



Ricardo Fandiño De la calle  
Socio

**Gómez-Pinzón Zuleta Abogados**

Columna La República, Octubre 04 de 2010

## **Tesorerías y la Integración de las Bolsas Perú, Chile y Colombia**

Durante el último Congreso de Tesorería de la Asobancaria, celebrado en Cartagena en días pasados, se mencionó en varias ocasiones las bondades y ventajas de la futura y oportuna integración de las bolsas del G3 – Perú - Chile - Colombia. Los ilustres conferencistas incluían reguladores de altísimo rango, funcionarios y presidentes de las bolsas y representantes de los bancos más grandes con intereses en la región. Se nos presentaron gráficas que señalaban unos crecimientos envidiables por parte de países desarrollados, curvas de los *spreads* sobre los bonos del tesoro que sitúan a Colombia y a nuestros vecinos chilenos y peruanos en unos rangos de riesgo cercanos a los históricamente mas bajos; pero sobre todo, se hizo énfasis en unas cifras que muestran las grandes ventajas para el mercado de renta variable producto de la integración P-Ch-Col. Si, de renta variable, es decir para el mercado accionario.

La que considero una bien pensada estrategia de integración por parte de las tres Bolsas, se trazó como era de esperarse, para lograr un mercado de renta variable unificado entre los países en cuestión. Pero, si bien es cierto que se debe empezar por el mercado de renta variable, se debe desde ya empezar a pensar en lo que debería ser una integración de los mercados de capitales de los tres países, mas allá del mercado accionario. En otras palabras, se debe pensar en la posible y creo bastante benéfica integración del mercado de renta fija, tanto el de operaciones transadas en bolsa como el de operaciones celebradas en el mercado OTC.

Volvamos a las cifras. Analicemos por el momento, el impacto que tiene la integración de las bolsas para Colombia, y solamente en estos 3 indicadores, número de emisores, capitalización bursátil y volumen de negociación. El número de emisores pasa de 87 en el mercado

colombiano a 564, es decir se multiplica por 7. El valor de la capitalización bursátil de las empresas listadas en las bolsas pasa de US\$140.119 millones en Colombia a US\$442.914 millones de manera integrada, se multiplica por 3. El volumen de negociación pasa de US\$19.168 millones a US\$57.460 millones, al igual que el caso anterior se triplica. Es evidente con estas cifras, que para los colombianos que en un comienzo tendrán un mayor interés en la integración, como lo son las sociedades comisionistas de bolsa, los emisores y los inversionistas institucionales, las ventajas son significativas en materia de posibles negocios sobre acciones o como emisores buscando otros mercados y mayor liquidez. Pero cómo podemos aprovechar esas ventajas o mejor aún, cómo podemos integrar de manera adecuada un mercado de renta fija entre Perú, Chile y Colombia?

Asumamos por un momento que existe consenso en que las operaciones de tesorería más comunes, son los repos, las operaciones simultáneas o fondeos que llaman en otras latitudes, las operaciones de préstamos de valores o TTV y las operaciones de derivados. Si revisamos rápidamente el régimen legal de Perú, Chile y Colombia, encontramos que en términos generales, este grupo de operaciones, con sus variantes sobre el tipo de subyacente (renta variable o renta fija), se encuentran todas autorizadas en Colombia, casi todas autorizadas en Chile y otras, en menor medida en Perú. Esta situación nos presenta dos conclusiones iniciales. La primera es que en los tres mercados existe más o menos uniformidad sobre el tipo de operaciones de tesorería que se pueden celebrar en un mercado integrado de renta fija. La segunda, que en términos comparativos, los participantes colombianos cuentan con una leve ventaja. Ahora, no es un secreto que hoy en días este tipo de operaciones se pueden celebrar y se celebran de manera transfronteriza o *cross border*. Pero si bien lo anterior es cierto, los requisitos, registros, y otras formalidades de tipo legal hacen que este tipo de operaciones no sean tan dinámicas y ágiles como normalmente lo exige un mercado de renta fija.

Si tenemos una ventaja comparativa en términos de autorizaciones legales, claramente tenemos una desventaja en términos de otros requisitos legales. Miremos el ejemplo de un repo *cross border*, bien sea transado en una futura bolsa integrada o aún hoy en día en el mercado OTC internacional bajo documentación estándar tipo GMRA o *Global Master Repurchase Agreement*, Para poder celebrar esta operación, que se considera como una operación de endeudamiento externo por la normatividad cambiaria, se debe cumplir entre otras, con que la contraparte esté listada en la lista de entidades financieras

del exterior del Banco de la República. Este solo requisito nos hace concluir que es necesario modificar los requisitos para que los emisores, comisionistas e inversionistas chilenos y peruanos puedan actuar como contrapartes en este tipo de operación en un mercado integrado. Hoy en día no podrían actuar como tal, pues la norma solo permite incluir en el listado mencionado a bancos y algunos fondos del exterior que cumplan con ciertas características.

Este es solo un ejemplo del reto más grande que tenemos por delante, a efectos de terminar de implementar con éxito la integración del mercado unificado sobre acciones y poder empezar a diseñar un mercado integrado de renta fija entre Perú, Chile y Colombia. Ese reto es la armonización del marco normativo de los tres países para crear un ambiente de negocios, supervisado pero ágil y dinámico, y evitar así arbitrajes regulatorios que hagan preferir llevar los negocios a un país sobre los demás. En esta tarea, Colombia tiene un gran camino por recorrer, pues para todos es evidente la cantidad de requisitos, formalidades y legalismos que inundan nuestras normas y que son propios de nuestro exagerado ímpetu de legisladores. En definitiva, creo que debemos empezar a confiar más en nuestras instituciones de vigilancia y control, estatales y privadas, para que hagan su tarea con unas normas adecuadas pero no exageradas. Creo igualmente, a riesgo de ser objeto de regaños sonoros por parte de algunos amigos reguladores, que en aras de una integración efectiva de los mercados de Perú – Chile y Colombia, debemos empezar a transitar el camino del desmonte de ciertas normas que tuvieron sentido en otros tiempos, pero que hoy en día solo generan obstáculos a unos mercados cada vez mas integrados.

Ricardo Fandiño De la Calle  
[rfandino@gpzlegal.com](mailto:rfandino@gpzlegal.com)