédito Público —Dirección General de Crédito Público— procederá a efectuar la emisión de los "Pagarés Semestrales de Emergencia Económica" hasta por un valor de dos mil millones de pesos (\$ 2.000.000.000) moneda legal.

Artículo 2º Los "Pagarés Semestrales de Emergencia Económica" tendrán un plazo de seis (6) meses para su total amortización, contados a partir de la fecha de su entrega al acreedor por parte de la Dirección General de Tesorería, al final del cual podrán ser recibidos por el Gobierno Nacional en pago de impuestos.

Artículo 3º Los "Pagarés Semestrales de Emergencia Económica" se emitirán al portador, podrán ser negociados libremente, con el descuento que para el efecto fije el Gobierno Nacional, la propiedad será transferible por la sola entrega y sus denominaciones las fijará el Ministerio de Hacienda y Crédito Público —Dirección General de Crédito Público—, de acuerdo con los requerimientos y necesidades de colocación.

Parágrafo. Las denominaciones y características de las restantes series de dichos pagarés, serán fijados por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público —Dirección General de Crédito Público—, de acuerdo con los requerimientos y necesidades de colocación.

Artículo 4º Una vez emitidos los pagarés a que se refiere este decreto, serán puestos a órdenes de la Dirección General de Tesorería, en la forma y cuantía que disponga el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y esta procederá a colocarlos, anotando en cada título la fecha de colocación, con el fin de establecer el plazo de seis (6) meses, los cuales se contarán a partir de dicha fecha.

Artículo 5º El producto de la colocación de los referidos pagarés lo recibirá la Dirección General de Tesorería, para aplicarlo a las finalidades contempladas en el artículo 2º del Decreto Legislativo número 2338.

Artículo 6º La amortización de los "Pagarés Semestrales de Emergencia Económica" se hará a su vencimiento y contra la presentación del respectivo título.

Artículo 7º Mientras se imprimen los títulos definitivos, el Gobierno podrá emitir certificados provisionales de los "Pagarés Semestrales de Emergencia Económica" los cuales tendrán las mismas características de los títulos definitivos y serán cambiados por estos una vez se encuentren a disposición de la Dirección General de Tesorería.

Artículo 8º El Gobierno autorizará la expedición de nuevos "Pagarés Semestrales de Emergencia Económica" para reem-