

ASOCIACION BANCARIA
BIBLIOTECA - HEMEROTECA

**Servicios Fiduciarios
y
Banca de Inversión**

HFV: 1.602

A76A
Ej. 2

CESAR TULIO RAMON RAMIREZ
EDITOR

ESTA OBRA RECOGE LOS DOCUMENTOS PRESENTADOS EN EL
PRIMER SEMINARIO INTERNACIONAL SOBRE SERVICIOS
FIDUCIARIOS Y BANCA DE INVERSION REALIZADO EN LA CIUDAD
DE BOGOTA, D.E., BAJO LOS AUSPICIOS DE LA ASOCIACION
BANCARIA DE COLOMBIA Y LAS SOCIEDADES FIDUCIARIAS

LAS OPINIONES EXPRESADAS EN LOS DIFERENTES TRABAJOS
REPRESENTAN LOS PUNTOS DE VISTA DE LOS AUTORES Y NO
COMPROMETEN EN MODO ALGUNO A LAS INSTITUCIONES A LAS
CUALES HAYAN ESTADO O ESTEN VINCULADOS

Edición

ASOCIACION BANCARIA DE COLOMBIA Y
SOCIEDADES FIDUCIARIAS

Diseño Diagramación y Artes

JULIO CESAR JIMENEZ RUEDA

Impreso en:

TALLERES GRAFICOS DE LA ASOCIACION BANCARIA

INDICE

	Pág.
PRESENTACION	VII
SESION DE INSTALACION	
Palabras del Dr. Carlos Caballero Argáez Presidente de la Asociación Bancaria de Colombia	3
Palabras del Dr. Néstor Humberto Martínez Neira Superintendente Bancario	9
I. LA FIDUCIA EN CANADA	
Monsieur Guy Vallée Vicepresident d'affaires Juridiques et Services aux entreprises de la Fiducie du Quebec, Canadá	23
II. LA FIDUCIA DE INVERSION Y EL MERCADO DE CAPITALES	
Dr. Hugo Díaz Báez Presidente del Banco del Comercio de Colombia	43
Mesa Redonda	
Panelistas:	
Víctor Londoño Vicepresidente Bancario Banco del Estado	65
Camilo Vallejo Presidente FIDUCOR S.A.	68
III. NUEVOS USOS DEL FIDEICOMISO EN MEXICO	
Licenciado Eduardo Carpizo Mac Gregor Director Ejecutivo Fiduciario Multibanco Comermex—México	73
Mesa Redonda	
Dr. Jorge Carrizosa Sociedad Fiduciaria Bermúdez y Valenzuela	93
Dr. Ricardo Lozano Vicepresidente Bancario Banco Colpatria	95

IV. FONDOS DE INVERSION

Dr. Luis Fernando López 101
Superintendente Bancario Primer Delegado

V. MERCADO DE LOS SERVICIOS FIDUCIARIOS EN LOS E.E.U.U.

Jo Dare Mitchell 125
Vicepresidente Citibank New York

Mesa Redonda

Dr. Eduardo Laverde 141
Experto Tributario

Dr. Pablo Trujillo 144
Presidente Fiduciaria Alianza

VI. LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO Y LA ACTIVIDAD FIDUCIARIA

Dr. Olver Bernal 151
Director Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República.

VII. BANCA DE INVERSION

Licenciado Javier Fernández Guerra 163
Director de Financiamiento Corporativo Operadora de Bolsa S.A. México D.F., México.

Mesa Redonda

Panelistas:

Dr. Julio Manuel Ayerbe 175
Presidente de la Corporación Financiera del Valle

Dr. Ernesto Caballero 181
Vicepresidente Asistente Banco de Bogotá

SESION DE CLAUSURA Y CONCLUSIONES

Palabras del Dr. Sergio Rodríguez Azuero 191
Coordinador de las Sociedades Fiduciarias

PRESENTACION

La Asociación Bancaria de Colombia y las Sociedades Fiduciarias se complacen en presentar al público esta obra que compendia las ponencias, comentarios y síntesis del Seminario Internacional sobre Servicios Fiduciarios y Banca de Inversión, realizado conjuntamente por las dos entidades durante los días 25 y 26 de Mayo de 1988.

Los temas, que fueron seleccionados con un criterio eminentemente pragmático, invocan los elementos del negocio y señalan la gama de posibilidades que presenta la actividad fiduciaria.

Las exposiciones realizadas por los conferencistas internacionales permiten al lector dibujarse una perspectiva amplia sobre la forma en la cual se adelantan los negocios fiduciarios en países como los Estados Unidos, Canadá y México. En cuanto se refiere a los aspectos de la fiducia en Colombia se tratan temas tales como: La Fiducia de Inversión y el Mercado de Capitales, las Operaciones de Mercado Abierto y la Actividad Fiduciaria y otros que se van a constituir, sin duda, en fuente obligada de consulta y estudio.

Con esta obra, se continúa con el empeño de difundir en nuestro medio el conocimiento de los aspectos más relevantes de una figura financiera que presenta grandes perspectivas de fortalecimiento y desarrollo.

**ASOCIACION BANCARIA DE COLOMBIA
SOCIEDADES FIDUCIARIAS**

Bogotá, Agosto de 1988

FE DE ERRATAS
CARTILLA FIDUCIARIA

Página 20

Fondos de Pensiones Voluntarios

Beneficios:

Donde dice:

“La parte del salario que se aporta al fondo no tiene retención en la fuente, siempre y cuando no se retire antes de cumplir los requisitos para pensionarse.”,

Debe decir:

“La parte del salario que se aporta al fondo no tiene retención en la fuente, hasta el 20% del ingreso anual, siempre y cuando no se retire antes de cumplir los requisitos vigentes para pensionarse.”

ASOCIACION BANCARIA
BIBLIOTECA-HEMEROTECA

SESION DE INSTALACION

LA FIDUCIA Y EL DESARROLLO DEL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO

Carlos Caballero Argáez*

En nombre de la Asociación Bancaria de Colombia y de las Sociedades Fiduciarias que operan en el país, me es grato instalar este seminario y extender a los visitantes y asistentes del exterior una cordial bienvenida, deseándoles una provechosa y agradable estadía en esta ciudad.

Sin duda el actual es un momento oportuno para llevar a cabo un evento de esta naturaleza. El sistema financiero colombiano requiere urgentemente mirar hacia el futuro después de la difícil situación que enfrentó en el pasado. Es por ello que la Asociación Bancaria y las Sociedades Fiduciarias se unieron alrededor de la actividad fiduciaria para organizar un seminario internacional que respondiera a la necesidad de analizar, con un criterio eminentemente pragmático las posibilidades de reforzar el negocio fiduciario en el país. Y es que estamos convencidos de que solamente mediante un conocimiento más profundo del negocio financiero, en general, y de sus distintas y diversas partes componentes, en particular, va a ser posible crear las condiciones para que el sector financiero en su conjunto progrese de manera sostenida y contribuya al crecimiento de la economía.

* Discurso pronunciado en la instalación del I Seminario Internacional sobre Servicios Fiduciarios y Banca de Inversión, Asociación Bancaria de Colombia y Sociedades Fiduciarias, Mayo 25 y 26 de 1988, Bogotá, D.E.

Deseo resaltar el énfasis que las entidades organizadoras del Seminario han puesto en otorgar a las presentaciones y discusiones un contenido práctico. Como persona ajena a la disciplina jurídica, y a la misma calidad de banquero, me ha venido inquietando desde hace varios años que cuando se menciona la palabra fiducia no se invocan los elementos del negocio sino las normas jurídicas que lo regulan. Hay más tradición en el estudio de los aspectos teóricos de las operaciones fiduciarias que en la explotación de la enorme gama de posibilidades de la fiducia con miras a satisfacer las demandas cotidianas — esencialmente prácticas — de los agentes económicos. Creo, entonces, que es hora de pasar de la teoría a la práctica, de innovar dentro de la ortodoxia y el profesionalismo de tal manera que se imprima un dinamismo positivo a la evolución de las normas reguladoras del negocio.

Además de desarrollar una actividad interesante, desafiante y rentable en sí misma, hay que entender que el avance en este campo no es independiente del que se registre en el sistema financiero como un todo. Parece por tanto importante tender un puente entre la fiducia como actividad específica y el desenvolvimiento futuro del sistema financiero.

La tendencia en la evolución del sector financiero colombiano está señalando que entidades como los bancos y las corporaciones financieras se enfrentan al reto de ampliar su radio de acción si no desean ver restringida su actividad futura. No hemos sido ajenos a lo que ha ocurrido en otras partes del mundo en donde la actividad de intermediación de crédito viene perdiendo importancia relativa. En los países industrializados, por ejemplo, el decaimiento de la función intermediaria de los bancos se hace día a día más evidente. Los márgenes en el negocio de intermediación se han venido erosionando ante el aumento de la competencia. En Estados Unidos, las empresas más rentables han dejado de tener una relación de negocios estrecha con los bancos grandes lo cual ha llevado a los expertos a preguntarse si, "en el largo plazo, las organizaciones bancarias tradicionales podrán — dentro de las restricciones existentes — mantener una ventaja comparativa que les asegure retornos adecuados, en un ambiente cada vez más complejo y, tal vez, mas riesgoso". ¹ Este fenómeno no es exclusivo de un país como Estados Unidos. En efecto, las condiciones económicas de los años setenta, con su secuela de elevación y volatilidad de las tasas de interés, condujeron en los países de la OECD a una mayor autofinanciación de las empresas y al aumento en las emisiones de títulos, en detrimento del crédito bancario. A su turno, al modificarse el ambiente económico a principios de los ochenta, y reducirse el nivel

1/. Corrigan E. Gerald, Financial Market Structure: A Longer View, Federal Reserve Bank of New York, January 1987, pág. 9.

de los intereses, se incentivó el desarrollo de los mercados de valores, desviándose el ahorro hacia productos no bancarios en búsqueda de mayores rentabilidades. Todo lo cual ha gestado un sinnúmero de transformaciones en el entorno que rodea al negocio financiero, entre ellos la desregulación, la incorporación de tecnologías y la ya famosa "titularización", versión castellana de la "securitización".

Mientras el comportamiento de las entidades financieras cambia a nivel de los países industrializados, un trabajo reciente sobre el negocio financiero realizado a solicitud de la Asociación Bancaria de Colombia encontró cómo, a pesar de los aumentos en los costos financieros y de operación, el conjunto de los bancos comerciales pudo mantener sus márgenes entre 1978 y 1986. Para lograrlo, los mayores costos se trasladaron a los usuarios del sistema bancario, razón por la cual el trabajo concluyó en que "cualquier empresa que acudiera directamente al mercado de capitales como fuente de financiación tendría un ahorro bruto, frente a la alternativa de crédito, de diez puntos".² De ahí, la preocupación manifestada por la Asociación Bancaria sobre el impacto que tendría la vigencia en el mercado financiero de un diferencial tan alto entre las tasas de captación y las de colocación puesto que bien puede dar lugar al surgimiento de formas no bancarias de canalización del ahorro hacia la inversión. De ahí, también, el énfasis en la necesidad de concluir el proceso de saneamiento de las entidades afectadas por la crisis financiera; en la reducción de los costos de operación de bancos y corporaciones; y en el desarrollo de negocios diferentes a la pura intermediación, tales como los realizados a través de la banca de inversión o las actividades fiduciarias en un marco de libertad con competencia.

Es por lo anterior que en la Asociación hemos estimado que un aspecto fundamental para el desarrollo del negocio financiero en su conjunto sería el de otorgar una mayor libertad a las entidades que lo realizan y que, para ello, debería permitirse que el mercado guíe su funcionamiento. Así se afirmó en la XXV Convención Bancaria y de Instituciones Financieras, anotándose que el Estado no es el mejor orientador de la actividad financiera cuando interviene para establecer en detalle el alcance de la operación de cada entidad por lo cual es plenamente justificable revisar el marco legal dentro del cual se lleva a cabo la operación financiera. Y es que, en esencia, el que la organización del sector financiero se ajuste a criterios de especialización por entidades no es la consideración más importante que deben formularse las autoridades al analizar la estructura de un sistema financiero sino, más bien, la de asegurar que dicha estructura cumpla con requisitos

2/ Inversiones e Ingeniería, Informe Asesoría Definición Negocio Financiero en Colombia, noviembre/87, pág. 50.

mínimos de eficiencia económica, de movilización de ahorro y de estabilidad financiera.³

O sea que los bancos, las corporaciones financieras y las sociedades fiduciarias bien pueden coexistir llevando a cabo negocios fiduciarios y de banca de inversión. Lo importante no es el nombre con el cual se bautizan las entidades que realizan los negocios de tipo financiero sino la función que ellas cumplen. Debería existir, entonces, la suficiente libertad — con supervisión del Estado — para que una entidad que se encuentre en posición adecuada para explotar eficientemente la prestación de un nuevo servicio pueda hacerlo ocupando nichos del mercado más por su capacidad competitiva y su profesionalismo que por designio de la regulación. Por ello la Asociación ha visto con agrado el que se hubiera abierto el campo a los bancos y a las sociedades fiduciarias para colocar en el mercado títulos emitidos por el Banco de la República. No vemos razón, a propósito, para que las corporaciones financieras estén ausentes de esta labor. Porque — como creo que queda claro — en el fondo lo determinante no es la especialización que impone la ley sino la que resulta de la competencia; muy posiblemente dentro de un tiempo solo unas pocas entidades se especializarán en la intermediación de títulos del Banco Emisor y no va a ser relevante si ellas son bancos, o sociedades fiduciarias o corporaciones financieras.

Pero, todo aquello que se logre en estos campos está sujeto a que se dominen los detalles del negocio fiduciario y, me atrevería a decir, con todo respeto por ustedes, que aún nos falta mucho en Colombia en términos de conocimiento y experiencia práctica. A más de esto, cabe llamar la atención sobre el hecho de que el tratamiento tributario otorgado en la legislación al patrimonio autónomo de la fiducia muy posiblemente ha impedido que se utilice este instrumento en todo potencial. Y es que, a diferencia de lo que ocurre en otros países del mundo, el patrimonio autónomo que resulta de un contrato fiduciario no se considera en Colombia como un contribuyente independiente sino que, por el contrario, quien constituye dicho patrimonio, o quien se beneficia de él, soportan la carga tributaria. Si el gravamen se estableciera independientemente sobre cada uno de los entes que forman parte del fideicomiso, se relevaría tanto a constituyentes como a beneficiarios de una doble tributación y habría un importante estímulo para el manejo de recursos financieros y en general cualquier tipo de bienes a través de mecanismos fiduciarios.

3/ Caballero Argáez Carlos, discurso en la Clausura de la XXV Convención Bancaria y de Instituciones Financieras, Un Marco para la Actividad Financiera en Colombia, XXV Convención Bancaria y de Instituciones Financieras, Asobancaria, 1987.

Formulados los comentarios anteriores agradezco la presencia en esta reunión del Señor Superintendente Bancario, de los conferencistas nacionales que han aceptado participar como expositores y, naturalmente, la de los invitados del exterior a quienes escucharemos con el mayor interés. Estoy seguro, además de que los esfuerzos para organizar este seminario se verán bien recompensados por la activa participación en él de todos los asistentes y de que, de esta manera, de aquí se desprenderán valiosas recomendaciones tendientes a imprimir un "salto hacia adelante" en materia de desarrollo del negocio fiduciario en Colombia.

Muchas gracias.

REFLEXIONES EN TORNO AL "BOOM FIDUCIARIO"

Por: Nestor Humberto Martínez Neira
Superintendente Bancario.

Señoras y Señores:

Resulta particularmente grato asistir a este Seminario Internacional sobre Servicios Fiduciarios y Banca de Inversión, organizado conjuntamente por la Asociación Bancaria de Colombia y las Sociedades Fiduciarias del país. Agradezco sinceramente a sus organizadores la invitación con que me han distinguido para participar en esta sesión inaugural, como quiera que ella constituye una oportunidad invaluable para que el organismo fiscalizador del sistema financiero someta a su consideración algunas inquietudes e iniciativas sobre el devenir de la actividad fiduciaria en Colombia y su futuro inmediato.

Bien es sabido por todos los asistentes que la historia de la Fiducia en Colombia se remonta a la propia promulgación de la Ley 45 de 1923, orgánica de nuestro sistema financiero, como quiera que en ella se estableció la reglamentación necesaria para la organización, funcionamiento y vigilancia especial de las secciones fiduciarias de los Bancos Comerciales. Empero, su desarrollo está fundamentalmente ligado al advenimiento de las sociedades fiduciarias, reconocidas por primera vez en nuestro derecho positivo en el Código de Comercio de 1971, y que han observado particular dinamismo durante los últimos diez años. No sólo porque su número casi que se quintuplicó, al pasar de tres en 1979 a 14 en 1987, sino porque el volumen de los recursos en fideicomiso ha aumentado en forma realmente significativa, particularmente durante los últimos tres años. Para avalar esta afirmación quiero, preliminarmente, llamar su atención sobre algunas cifras que dan cuenta del inusitado avance al que he hecho referencia: en 1979 el volumen de los fideicomisos equivalía apenas a \$1.000 millones, cifra

esta que observó un crecimiento moderado a una tasa promedio anual del 17^o/o hasta 1984. A partir de 1985 el crecimiento se aceleró, duplicándose este rubro, lo que significó para entonces un volumen de fideicomisos de \$39.525 millones. Pero en los dos últimos años el crecimiento ha sido realmente sorprendente a tasas del 57^o/o y del 63.5^o/o, respectivamente, lo que significa un volumen de fideicomisos de \$62.000 millones en 1986 y \$101.000 millones al cierre del año anterior. No en vano, pues, algunos analistas se refieren ya a este fenómeno económico como el "boom fiduciario", que no puede menos que merecer la atención permanente del Estado.

Bien a sabiendas de que la comparación no es exacta y con el único propósito de ilustrar a los asistentes de este certamen acerca del auge de las sociedades fiduciarias y como simple punto de referencia para iniciar el análisis que me he propuesto, es conveniente señalar que el valor de los fideicomisos apenas equivalía al 2.6^o/o de las captaciones bancarias en 1980. Para 1987 tal equivalencia pasó al 7.2^o/o. Y si se le compara con los pasivos para con el público de algunos establecimientos de crédito, podría decirse que hoy las sociedades fiduciarias administran valores de terceros que corresponden al 56^o/o de las captaciones de las corporaciones financieras y al 67^o/o de las compañías de financiamiento comercial.

Quiero en esta ocasión ocuparme fundamentalmente del análisis del quehacer de las sociedades fiduciarias y sus perspectivas, desde la óptica oficial, precisamente por la importancia que hoy les corresponde en el universo de entidades del sector financiero.

I. EN BUSCA DE UN ESPACIO VITAL.

El sistema financiero colombiano está organizado sobre la base de un criterio de especialización funcional. Con arreglo a este postulado organizacional, no pueden concebirse organismos que desarrollen operaciones propias de tipos específicos de entidades financieras, como tampoco resulta de recibo que algunas de ellas se aparten del criterio de especialización en que fundan su existencia y extiendan sus actividades a empresas que corresponden a otros agentes económicos.

La historia de las sociedades fiduciarias, aunque algo menor a cuatro lustros, muestra la existencia de un subsector del sistema que con gran dinamismo y no pocas contradicciones busca aprehender su propio "nicho financiero". Permite observar, en primer término, un movimiento pendular dentro de las legítimas variantes que admite la fiducia mercantil. En efecto, hasta 1984 las sociedades fiduciarias centraron su acción en los fideicomisos de inversión, los que alcanzaron a representar el 80^o/o del total de activos en fiducia. En 1985 se produjo una

transformación sustancial en la composición de los fideicomisos: los de inversión vieron reducida su participación al 31^o%, al propio tiempo que los inmobiliarios aumentaron la suya al 55^o%, como producto de un incremento de más de cuarenta veces su monto con relación al año anterior. A su turno, el gran auge de los dos últimos años estuvo marcado por un regreso paulatino de los fideicomisos de inversión como el principal centro de acción de las sociedades fiduciarias, aunque no en la proporción que caracterizó al período anterior a 1985. De esta forma, de los \$62.063 millones que conformaban el volumen total de fideicomisos para 1986 el 34.6^o% correspondía al de inversiones, el 45.4^o% al de inmuebles y el 19.4^o% a otros de diferente género. Para 1987 estos porcentajes se habían transformado en 42.8^o%, 27.4^o% y 29.1^o% respectivamente.

Como se vé, no es muy clara la evolución de los fideicomisos de las sociedades fiduciarias. En primer lugar su "despegue" se produce en 1985, justo en el momento en que tocaba fondo la crisis del sector financiero. En segundo término, al observar cada uno de los factores que marcaron la evolución se descubre que, excepto la permanencia del monto insignificante de los fideicomisos de bienes muebles, no existen tendencias claras del comportamiento en el volumen de cada una de las clases de bienes fideicomitados: al salto enorme de los bienes inmuebles en 1985, le sigue un período que se puede caracterizar por su estancamiento y aún, retroceso. Al descenso de los fideicomisos de inversión en el mismo año le sucede un inusitado aumento en los dos posteriores, al tiempo que los fideicomisos no comprendidos dentro de la clasificación anterior evolucionaron con altibajos hasta 1985, cuando comienzan a duplicarse en cada año.

Por otro extremo, esa misma historia de las sociedades fiduciarias permite apreciar al analista que a la sombra de los denominados fideicomisos de inversión y a partir de aquella falacia que nos hemos acostumbrado a repetir sin mayor discernimiento, conforme a la cual "la fiducia sirve para todo", algunas sociedades fiduciarias olvidaron su perfil institucional e incursionaron en actividades que no les competen en el contexto de un sistema regido por el principio de la especialización funcional. Esta realidad incontrovertible, permitió que en el pasado reciente, en un certamen similar a este, organizado por la Asociación Bancaria y las Sociedades Fiduciarias, igualmente, se hablara del "facilismo" en la fiducia de inversión o de la "Seudo Fiducia de Inversión".

El nacimiento de las operaciones de fiducia de inversión en nuestro país no siguió el modelo de otras naciones, en donde fueron ideadas para promover el desarrollo del mercado de valores. En efecto, puede afirmarse válidamente que entre nosotros la fiducia de inversión surge más como una reacción institucional frente a ciertas restricciones que el ordenamiento fue estableciendo en forma paulatina para la actividad en algunas entidades financieras, circunstancia que,

como lo veremos, explica en buena medida los desaciertos en que se ha incurrido en su desarrollo.

Es así como a comienzos de la presente década, los estatutos del mercado bursátil regularon exhaustivamente la actividad de los comisionistas de bolsa, con criterio restrictivo, a tiempo que, por otra lado, las regulaciones monetarias y crediticias estrecharon el espacio operativo de los intermediarios financieros tradicionales.

A lo anterior, hay que agregar la particular estructura de la regulación de la actividad financiera en Colombia, sometida a los llamados "estatutos especiales" según los cuales, a las entidades del sector sólo les es permitido llevar a cabo o desarrollar las operaciones expresamente autorizadas por la ley.

Bajo el anterior contexto, las sociedades fiduciarias y las secciones fiduciarias de los establecimientos de crédito, se encontraban en una situación de privilegio, ya que su regulación era y sigue siendo la más escasa de todo el sistema. Fue en este entorno en el que empezaron a tomar cuerpo operaciones de intermediación financiera por parte de varias sociedades fiduciarias, hecho que generó — con el tiempo — la circunstancia de que estas entidades vinieran a realizar actividades que las alejaron de su función económica, esto es, la gestión profesional de bienes y negocios de terceros sin asumir posición propia. De esta suerte, en primer término, no pocas entidades del sistema dedicaron en el pasado parte significativa de su esfuerzo empresarial a la realización de operaciones de simple intermediación financiera, rotuladas bajo la etiqueta de la fiducia de inversión. Con ello, y habida cuenta de los elevados volúmenes de recursos recibidos del público, comenzó a generarse un riesgo creciente, particularmente por los siguientes factores:

- a. Las instituciones fiduciarias, hallándose legal y naturalmente impedidas para garantizar rendimientos fijos a su clientela, asumieron ese compromiso comercial, sin contar por lo demás con el respaldo de una estructura patrimonial adecuada.
- b. Si bien es connatural a la actividad de los intermediarios financieros el cumplimiento de normas mínimas que procuren su liquidez, los fiduciarios institucionales no se encuentran sujetos al régimen que a través de figuras como el encaje y las inversiones forzosas buscan asegurar márgenes razonables de liquidez para atender oportunamente los compromisos adquiridos con terceros.
- c. En estrecha relación con lo anterior, los fiduciarios institucionales, al no estar sujetos a la observancia de los cupos individuales y globales de endeudamiento

de los establecimientos crediticios, empezaron a presentar preocupantes niveles de concentración del riesgo en sus operaciones activas, que se tradujeron en un marcado crecimiento de su dudoso recaudo. En el escaso lapso de tres años (1984 — 1987), las deudas de dudoso recaudo se triplicaron. Durante el período que se tomó para estudio, la tasa de crecimiento anual de las deudas mencionadas fue superior al 40^o/o, dándose incluso el caso de un aumento cercano al 200^o/o, como sucedió en 1986, justo cuando las demás instituciones financieras comenzaban a mostrar signos alentadores de recuperación. Por fortuna, el comportamiento de estos activos improductivos mejoró sustancialmente, pues sólo registró un incremento del 7^o/o.

d. Adicionalmente, algunas compañías que desarrollaban simultáneamente negocios de fiducia inmobiliaria, instituyeron la práctica de financiar el desarrollo de tales proyectos con recursos provenientes de la fiducia de inversión. En este caso, a más de los factores adversos ya mencionados, tuvo lugar el inevitable desfase financiero resultante del perfil propio de cada una de las distintas operaciones. Así, mientras los contratos de inversión presentaban normalmente vencimientos de corto plazo, los inmobiliarios requerían de períodos de madurez mayores, dificultando el repago de los créditos que el fiduciario otorgaba con aquellos fondos.

La problemática descrita dió lugar a una serie de consecuencias económicas cuyo impacto afectó la estructura financiera de algunas sociedades fiduciarias.

Estos antecedentes explican sin dificultad el contenido y alcance de las medidas que ha tenido que adoptar la Superintendencia Bancaria en procura de la protección de los dineros del público, así como para asegurar la imagen y estabilidad del sector. En primer lugar, a través de la Resolución 3914 de 1986 reguló la fiducia de inversión, amén de tipificar y reglamentar los fondos comunes de inversión ordinarios y especiales, todo ello para que esta modalidad de contratación mercantil “ no se convierta en un mecanismo a través del cual, se realicen actividades que, de conformidad con la ley, únicamente pueden desarrollar los establecimientos de crédito debidamente autorizados para la captación masiva y habitual de dineros del público”, según se lee en sus propios considerandos. Más adelante, por medio de las resoluciones 4979 y 5639 de 1987, la Superintendencia Bancaria hizo extensivo a las sociedades fiduciarias el depósito de garantía, hasta entonces propio de las secciones fiduciarias de los bancos y las corporaciones financieras. Dicho depósito, que debe ser constituido en títulos de la mayor seguridad con recursos propios de la respectiva entidad, es un instrumento que busca establecer una garantía efectiva para los intereses de los terceros que contratan con los fiduciarios institucionales, en un marco de mesurado y ordenado crecimiento de sus compromisos, aparte de que sirve para proscribir para siempre la posibilidad de que la fiducia de inversión pueda volver a servir

el crédito colectivo, a partir de la captación de recursos del público por vía de fondos comunes.

Esta historia que registra un "desvío" conceptual y funcional en la práctica fiduciaria, había sido ya escrita en otros países, como en México, donde también fue necesario imponer una línea divisoria entre el fideicomiso de inversión y la intermediación financiera. Fue así como a través de un decreto calendado el 29 de diciembre de 1956, el legislador mexicano consideró útil disponer, como medio correctivo, la limitación al catálogo de posibilidades para colocar los recursos de los fideicomisos de inversión, de dos maneras:

- a. Mediante la restricción de la colocación de recursos a través de préstamos únicamente a aquellos que se ajusten a los parámetros fijados por el Banco Central y
- b. Mediante la restricción de la colocación de recursos a través de adquisición de valores mobiliarios a aquellos valores expresamente autorizados para el efecto por la Comisión Nacional de Valores.

En el caso colombiano, teniendo como punto de mira la experiencia mexicana, la reglamentación acogida resultó ser bastante análoga en lo que toca con la restricción de la colocación de recursos a través de la adquisición de valores mobiliarios, correspondiéndole a la Superintendencia Bancaria la determinación de los activos financieros que pueden integrar el portafolio del fondo común.

Hoy por hoy puede afirmarse que la oportuna acción del Estado ha permitido conjurar los nocivos efectos que la extensión de tales prácticas en el mercado fiduciario, hubieren podido ocasionar al subsector. Dicha acción comportó un llamado a la ortodoxia; a la imperiosa necesidad de que las sociedades fiduciarias se concentren en su oficio, cuya trascendencia económica y social, es ampliamente conocida por todos los aquí asistentes, circunstancia que me releva de mayores comentarios en esta oportunidad.

Pero ahora, cuando consideramos superada esta etapa institucional del fiduciario, caracterizada por la búsqueda de su identidad funcional, no deja de preocuparnos el eventual advenimiento de un nuevo "conflicto de personalidad", a partir de la calificación que como "intermediarios de valores" pueda otorgárseles para actuar como "dealers" en la colocación primaria de los títulos de operaciones de mercado abierto.

Se impone un alto en cualquier sendero errático. Todas las fiduciarias deben marchar por el camino de la especialización. No les corresponde continuar empeñadas en la búsqueda de su espacio vital. En qué debe emplearse, pues, las socie-

dades fiduciarias?. La respuesta es elemental: en el negocio fiduciario, cuyas diversas expresiones invitan a concentrar los recursos técnicos, patrimoniales y humanos con que cuenta, para lograr su desarrollo. La actividad profesional de muchas de las sociedades fiduciarias en Colombia, nos debe animar a centrar los ojos en ellas, para servirnos de sus experiencias. Al propio tiempo, estos certámenes nos permiten asimilar experiencias foráneas, todo ello para lograr una reafirmación del quehacer del agente fiduciario.

II. HACIA EL FORTALECIMIENTO DE LA ACTIVIDAD FIDUCIARIA.

La exhortación que acabo de formularles, bien lo sé, debe estar seguida de una serie de acciones que hagan posible fortalecer el negocio fiduciario entre nosotros. he aquí algunas de ellas:

a. La Solemnidad del Contrato.

En primer lugar, no parece al criterio de la Superintendencia Bancaria que el rigor formal que debe acompañar a todo contrato de fiducia mercantil, al tenor del artículo 1228 del Código de Comercio, convenga al futuro de este tipo comercial. El requisito de la escritura pública es, ciertamente, una seria limitante, ajena a la propia realidad y velocidad con que se suceden hoy por hoy los acontecimientos económicos en el mundo de los negocios. Por ello, el Despacho a mi cargo estaría dispuesto a promover un proyecto de ley que enervara esta dificultad de la fiducia, a través de una iniciativa que al propio tiempo deje a salvo la necesaria autenticidad del contrato, que debe preservarse dados sus efectos patrimoniales.

b. Una cultura para la fiducia.

Igualmente considero que el Estado y los empresarios deben hacer causa común para educar a la colectividad sobre el verdadero alcance de la fiducia y sus virtudes. La extensión que ha logrado la fiducia de inversión y los desvíos que quedaron anotados, llevaron a que la comunidad entendiera el negocio fiduciario como una modalidad más de intermediación financiera, en la cual se garantizaba al usuario un rendimiento fijo, al paso que el fiduciario asumía en forma integral el riesgo crediticio derivado de las colocaciones efectuadas con los recursos así recibidos, generándose de esta manera una imagen, no solo de la operación sino también de las mismas instituciones y su función al interior del sistema, que en modo alguno corresponde a su verdadera naturaleza y de cuyos efectos nocivos no acaban de recuperarse nuestras empresas fiduciarias, las cuales, llegaron a ofrecer públicamente verdaderos activos financieros o títulos de deuda para formalizar negocios fiduciarios, desnaturalizando en alto grado el propio contrato y su estirpe personalista.

En procura de una adecuada información sobre los encargos fiduciarios y los negocios fiduciarios traslaticios, a través de la Circular 36 de 1987 la Superintendencia fijó pautas mínimas que deben observar los fiduciarios en el diseño y elaboración de su publicidad. Pero ello no es suficiente; hay que dar cabida a programas y campañas institucionales que ofrezcan amplia y suficiente información al respecto.

c. Régimen de Incompatibilidades.

Dada la estructura y composición accionaria de las sociedades fiduciarias, a tiempo debe llamarse la atención acerca de la necesidad de obviar conflictos de interés entre el fiduciario como tal y sus administradores y propietarios, cuya ocurrencia sería altamente pernicioso. Hipotéticos conflictos de esta naturaleza quedan hoy insinuados en la actividad del fideicomiso inmobiliario y de valores mobiliarios, por virtud de la presencia en las fiduciarias de comisionistas de bolsa, corredores inmobiliarios y constructores.

d. Los Fondos Comunes.

Creo poder afirmar que el desarrollo reciente de los fondos comunes ordinarios, ha permitido apreciar las bondades de este instrumento fiduciario y las múltiples ventajas que ofrece en el marco de los sistemas financieros de otros países donde se han desarrollado, como en los Estados Unidos, donde se les conoce como los "common trust funds". Así, puede decirse que:

- Cumplen una importante función macroeconómica de asignación efectiva de recursos;
- Constituyen un agente eficaz para dotar de liquidez el mercado secundario de títulos;
- Permiten al pequeño inversionista, no obstante sus modestos recursos, tener acceso a la inversión de valores cuidadosamente seleccionados;
- Facilitan la atomización del riesgo, favorecen la rentabilidad de la inversión colectiva y garantiza un grado aceptable de liquidez de la cartera.;
- Debido a la economía de escala que con su constitución se obtiene, disminuyendo los costos de operación y la tarifa de remuneración del fiduciario y;
- Permiten la atención conjunta de grandes grupos de fideicomitentes con un mínimo de esfuerzo.

Si bien en la actualidad se ha alcanzado un interesante grado de desarrollo en la implementación de los fondos, es necesario, en orden a capitalizar de mejor manera sus ventajas, reconocer la existencia de vacíos que hacen imperiosa la adopción de una serie de definiciones en función de las cuales deben aunarse —sin reservas— los esfuerzos tanto del Estado como de los mismos empresarios, a semejanza de las tareas de concertación que se han desarrollado en el pasado inmediato.

En este orden de ideas y aún existiendo la actual orientación que ha querido dar a esta figura el Estado Colombiano, en el aspecto comercial es preciso que la misma competencia lleve al sub-sistema a ofrecer productos que, compartiendo una estructura común, constituyan alternativas diferenciales de inversión. En otras palabras, la conjugación de dos principios esenciales a esta operación como son, de un lado, la amplitud característica del negocio fiduciario en términos de alcance de la labor del gestor y, de otro lado, la riqueza y versatilidad con que pueden combinarse técnicamente las distintas opciones de inversión, en el marco de una cartera colectiva de valores como la prevista en nuestro medio para los fondos ordinarios, por oposición a los rígidos esquemas que son propios de la mayoría de las operaciones financieras, constituye el punto de partida para que, al igual que ocurre en otras latitudes, la clientela tenga la posibilidad de escoger entre distintos fondos comunes que ofrezcan otras tantas combinaciones de rentabilidad, liquidez, seguridad y tratamiento tributario.

Por lo que hace al aspecto jurídico, y sin desconocer que las regulaciones normalmente van a la zaga de las realidades económicas, existe igualmente un largo camino a recorrer.

En primer paso, en nuestro entender, deberá darse en el sentido de depurar cada vez más los contratos masivos y de adhesión mediante los cuales se instrumenta la relación entre el cliente y el portafolio de inversión, debiendo consignarse de manera clara e inequívoca los elementos jurídicos del negocio, particularmente en términos del conjunto de derechos y obligaciones de las partes y, como corolario de ellos, la responsabilidad que al fiduciario cabe como administrador profesional de la inversión colectiva.

A estos efectos, serán sin duda invaluable las clarificaciones que pueden efectuarse en torno a puntos tales como la remuneración del agente fiduciario, inconvenientemente pactada en la actualidad como el exceso sobre un “rendimiento mínimo esperado” por el cliente, con lo cual — dicho sea de paso — el fiduciario se convierte en beneficiario del negocio; y los alcances que para el constituyente o beneficiario, si fuere distinto, tiene el perfeccionamiento de la operación ya a través de contratos de fiducia mercantil, ora mediante la celebración de encargos o mandatos fiduciarios no traslaticios de dominio.

A otro nivel, un mayor grado de precisión en los lineamientos reglamentarios de los fondos comunes habrá de redundar, sin duda, en mayores condiciones jurídicas de seguridad. Sobre el particular, se han identificado ya aspectos específicos que ameritan la complementación de las disposiciones vigentes sobre el tema. He aquí algunos de ellos para integrar una agenda de trabajo que puede verse enriquecida con los aspectos que aquí se analicen:

- Tipos de contratos a través de los cuales puede instrumentalizarse la fiducia de inversión.
- Límites para la inversión de los recursos del fondo en un solo valor o clase de valores, en desarrollo del principio de dispersión del riesgo.
- Fuentes autorizadas como recursos del fondo.
- Operaciones restringidas a los administradores fiduciarios.
- Proporción entre el monto de los fondos fiduciarios comunes y el patrimonio del administrador fiduciario.
- Establecimiento de cuentas especiales para liquidez, estabilización de rendimientos y protección de activos e inversiones.
- Liquidaciones en especie.
- Necesidad de que las instituciones administradoras de fondos comunes de inversión expidan reglamentos para cada uno de los portafolios colectivos cuyo manejo les sea confiado, a fin de hacer de público conocimiento aspectos sustanciales de su organización y funcionamiento. Por ejemplo: la enunciación de las facultades que corresponden a la entidad como administradora del fondo; el procedimiento técnico mediante el cual ha de establecerse su valor neto para efectos de liquidación, distribución o reinversión total o parcial de rendimientos; la forma y periodicidad de liquidación de las utilidades y, por sobre todo, la política de inversión que seguirá el fondo, destacando el perfil financiero de los activos que han de conformarlo y los riesgos que asumen los participantes del fondo.

Finalmente conviene proseguir en la búsqueda de similares definiciones en torno al tema de los fondos comunes especiales de inversión a través de los cuales muy seguramente habrán de canalizarse — en el futuro — importantes recursos del ahorro privado.

Como ha quedado visto, no son pocos los avances que se han hecho en los últimos años en el campo de la fiducia de inversión. No obstante, quedan todavía espacios por colonizar, políticas por trazar y metas que alcanzar.

III. LAS SECCIONES FIDUCIARIAS DE LOS BANCOS.

No resultaría conveniente terminar esta intervención sin referirme, así sea brevemente, a la evolución de las secciones fiduciarias en los bancos.

Tomando como punto de partida los albores de la crisis financiera se observa que entre 1982 y 1987 el volumen de fideicomisos pasó de \$10.691 millones a \$40.068, lo que significa prácticamente que ellos se han cuadruplicado.

A diferencia de las sociedades fiduciarias, el crecimiento aquí ha sido paulatino con excepción quizá del año anterior, debido al mayor recaudo de algunos impuestos a través del sector bancario.

De otra parte se aprecia que el volumen de fideicomisos se ha concentrado en las secciones fiduciarias de los bancos oficiales que en la mayoría de los casos han participado con más del 85% del total, dejando un pequeño porcentaje a los privados y mixtos.

Estas cifras ponen de manifiesto cuán deprimidas se encuentran las secciones fiduciarias de los bancos y cuál la responsabilidad de sus actuales administradores para lograr su revitalización, tanto más en momentos en que la diversificación y fortalecimiento de los servicios bancarios se imponen como una necesidad inaplazable en el mundo entero.

Al presentar un cálido saludo a los empresarios extranjeros que nos acompañan, solo me resta formular mis mejores votos por el éxito del Seminario, cuya realización celebro con la confianza de que este tipo de eventos contribuyen positivamente a la evolución de las instituciones del sistema financiero, en beneficio de nuestro desarrollo económico.

Muchas gracias.

ASOCIACION BANCARIA
BIBLIOTECA - HEMEROTECA

CAPITULO I

LA FIDUCIA EN CANADA

“SOCIEDADES FIDUCIARIAS EN CANADA”

Por: Dr. Guy Vallée
Vicepresidente de Servicios y
Negocios Jurídicos, de la
Fiducia de Quebec.

INDICE

- I. EVOLUCION DEL SISTEMA FINANCIERO
 - A. Los cuatro pilares
 - B. Aceleración del Cambio

- II. SOCIEDADES FIDUCIARAS DE LOS AÑOS OCHENTA
 - A. Bancos
 - B. Sociedades Fiduciarias
 - Productos
 - Industria Fiduciaria de Quebec

 - C. Compañías de Seguros de Vida
 - D. Corredores
 - E. Cajas Populares
 - F. Otros
 - G. Participación en el mercado
 - H. Desespecialización

III. LA NUEVA LEY SOBRE SOCIEDADES FIDUCIARIAS

- A. Modernización de la legislación**
- B. Ley de Quebec**
- C. Aumento de poderes**
- D. Anteproyecto de ley de Canadá**
- E. Un nuevo marco para los años noventa**

LAS SOCIEDADES FIDUCIARIAS EN CANADA

Como en muchos países, y probablemente también en Colombia, las instituciones financieras canadienses están atravesando actualmente por un período de rápida transformación. Les hablaré en primer lugar sobre la evolución del sistema financiero canadiense y describiré las características de las instituciones financieras en los años ochenta, especialmente de las sociedades fiduciarias y sus productos. Después les presentaré la nueva ley sobre sociedades fiduciarias y sociedades de ahorro, que servirá de marco para los años noventa.

I. EVOLUCION DEL SISTEMA FINANCIERO

A. LOS CUATRO PILARES

En los años cincuenta, el sistema financiero canadiense no tenía mayor complejidad. Sus cuatro pilares básicos eran los bancos comerciales, las sociedades fiduciarias, las compañías de seguros y los corredores de valores de inversión. Cada una de estas categorías de instituciones estaban estrechamente reglamentadas por organismos o ministerios específicos a nivel federal o provincial. Las actividades llevadas a cabo por las instituciones pertenecientes a cada uno de los cuatro pilares estaban relativamente bien definidas y había muy poca superposición de funciones.

En virtud de este sistema de pilares, los bancos comerciales, reglamentados por el gobierno federal, estaban limitados a una concepción restringida de la función bancaria. Su principal función era la de recoger fondos a corto plazo, en forma de depósitos a la vista, y la de hacer préstamos a las empresas para financiar sus inventarios y sus cuentas por cobrar.

La principal actividad de las sociedades fiduciarias consistía en administrar sucesiones y cuentas en fideicomiso, incluyendo cajas de pensiones, aunque también aceptaban depósitos y concedían algunos créditos hipotecarios.

Las compañías de seguros vendían seguros de vida, seguros sobre los bienes, contra riesgos varios, etc., mientras que los corredores de valores de inversión negociaban acciones y obligaciones por cuenta de terceros y suscribían emisiones de títulos.

La separación de las funciones entre las diferentes categorías de instituciones tenían el objetivo de establecer la confianza del público en el sistema financiero y de minimizar el riesgo de que surgieran conflictos de intereses. Además, con el objeto de garantizar la solvencia de las instituciones financieras, la reglamentación restringía no solamente el campo de actividad de los diferentes participantes sino que también fijaba límites en cuanto a los diversos elementos del pasivo que podía tener una institución.

B. ACELERACION DEL CAMBIO

A partir de los años sesenta, comenzó a crearse un consenso respecto a la necesidad de asegurar una cierta competencia entre las instituciones financieras. Esta fue una de las principales preocupaciones durante la revisión profunda que se hizo en 1967 a la ley sobre bancos. Se introdujeron dos cambios especialmente importantes. Uno de ellos fue la abolición de los límites a las tasas de interés, que permitió a los bancos entrar con fuerza en el mercado de los préstamos al consumo. La otra fue una modificación a la ley que permitió a los bancos conceder créditos hipotecarios, lo que se tradujo en una intensificación de la competencia en este mercado.

Estas modificaciones legislativas y otros cambios contribuyeron a debilitar las líneas de demarcación con frecuencia rígidas que delimitaban las respectivas funciones de los cuatro pilares del sistema financiero. Hoy en día, es posible comprar acciones en un banco, abrir cuentas de depósito a la vista (actividad tradicionalmente reservada a los bancos) en una firma de corredores de valores de inversión, y comprar un contrato de rentas diferidas a corto plazo (que tam-

bién parece ser un instrumento bancario tradicional) en una compañía de seguros de vida. De la misma forma, es posible comprar fondos mutuos en un banco, en una caja popular, en una compañía de seguros de vida, en una sociedad fiduciaria, en una firma de corredores o en una firma de asesores financieros.

La desaparición progresiva de las líneas de demarcación entre los principales segmentos del sector financiero no es ajena a la serie de fusiones de instituciones financieras que se está presentando desde hace algunos años, ni a la aparición de grupos económicos en los mercados financieros. Otro hecho definitivo fue el auge de las sociedades de cartera (holding), que cumplieron una función primordial al agrupar bajo un mismo techo una o varias sociedades fiduciarias, compañías de seguros de vida, compañías de seguros generales, firmas de asesores de inversión, fondos mutuos e incluso bancos y firmas de corredores de valores de inversión. Otro factor que contribuyó a aumentar la complejidad del sistema financiero fue la creación, por ejemplo, de lo que hoy se ha dado en llamar los "supermercados financieros".

II. LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS DE LOS AÑOS OCHENTA

A. BANCOS.

Los bancos comerciales, que operan dentro del marco del Anexo A de la ley sobre bancos, son las instituciones financieras mejor conocidas por razón de su presencia en el mercado al detal de servicios financieros. Además de los diversos tipos de depósitos, los bancos ofrecen otros servicios, tales como los regímenes registrados de ahorro—jubilación, la custodia de valores, la emisión de cartas de crédito y la compra de títulos. Los fondos que se recogen a través de los depósitos se convierten en su mayoría en instrumentos no negociables: préstamos comerciales, personales o hipotecarios. Los bancos participan en la suscripción de los títulos del estado y ofrecen gran ayuda a las pequeñas empresas en la gestión de sus asuntos financieros.

Además, los bancos canadienses desarrollan gran actividad en el extranjero, en donde reciben depósitos y conceden préstamos, participan en consorcios de préstamos y en la suscripción de títulos de sociedades. Las filiales de los bancos extranjeros que operan dentro del marco del Anexo B de la ley sobre bancos ofrecen más o menos los mismos servicios, aunque su presencia no es tan importante al nivel de los servicios bancarios al detal.

B. SOCIEDADES FIDUCIARIAS.

Durante los últimos años, las sociedades fiduciarias han adquirido mayor importancia y su actividad en el campo de los depósitos ha aumentado considerablemente. La mayor parte de los fondos recogidos se convierte en créditos hipotecarios, pero la cartera de estas instituciones incluye acciones y obligaciones de sociedades, obligaciones gubernativas, préstamos comerciales y, por último, préstamos personales.

Productos

En lo que al ahorro se refiere, las compañías fiduciarias ofrecen, con diferentes denominaciones, tres productos básicos: un servicio de ahorro garantizado (certificados de inversión garantizada), un servicio de inversiones de valor unitario (fondos mutuos), un servicio de gestión y custodia de carteras de inversiones autónomas. Las sociedades fiduciarias también participan ampliamente en la gestión de regímenes registrados de ahorro-jubilación (Régimen Enregistrés d'Épargne-Retraite – REER).

Durante los últimos años, estos regímenes han constituido un área de crecimiento extraordinario para las sociedades fiduciarias. En efecto, la legislación fiscal canadiense permite, e incluso estimula a los particulares a que adquieran su propio régimen de jubilación. Esencialmente, los trabajadores pueden deducir anualmente hasta Can \$7.500 de su ingreso gravable y depositar esta suma en una sociedad fiduciaria. Posteriormente, estas sumas se invierten de acuerdo con las leyes fiscales que las rigen. En caso de que los fondos sean retirados, estas sumas se convierten en sumas gravables en manos del beneficiario.

Respecto al crédito, la principal actividad de las compañías fiduciarias gira alrededor del crédito hipotecario, aunque cada vez se encuentra un mayor número de sociedades en el mercado del crédito al consumo y del crédito comercial.

Por otro lado, las compañías fiduciarias se diferencian muy claramente de las demás instituciones financieras por los servicios fiduciarios que ofrecen a los particulares y a las empresas. Entre estos servicios fiduciarios, es importante anotar que las sociedades fiduciarias son las únicas personas jurídicas autorizadas para actuar como tutores de los bienes de un menor, como protutores, como curadores de los bienes de una persona considerada incapaz para administrar su propio patrimonio, como liquidadores de una sucesión, como secuestres judiciales o incluso como fiduciarios. Por cierto, las sociedades fiduciarias tienen una amplia participación en el campo de las sucesiones. Varias de ellas ofrecen un servicio de planificación testamentaria con el objeto de permitir a sus clientes legar su fortuna a las personas designadas por ellos, en un esfuerzo por deducir al máximo los

impuestos. En mi opinión, es indispensable elegir una sociedad fiduciaria como coejecutor testamentario y cofiduciario cuando están en juego sumas de dinero bastante elevadas o también si la ejecución del testamento ha de prolongarse durante un período bastante largo.

Una sociedad fiduciaria, debido a su permanencia, su solvencia y sus conocimientos, puede asegurar al testador que su última voluntad va a cumplirse. También puede, mientras no se hayan distribuido los bienes, administrar la fortuna del difunto de una manera segura y competente. La sociedad se encargará entonces de invertir los bienes, tal como lo exige la ley o de acuerdo con lo indicado en el testamento; de percibir los ingresos derivados de intereses y dividendos; de administrar y mantener los bienes inmuebles; de pagar los ingresos a los herederos y de custodiar los bienes.

Las sociedades fiduciarias cumplen también una multitud de funciones en calidad de apoderados. Por ejemplo, pueden actuar como apoderados de un ejecutor testamentario, pueden encargarse de la custodia de los valores de inversión, actuar como fiduciarios de fondos comunes de inversión (también llamados fondos mutuos), administrar carteras por cuenta de personas naturales, corporaciones o cajas de pensiones. Ofrecen igualmente otros servicios relacionados con la inversión de los fondos de sus clientes, tales como inversiones en regímenes registrados de ahorro-jubilación, en certificados de inversión garantizada, en regímenes de ahorro-acciones, en fondos registrados de ingresos de pensiones o en rentas garantizadas.

— La Industria Fiduciaria de Quebec

Por su parte, la industria fiduciaria de Quebec ofrece básicamente los mismos productos que la industria en general. Sin embargo, se ha especializado en el ahorro a mediano y largo plazo sin ofrecer las operaciones relacionadas con la cuenta de ahorro con cheques. La industria fiduciaria de Quebec no está estructurada para participar en el mercado del crédito al consumo. Además, durante estos últimos años ha adoptado un enfoque de mayorista en su participación en el mercado de préstamos hipotecarios.

Recibe importantes honorarios por la administración de préstamos hipotecarios, por la administración de regímenes registrados de ahorro-jubilación, por la gestión de fondos comunes de inversión (fondos mutuos), por la administración y la custodia de títulos y, por último, por actuar como fiduciaria dentro del marco de emisiones de obligaciones y como registradora dentro del marco de emisiones de acciones.

La industria fiduciaria de Quebec, además del permiso de corretaje restringido que posee, tiene una participación del 9.9^o/o en una firma de corredores.

C. COMPAÑÍAS DE SEGUROS DE VIDA.

Las compañías de seguros de vida participan en el mercado detallista mediante la venta de pólizas de seguros de vida (incluyendo los contratos de renta) y los ingresos que derivan de esa actividad se invierten en préstamos hipotecarios, en obligaciones del estado y en empresas del sector privado, así como en acciones. Se encargan también de la gestión de cajas de pensiones y de fondos mutuos, en particular de aquellos que se utilizan como vehículos de inversiones para los regímenes registrados de ahorro-jubilación. Las compañías de seguros generales invierten los fondos que reciben por la venta de póliza de incendio, robo y accidentes en obligaciones gubernamentales y en acciones y obligaciones de empresas privadas.

D. FIRMAS DE CORREDORES

Los corredores de valores de inversión sirven de intermediarios entre los compradores y vendedores de títulos y hacen funcionar el mercado de las acciones y las obligaciones. Igualmente manejan carteras de títulos y hacen transacciones en los mercados financieros por su propia cuenta. En su calidad de suscriptores, ayudan a los gobiernos y a las empresas a recoger fondos. Ofrecen además toda una gama de servicios de información sobre la economía en general, sobre sectores de actividad específicos y sobre la situación financiera de varias empresas.

E. CAJAS POPULARES

Las Cajas Populares y las Cajas de Ahorro y Crédito, que algunas veces se consideran como el quinto pilar del sistema financiero canadiense, ofrecen varios de los servicios prestados por los bancos, pues reciben depósitos e invierten en préstamos sobre hipotecas, en préstamos personales y, cada vez más, en préstamos comerciales.

F. OTROS

El sistema financiero canadiense no se limita a estos cuatro o cinco pilares. En diferentes mercados existen otras instituciones. Las compañías de préstamos hipotecarios, que están principalmente afiliadas a los bancos, invierten en préstamos sobre hipotecas, sobre todo en el sector residencial, los fondos recibidos por los depósitos a término. Los fondos mutuos y los fondos de capital fijo ofrecen a los inversionistas la posibilidad de invertir sus ahorros en una cartera

diversificada de acreencias hipotecarias y de títulos del Estado y de empresas. Las sociedades financieras conceden crédito a los particulares, a los detallistas y a los mayoristas, y participan en el mercado de los préstamos industriales y de la financiación de inventarios y de gastos en activo fijo.

Las sociedades de capital de riesgo y los bancos de negocios ofrecen capitales de inversión. Las cajas de pensiones recogen los aportes de los particulares y de sus empleadores y los reinvierten en un amplio abanico de instrumentos financieros. Por último, los asesores de inversiones aconsejan a las instituciones financieras en materia de gestión de fondos y los especialistas en planificación financiera ayudan a los particulares a manejar sus finanzas y a constituir carteras de títulos de acuerdo con sus necesidades.

G. PARTICIPACIONES EN EL MERCADO

En el cuadro que se anexa aparece el activo de las principales instituciones financieras del Canadá en 1977 y 1987. El principal grupo compuesto por los bancos comerciales registró una ligera disminución de su participación en el mercado durante el período considerado, pues pasó del 60^o/o del total del activo de las principales instituciones financieras en 1977 al 57^o/o al final de 1987. Sin embargo, conviene anotar la importancia creciente de las actividades internacionales de los bancos comerciales durante los diez últimos años, ya que los activos en moneda extranjera, que representaban la tercera parte del activo de los bancos en 1977, aumentaron al 40^o/o en 1987.

En cuanto a las sociedades fiduciarias, aunque su activo casi se duplicó durante los últimos diez años (pronto alcanzará los Can \$100.000 millones), su participación en el mercado sólo aumentó un 1^o/o, pasando del 11^o/o en 1977 al 12^o/o en 1987.

Por su parte, las sociedades de préstamos hipotecarios vinculadas a los bancos comerciales, varias de las cuales se crearon durante estos últimos años, su activo aumentó siete veces durante estos diez años, lo que contribuyó a que duplicaran su participación en el mercado, que alcanzó un 8^o/o en 1987.

Respecto a los otros tres grupos de instituciones financieras — cajas populares y créditos-uni6n, compañías de seguros de vida y firmas de corredores de valores de inversión —, su participación en el mercado permaneció relativamente estable durante este período, registrando sólo una disminuci6n del 1^o/o para las cajas populares y las compañías de seguros de vida y ninguna modificaci6n para las firmas de corredores.

Es más difícil elaborar un cuadro similar en lo referente a la provincia de Quebec, ya que varias de las instituciones financieras que operan en todo el país no publican sus actividades en la provincia.

Sin embargo, si se considera el rubro principal del pasivo, es decir los depósitos de ahorros de los particulares en las instituciones de depósito de Quebec, puede decirse que los bancos tenían una participación del 42^o/o en el mercado en 1987, frente a un 38^o/o de las cajas populares, que son muy fuertes en Quebec, y a un 19^o/o de las sociedades fiduciarias. En cuanto a la industria fiduciaria de Quebec, los depósitos de ahorros representaban el 13^o/o de los depósitos de las sociedades fiduciarias en Quebec a finales de 1987 (frente a un 10^o/o en 1977).

En cuanto al crédito hipotecario, que es el rubro principal del activo de las sociedades fiduciarias, la industria fiduciaria de Quebec tenía una participación del 18^o/o en el mercado de las compañías fiduciarias en Quebec en 1987 (frente al 14^o/o hace 10 años), Estas acapararon el 20^o/o del mercado de la vivienda en Quebec el año pasado, mientras que en este campo la participación de los bancos se situaba en un 35^o/o y la de las cajas populares, en cerca del 44^o/o.

H. LA DESESPECIALIZACION

La evolución de la sociedad y la coyuntura económica de los últimos años provocaron un nuevo cuestionamiento de la exclusividad de los campos especializados de los cuatro pilares financieros tradicionales. Se observa cada vez más una desespecialización de las instituciones financieras, lo que implica la superposición de servicios y una competencia más fuerte entre las instituciones financieras.

De este cuestionamiento surgirán retos fundamentales que influirán en el desarrollo futuro de las instituciones financieras. Los más importantes son los retos legislativos y reglamentarios, que se sitúan en dos niveles:

En las leyes actuales, la protección de los consumidores se asegura mediante la limitación de las actividades de las instituciones financieras y mediante la imposición de restricciones a sus poderes de inversión.

La desespecialización ha ocasionado una confusión en la exclusividad de los servicios y en las normas sobre inversiones. Por lo tanto, el gobierno debe reconsiderar los mecanismos para adaptarlos a la nueva realidad de la desespecialización y asegurar la protección de los consumidores. De esta manera, tratará de

dotarse de mecanismos de vigilancia y de control más estrictos. En cuanto a las instituciones financieras, si bien la desespecialización abre mayores posibilidades para ofrecer nuevos productos, también es cierto que implica una nueva reglamentación de sus actividades a la cual difícilmente podrán escapar.

Además, la reglamentación se considera de una manera global. Las autoridades reglamentarias se interesarán, entre otras cosas, por las transacciones con vínculos de dependencia, por los conflictos de intereses, por el aumento de sus poderes de vigilancia y control, por las reglas de inversiones cuantitativas y por la competencia de los administradores.

La nueva ley quebecense sobre sociedades fiduciarias y sociedades de ahorro, así como la ley sobre seguros que fué adoptada hace algunos años, permiten comprobar que se ha ampliado considerablemente la capacidad legal de estas instituciones financieras para operar en varios sectores de la actividad financiera y para ofrecer a los consumidores el máximo de productos y de servicios financieros.

Por su parte, el enfoque federal consiste en la posibilidad que tiene una institución financiera no solamente de ofrecer sus propios productos y servicios financieros para los cuales posee la exclusividad legal, sino también de actuar a título de apoderado con el objeto de ofrecer a los consumidores productos y servicios que pertenezcan a otras instituciones financieras especializadas del mismo grupo.

Para resumir, podemos decir que la desespecialización tiene el objetivo de permitir a los consumidores, de la manera más fácil que sea posible, el acceso a un abanico ampliado de servicios financieros, y en la misma institución financiera, ya sea de jurisdicción federal o provincial.

III. LA NUEVA LEY SOBRE SOCIEDADES FIDUCIARIAS

A. MODERNIZACION DE LA LEGISLACION

En el curso del año pasado, los gobiernos de Canadá y Quebec procedieron a reformar el sistema financiero, presentando, por una parte, un anteproyecto de la nueva ley federal sobre sociedades fiduciarias y, por otra, una nueva ley sobre sociedades fiduciarias y sociedades de ahorro en Quebec, la cual fue sancionada el 18 de diciembre de 1987. En los dos casos, la legislación sobre sociedades fiduciarias no había sido actualizada desde hacia 70 años y la nueva ley

sobre sociedades fiduciarias y sociedades de ahorro servirá de modelo general para las demás leyes sobre instituciones financieras tales como bancos, compañías de seguros y cooperativas.

B. LEY DE QUEBEC

La ley quebecense sobre sociedades fiduciarias y sociedades de ahorros, sancionada el 18 de diciembre de 1987, contiene 411 artículos, mientras que la anterior sólo tenía 44. Veamos en primer lugar sus principales características para examinar más adelante los puntos sobresalientes de la legislación federal propuesta.

C. MAYORES PODERES

La nueva ley quebecense sobre sociedades fiduciarias y sociedades de ahorro les confiere poderes adicionales. Además de aumentar los poderes financieros de las sociedades fiduciarias, se conceden poderes adicionales en materia de préstamos comerciales y personales y de arrendamiento financiero. También permite confirmar que la sociedad fiduciaria está autorizada para ofrecer y administrar regímenes de ahorro cuyo registro esté previsto por las leyes de impuestos y contratos para el pago de renta a término fijo, para la emisión de cartas de débito o de crédito y para la prestación de servicios de asesoría en inversiones y de manejo de cartera. Igualmente, se autoriza de manera explícita a la sociedad fiduciaria para que actúe como corredor de valores de inversión, en las condiciones que pueda imponer el Ministro. También puede dar fianzas judiciales en beneficio de las partes que tiene derecho a ellas y fianzas extrajudiciales para el cumplimiento de contratos.

Por último, el gobierno puede por decreto y después de haber consultado con el Ministro, autorizar a una sociedad, a un grupo determinado de sociedades o al conjunto de las sociedades sometidas a la presente ley, para ejercer cualquier otra actividad.

Por otra parte, el Ministro podrá exigir a una sociedad que constituya una filial para ejercer una actividad determinada. De la misma manera, el ejercicio del derecho de conceder préstamos a las empresas y de ofrecer el servicio de arrendamiento financiero directamente o a través de una persona jurídica que sea su filial, está sujeto a una autorización expresa cuando estas actividades en conjunto exceden el 5^o/o del activo de la sociedad. El inspector general concederá esta autorización teniendo en cuenta la experiencia de la sociedad, su solvencia y la competencia de sus administradores y directivos.

En materia de préstamos e inversiones, las sociedades fiduciarias ya no se rigen por criterios cualitativos, como era el caso hasta ahora; con la nueva ley, quedan sometidas a criterios cuantitativos y deben, de hecho, invertir los dineros que les son confiados como lo haría una persona prudente y razonable.

Los criterios cuantitativos estipulan que los préstamos hipotecarios y los títulos garantizados por los gobiernos deben representar un mínimo del 60^o/o del activo, y la inversión inmobiliaria no puede exceder en cada caso el 10^o/o del activo.

Las sociedades fiduciarias también pueden tener las siguientes filiales:

1. Una sociedad en el sentido que expresa la ley sobre sociedades fiduciarias y sociedades de ahorro;
2. Una persona jurídica cuya principal actividad sea la compra, administración o venta de bienes inmuebles, o que actúe a título de apoderado para la venta o compra de dichos bienes;
3. Una persona jurídica cuya actividad principal sea la de ofrecer una participación en una cartera de inversiones;
4. Una persona jurídica cuya actividad principal sea la de ofrecer el servicio de arrendamiento financiero;
5. Una persona jurídica cuya actividad es la de prestar asesoría en materia de valores de inversión;
6. Cualquier otra persona jurídica que cuente con la aprobación del Ministro.

Además, el gobierno está facultado para limitar o restringir, por reglamento, las posibilidades que tiene una sociedad de abrir una filial, así como para imponer condiciones a la sociedad respecto a su filial. En cuanto al mantenimiento del capital y de la liquidez suficientes, está previsto que sea el gobierno el que determine las normas por reglamento.

Respecto al capital necesario para constituir una sociedad fiduciaria, pasa con la nueva ley de 1 a 5 millones de dólares canadienses. En cuanto al capital en acciones, se requiere la autorización escrita del inspector general para efectuar la recompra de una acción del capital accionario de una sociedad fiduciaria. La atribución de las acciones está muy reglamentada. Se exige la autorización del Ministro sí, como resultado de la atribución, un accionista posee directa o

indirectamente el 10^o/o o más de los derechos de voto inherentes a estas acciones, si este accionista no posee ya más del 50^o/o. De la misma forma, una persona que no sea residente no puede poseer más del 10^o/o de los derechos de voto inherentes a las acciones de una sociedad fiduciaria, y los no residentes en conjunto están limitados al 25^o/o de los derechos de voto.

En cuanto a los administradores y directivos, las tres cuartas partes de los administradores deben ser ciudadanos canadienses y la mayoría de ellos debe residir en Quebec. Los directivos remunerados o empleados de una sociedad fiduciaria no pueden constituir más de la tercera parte del consejo de administración de la sociedad.

Esta nueva ley aumenta considerablemente las responsabilidades de los administradores. Deben actuar con cuidado, prudencia, diligencia y competencia, como lo haría una persona razonable en circunstancias similares. También deben actuar honesta y lealmente en interés de la sociedad y deben respetar sus objetos sociales. Con este fin, deben tener en cuenta el interés de los accionistas, de los depositantes y, si es el caso, de los beneficiarios. Deben evitar cualquier situación de conflicto entre su interés personal y sus obligaciones.

Observemos también que los administradores que autoricen una inversión o un préstamo contraviniendo la presente ley o uno de los reglamentos adoptados por el gobierno para su aplicación, son solidariamente responsables de las pérdidas que de ello resulten para la sociedad.

De la misma manera, el simple hecho de que los préstamos o inversiones de una sociedad de Quebec se conformen a la presente ley y a los reglamentos adoptados por el gobierno para su aplicación, no libera de sus responsabilidades a los administradores y directivos.

La sociedad fiduciaria tiene la obligación de crear un comité de ética profesional que establece las reglas a las cuales deben someterse los contratos con las personas interesadas. Este comité debe presentar anualmente su informe al inspector general.

Por último, la nueva ley fortalece los mecanismos internos y externos de vigilancia y control con el objeto de garantizar la solvencia de las instituciones y, por lo tanto, la protección del ahorro público.

Se impone a la sociedad la obligación de crear un comité de verificación cuya función es la de estudiar, entre otras cosas, los estados financieros que van a presentarse ante los accionistas y el informe anual que debe entregarse al inspector general. En cuanto al verificador, se convierte en una especie de "perro guardián"

al servicio del inspector general para velar por los intereses de los accionistas y de los depositantes.

En efecto, si en cumplimiento de sus funciones el verificador tiene conocimiento de hechos que pueden hacerle pensar que la sociedad contraviene la presente ley o uno de los reglamentos adoptados por el gobierno para su aplicación, o que está desarrollando prácticas que pueden amenazar la buena marcha de la sociedad, el verificador está obligado a informarlo al consejo de administración. Si el consejo de administración, dentro de un plazo razonable, no toma las medidas correctivas del caso, el verificador informa al inspector general.

D. ANTEPROYECTO DE LEY DE CANADA

Por su parte, el anteproyecto de ley del gobierno canadiense sobre sociedades fiduciarias y compañías de préstamo reconoce que las sociedades fiduciarias y de préstamo certificadas por el gobierno federal son instituciones financieras importantes que ofrecen una amplia gama de servicios financieros a los particulares y a las empresas, tanto en Canadá como en el extranjero. La legislación les concede amplios poderes en materia de préstamos e inversiones, incluyendo la posibilidad de poseer otras instituciones financieras.

Los principios claves en los cuales se basa la reforma son los siguientes:

- Promover la competencia y la innovación, aumentar las posibilidades que tiene el consumidor de elegir productos y servicios, y ampliar las fuentes de crédito disponibles para particulares y empresas;
- Garantizar la salud de las instituciones financieras y mejorar la protección del consumidor;
- Controlar las transacciones interesadas y evitar los abusos del conflicto de intereses; y
- Promover la competitividad internacional y favorecer el establecimiento de instituciones canadienses de envergadura mundial.

Este anteproyecto de ley confiere a las sociedades fiduciarias y de préstamos certificadas por el gobierno federal las siguientes facultades:

- Poseer otro tipo de instituciones financieras reglamentadas, incluyendo bancos, compañías de seguros y firmas de corredores de valores de inversión, o pertenecer a este tipo de instituciones, o estar afiliadas a estas instituciones creando una sociedad de cartera común;

- Otorgar préstamos comerciales sin límite cuantitativo;
- Otorgar préstamos comerciales sin límite cuantitativo, siempre y cuando la compañía tenga un capital de por lo menos 25 millones de dólares canadienses y haya sido aprobada por los organismos de vigilancia; y
- Establecer redes de servicios financieros prestados por otras instituciones financieras, con la excepción del comercio al detal de seguros.

Las inversiones y los préstamos están sujetos a una exigencia general de gestión prudente de la cartera.

Estos cambios obedecen al compromiso asumido por el gobierno canadiense de mejorar los servicios que las sociedades fiduciarias y de préstamo pueden ofrecer a los consumidores y a los prestatarios comerciales, y de permitir que estas instituciones financieras estén en capacidad de competir en un mercado financiero global y dinámico.

El anteproyecto de ley:

- Permite la propiedad de capital cerrado de una entidad sin vínculos comerciales con una sociedad fiduciaria y de préstamo que, junto con las filiales de la institución financiera, tengan un capital inferior a 750 millones de dólares canadienses;
- Exige que por lo menos el 35^o/o de las acciones con derecho a voto, o de las acciones inscritas de la sociedad de cartera de una sociedad cuyo capital sea superior a 750 millones de dólares canadienses, estén ampliamente repartidas y negociadas en los mercados públicos;
- Dispone que, en caso de que una sociedad que supere este límite sea vendida, nadie pueda adquirir una participación superior al 10^o/o;
- Exige que el 35^o/o de las acciones con derecho a voto, o de las acciones inscritas de las sociedades de cartera de las compañías fiduciarias y de préstamo cuyo capital sea superior a 50 millones de dólares canadienses y que tengan actualmente vínculos comerciales, esté ampliamente repartido y negociado en los mercados públicos;
- Impide que las sociedades comerciales y de personas que tengan participaciones comerciales adquieran participaciones importantes en una sociedad fiduciaria o de préstamo; y

- Confiere al Ministro la facultad de aprobar las transferencias de acciones que crean o incrementan participaciones importantes en la propiedad de una compañía.

Además, la nueva legislación propuesta actualiza y racionaliza el régimen de reglamentación en virtud del cual las sociedades fiduciarias y de préstamo ejercen sus actividades, mediante las siguientes disposiciones:

- Fortalece y amplía la aplicación de los controles actuales sobre transacciones interesadas;
- Exige que se mejoren los controles internos para garantizar que se cumplan las reglas, especialmente la responsabilidad que tiene el consejo de administración de estudiar y aprobar las operaciones permitidas con terceros relacionados con la compañía; y
- Exige la presencia en el consejo de administración de una sociedad de personas que no tenga vínculos importantes con la institución.

E. UN NUEVO MARCO PARA LOS AÑOS NOVENTA

En conjunto, la nueva ley de la provincia de Quebec sobre sociedades fiduciarias y el anteproyecto de ley del gobierno de Canadá sobre compañías fiduciarias aumentan considerablemente los poderes para conceder préstamos y realizar inversiones. De hecho, las sociedades fiduciarias tienen ahora facultades enormes en materia de préstamos e inversiones que les permiten competir casi sobre un pie de igualdad con los bancos en el sector de la intermediación financiera. Estos poderes son tan amplios en la ley que es muy posible que, por reglamento, las autoridades impongan algunas restricciones.

Para resumir, las medidas que contiene la nueva ley sobre sociedades fiduciarias y sociedades de ahorro obedecen al compromiso que ha asumido el gobierno de estimular la competencia, proteger la salud del sector financiero, estudiar el tema de la concentración de poderes, asegurar que el régimen de repartición del crédito funcione sin distorsión, y favorecer la creación de un clima sano en el cual las instituciones financieras ejerzan sus actividades sin vínculos de dependencia con los usuarios de los servicios financieros.

**ACTIVO DE LAS PRINCIPALES INSTITUCIONES FINANCIERAS
DE CANADA 1977 – 1987**

	1977		1988		VARIACION DEL ACTIVO EN 87 / 86 o/o
	VALORES EN MILES DE MILLO- NES DE Can \$	PARTICIPA- CION EN EL MERCADO o/o	VALORES EN MILES DE MILLO- NES DE Can \$	PARTICIPA- CION EN EL MERCADO o/o	
Bancos Comerciales	142	60	486	57	4
en dólares Canadienses	94	66	294	60	13
en moneda extranjera	48	34	192	40	- 8
Sociedades fiduciarias o de préstamos hipotecarios	25	11	95	12	12
Sociedades de préstamos hipotecarios ligadas a los bancos comerciales	10	4	71	8	36
Cajas populares y crédito-uniión	20	8	55	7	13
Compañías de seguros de vida	35	15	120	14	12
Empresas de corretaje de valores de inversión	5	2	20	2	38
TOTAL	<u>237</u>	<u>100</u>	<u>847</u>	<u>100</u>	<u>9</u>

Fuente: Revista del Banco de Canadá
Instituciones financieras, estadísticas Canadá

CAPITULO II

LA FIDUCIA DE INVERSION Y EL MERCADO DE CAPITALS

LA FIDUCIA Y EL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA

Hugo Díaz Baez
Mayo 25 de 1988

I. INTRODUCCION

II. EL ENTORNO

III. LOS SERVICIOS OFRECIDOS

1. MANEJO DEL DINERO

- a) Creación y Ampliación de un Mercado de Dinero.
- b) Fiducia de Inversión en Operaciones de Underwriting.
- c) Fondos Asociados con Manejo de Portafolio en Valores de Renta Variable.

2. MANEJO DE PORTAFOLIOS DE TERCEROS.

- a) Manejo y Administración de Fondos de Pensiones y Fondos Mutuos de Inversión.
- b) Servicios Especiales de Inversión a Tesorería con Limitaciones en los Desembolsos.

3. INTERMEDIACION FIDUCIARIA Y MERCADO DE CAPITALES.

4. AGENTES DE TRANSFERENCIA.

5. REPRESENTACION DE ACCIONISTAS O TENEDORES DE BONOS.

6. UNDERWRITING Y TOMA DE POSICION PROPIA.

IV. CONCLUSIONES.

I. INTRODUCCION

Solo mi especial consideración por la actividad fiduciaria a la que le he dedicado mis últimos años, me hizo aceptar la honrosísima propuesta que me hiciera el Dr. Sergio Rodríguez, de participar en este foro, bien a sabiendas de mis limitaciones, especialmente frente a la calidad de mis colegas expositores. De todos modos, quiero agradecerle a él y al grupo de las Sociedades Fiduciarias Colombianas, su invitación, a la par que a ustedes señoras y señores por haberla aceptado, ya que considero que la importancia que la Fiducia ha ido adquiriendo en Colombia en los últimos años es apenas una fracción de lo que será su participación en el futuro de la vida colombiana.

Entrando al tema que nos ocupa, durante el tiempo previo a la definición de la agenda del seminario, se me sugirió el que me ocupara de la relación y actividades entre la fiducia, sus agentes y el mercado bursátil, sin embargo y quizás a riesgo de ser demasiado atrevido, me permití sugerir estudiar brevemente la relación con el mercado de capitales en general, dando obviamente por descontado que algunos de sus componentes no tienen especial referencia con la fiducia, lo que en su momento me permitiré mencionar.

En este orden de ideas, me propongo esbozar ante ustedes las ventajas comparativas que ofrece el contrato o negocio fiduciario como instrumento apto y eficiente para el desarrollo y el logro de algunos objetivos de un sano mercado de capitales, dadas las características de nuestro país. Adicionalmente, mencionaré el entorno jurídico pertinente y las limitaciones que pueden llegar a existir y que eventualmente pueden ser corregidas.

Igualmente, en la medida de mis capacidades intentaré describir las diferentes aproximaciones prácticas utilizadas por los diversos agentes y en lo posible, las cifras que puedan conocerse.

Dejo entonces, para los especialistas la discusión jurídica profunda sobre la naturaleza de los contratos fiduciarios y quisiera proponer a ustedes señores, el

entrar a estudiar estos temas desde un punto de vista fundamentalmente comercial y práctico.

Quiero finalmente agradecer al Dr. Jorge Pinzón su colaboración en la recopilación de las normas que hoy por hoy regulan el fideicomiso de inversión, y al Dr. Jorge Castañeda su colaboración en la consecución de los datos estadísticos.

II. EL ENTORNO

Consideremos el entorno dentro del cual se analizarán las diferentes posibilidades de utilización del negocio fiduciario de inversión, como el dado por la definición del mercado general de capitales; es decir, el sistema dentro del cual se transfieren recursos sobrantes en algunos sectores de la economía hacia otros en los cuales se presentan déficits o lo que es lo mismo el sistema que puede trasladar recursos de sectores ahorradores hacia los sectores consumidores o utilizadores, con el fin de que la economía general pueda producir bienes y servicios.

Ya que los recursos transferidos tienen características diferentes en cuanto a plazos de inmovilización y a los mismos mecanismos de inversión, trataremos aquí exclusivamente el manejo de las operaciones de corto plazo representadas por instrumentos de renta fija y solo incidentalmente nos referiremos a operaciones relacionadas con títulos de renta variable; sin embargo, trataremos algunos aspectos relacionados con bonos de deuda y convertibles por acciones.

Me ha parecido pertinente, como una forma de ubicar la participación del negocio fiduciario en el sistema global que nos ocupa, el traer algunos datos sobre las cifras del ahorro financiero y dentro de él, los correspondientes al llamado ahorro contractual, definidos ellos así.¹

El ahorro financiero estaría compuesto por los saldos en depósitos en cuenta corriente, depósitos de ahorro, depósitos a término, títulos de renta fija que comprenden los títulos emitidos por el Banco de la República, la Federación de Cafeteros y la Financiera Eléctrica Nacional, las cédulas hipotecarias y los bonos de desarrollo económico y finalmente el ahorro contractual.

1. Se han tomado las mismas definiciones del trabajo "Inversionistas Institucionales en Colombia: Funciones y Desarrollo" – Francisco Ortega, trabajo presentado a la X Conferencia Anual de la Asociación Internacional de las Comisiones de Valores y Organizaciones Similares. Cartagena 23–28 Junio 1985.

Este último estaría compuesto por las reservas técnicas, matemáticas y cuotas de capitalización de las Compañías de Seguros Generales, de Vida y Compañías de Capitalización, los saldos de los Fondos de Inversión, Fondos Mutuos de Inversión y finalmente los saldos de fiducia de Inversión manejados por el Sistema Fiduciario general o sea involucrando las secciones fiduciarias de los Bancos Comerciales y las Sociedades Fiduciarias independientes.

Tomando los datos presentados en el trabajo de Ortega y completando las series hasta Diciembre de 1987, se obtienen las cifras observadas en los cuadros Nos. 1 y 2.

CUADRO No. 1

AHORRO FINANCIERO SEGUN DIFERENTES TIPOS DE ACTIVOS
(Datos en Millones de Pesos – Saldo a Dic. de cada año)

	DEPOSITO CTA.CTE. (1)	DEPOSITO AHORRO (2)	DEPOSITO A TERM. (3)	TITULO DE RENTA FIJA (4)	OTROS (5)	AHORRO SIN FID. (6)	CONTRACTUAL CON FID. (7)	TOTAL SIN FID.	TOTAL CON FID.
1975	38.099	20.601	11.285	1.048	11.715	96.435	5.287	88.035	88.035
1976	50.605	29.803	20.571	4.215	12.478	6.443	6.443	124.515	124.515
1977	63.035	41.844	34.100	19.735	13.631	8.508	8.508	180.583	180.853
1978	81.484	59.882	48.072	21.253	13.764	12.537	12.537	236.992	236.992
1979	100.739	86.272	49.603	30.883	16.099	16.723	17.789	300.319	301.385
1980	130.958	119.698	113.483	45.523	16.191	17.344	22.011	443.197	447.864
1981	159.143	159.930	212.208	52.403	16.254	22.658	30.996	622.596	630.934
1982	196.605	210.277	252.808	79.199	17.474	29.063	40.859	785.426	797.222
1983	243.012	286.012	333.877	82.178	18.455	35.847	49.634	999.381	1.013.168
1984	290.950	365.617	397.824	145.400	28.028	36.662	- 0 -	1.264.481	- 0 -
1985	376.739	514.998	536.614	241.195	35.013	48.605	1.774	1.753.164	1.766.333
1986	474.035	724.824	663.252	430.568	51.423	69.230	97.909	2.413.332	2.442.011
1987	632.824	916.086	816.900	471.816	81.036	96.435	129.730	3.015.097	3.048.392

1. En Bancos
2. Bancos+ C.A.V.
3. Bancos+ C.A.V.+ Caja Social+ Corporac.Financ.+ Cías. de Fin. Comercial
4. Bonos Cafeteros+ TAC+ CCV+ CEV+ TAN+ Certicambios+ Títulos Canjeables + Títulos de Participación + Títulos Agroindustriales
5. BCA (Cédulas Hipotecarias)+ Bonos de Desarrollo
6. Cías de Seguros+ Fondos de Inversión+ Fondos Mutuos de Inversión
7. Idem al 6.+ Fiduciarias

Estas cifras fueron tomadas de la CNV, Francisco Ortega (Op. Cit.) e Investigaciones del autor).

CUADRO No. 2

AHORRO CONTRACTUAL POR CATEGORIA DE INVERSIONISTA INSTITUCIONAL

	CIAS . DE SEGUROS (1)	FONDO DE INVERSION (2)	FONDOS MUT. DE INVERSION (3)	FIDUCIARIAS (4)	T O T A L
1975	4.820	380	87		5.287
1976	5.840	519	84		6.443
1977	7.220	1.115	173		8.508
1978	9.000	3.111	426		12.537
1979	11.437	4.696	590	1.066	17.789
1980	15.110	1.544	690	4.667	22.011
1981	20.177	1.623	858	8.338	30.996
1982	26.524	1.347	1.192	11.796	40.859
1983	32.966	1.227	1.654	13.787	49.634
1984	33.188	1.243	2.230	ND	ND
1985	43.654	1.418	3.531	13.169	61.772
1986	60.813	2.650	5.767	28.679	97.909
1987	82.310	4.602	9.523	35.000 (*)	131.435

1. Cuadro de C.N. de Valores, F. Ortega (Op. Cit.) (Corresponde a Reserva Técnica y de Siniestros)
2. Valor neto. C.N. de Valores, F. Ortega (Op. Cit)
3. C.N. de Valores, F. Ortega (Op. Cip)
4. F. Ortega (Op. Cit) investigación del autor (*) Provisional

Del análisis de los cuadros anteriores, podemos obtener algunas conclusiones:

1. En primer lugar el deterioro en la participación de los fondos de inversión, que a su vez es tomado en otros instrumentos de ahorro (quizás los CDT's).
2. En segundo lugar el repunte que han tenido los fondos mutuos de inversión (crecimiento 87/88 del 65^o/o aproximadamente) en los últimos años, quizás debido a los nuevos decretos emitidos por el Gobierno, a partir de 1985.
3. En tercer lugar el crecimiento vertiginoso de la actividad fiduciaria, máxime si se tiene en cuenta que las cifras aquí analizadas no contienen los datos de las secciones fiduciarias de los Bancos, las cuales fácilmente pueden llegar a ser tan importantes como las de las Sociedades Fiduciarias.
4. En cuarto lugar la pérdida de participación de las compañías de seguros, que de un 91^o/o del total del ahorro contractual, desciende continuamente hasta el 62.6^o/o, durante el período analizado, en razón principalmente al avance de las fiduciarias, los fondos de inversión y los mutuos de inversión.

Por otra parte, si analizamos el total del ahorro financiero, observamos:

- a) Las cuentas corrientes disminuyen consistentemente durante el período debido al avance fundamentalmente de los ahorros y los certificados de depósito a término.
- b) Los títulos de renta fija mantienen aproximadamente la participación.
- c) El renglón de Otros disminuye igualmente en forma consistente.
- d) El ahorro contractual excluyendo las fiduciarias languidece igualmente y finalmente los títulos de renta fija mostraron un avance al final del período.

Aunque el mercado potencial normal que se podría imaginar para el sector fiduciario es lo que se ha denominado ahorro contractual, sin embargo existen algunas variables claves que han hecho que los negocios fiduciarios se hayan asociado en mayor o menor grado con algunos de los inversionistas institucionales o al actuar independientemente, se hayan dirigido con más énfasis a los típicos instrumentos del ahorro financiero tradicional.

En efecto ha habido ciertas características que han hecho que los inversionistas institucionales hayan podido sufrir la mengua de que se ha hablado:

- a) La tasa de remuneración no ha guardado relación histórica con la inflación, por lo que otros instrumentos del sector han alcanzado mayor éxito y por el contrario se han presentado subsidios para algunos sectores económicos, a través de inversiones forzosas con tasas inferiores a las del mercado.
- b) No se han presentado innovaciones tecnológicas ni organizacionales que permitan prever un ataque más agresivo al mercado.

Las inflexibilidades anteriores, han forzado al sector fiduciario a concentrarse en el puro mercado financiero a través de instrumentos de negociación secundaria, dejando de lado la inversión en títulos de renta variable, los que hubieran sido el mercado natural de estos entes; por otra parte y este ha sido siempre un punto negativo en el desarrollo del sector fiduciario, las diferentes figuras utilizadas, por este sector, han tendido a flexibilizar reglamentaciones muy estrictas bien sea en relación con la política monetaria o fiscal.

Lo que definitivamente ha sido evidente fue que dentro del conglomerado de inversionistas institucionales, incluido el sector fiduciario, las instituciones pertenecientes a éste han sido aquellas que han mostrado el mayor desarrollo tecnológico, lo que las llevó a crecer con las mejores tasas del segmento. Desafortunadamente hasta el momento, el esfuerzo se hizo en el sector que proporcionaba la mayor ventaja comparativa que era precisamente el mercado financiero de corto plazo, no solo por la flexibilidad que estos nuevos instrumentos daban, sino porque dado su tamaño, estuvieron en capacidad de adaptar rápidamente tecnologías que ofrecieron una respuesta a las necesidades que planteaba el desarrollo del sector.

Otro de los puntos que ayudó en el desarrollo de estos nuevos entes, fue la diversidad de proveniencia de las sociedades fiduciarias; aunque ellas básicamente se desarrollaron junto a Compañías de Seguros, constructoras o sectores relacionados con la intermediación de valores, cada una de ellas trató de participar con mayor agresividad dentro de los negocios a los cuales estaba adscrita, generando así un diferencial tecnológico y de costos, frente a los intermediarios tradicionales.

Sin embargo, aún queda como potencial el atender el mercado de ahorro de largo plazo que puede ser orientado a la inversión ya sea primaria o secundaria en instrumentos de renta variable y por ahora este mercado estaría dirigido a la promoción y manejo de fondos mutuos de inversión, fondos de pensiones y fondos de proyectos específicos, temas a los que me referiré en el próximo capítulo.

III. LOS SERVICIOS OFRECIDOS

El propósito de este Capítulo es describir brevemente los diferentes Servicios que se han estado presentando por parte del sector fiduciario, descripción dentro de la cual se incluirán tanto el entorno jurídico como las limitaciones actuales.

En el derecho colombiano están legalmente tipificados, esto es, existe la regulación de su estructura y de sus efectos legales, negocios jurídicos que en mayor o menor medida suponen la confianza como elemento central, tales como el mandato en sus diversas formas (mandato ordinario, comisión, preposición) y la agencia comercial (Co. de Co. Art. 1262 y 55); también se encuentra tipificada la fiducia mercantil (Co. de Co. Art. 1226–1244) y, en el caso específico de los Bancos Comerciales, además de las fiducias mercantiles, se prevén igualmente algunas funciones fiduciarias cuya enorme amplitud en principio puede unificarse bajo las reglas generales aplicables al contrato de mandato (Ley 45/23 Art. 105 y 107).

En el caso de los Bancos Comerciales se deben tener en cuenta dos principios básicos:

- a) La especialización funcional de sus diversas secciones (Comercial, Hipotecaria, de Ahorros y Fiduciaria) (Ley 45/23 Art. 3, 4, 5, 6, 7 y 9).
- b) Lo que se ha venido distinguiendo como el “estatuto excepcional” que rige su actividad.

En cuanto al primero, la historia reciente se concentró en la lucha por impedir abusos por parte de los bancos en cuanto a la realización de negocios crediticios a través de la sección fiduciaria o la burla de disposiciones imperativas sobre encaje, inversiones forzosas, etc.; en la práctica la Superintendencia Bancaria prohibió pactos entre clientes y Bancos, prohibición considerada legal por el Consejo de Estado (Superbancaria Circulares 74/75, 83/79, 129/77 y Consejo de Estado, Sala de lo Contencioso Administrativo, sección cuarta, sentencia de marzo 27/81, Rad. 5343, Consejero Ponente E. Low).

Sin embargo, sin desvirtuar el objeto propio de sus propias secciones, se puede afirmar que un Banco puede celebrar con un mismo cliente negocios que desarrolla involucrando no solamente una de dichas secciones, ya que las necesidades del cliente pueden exigir la utilización de más de una sola sección. dada la complejidad de la economía actual.

En cuanto al segundo, con la denominada teoría de los estatutos excepcionales simplemente se ha querido significar que los Bancos, a diferencia de las demás sociedades comerciales, y como consecuencia del régimen que les es propio y que prevalece frente a las normas del Código de Comercio, según lo dispuesto en los artículos 2033 y 2034 de ese mismo Código, tienen su objeto social predeterminado en la Ley, sin que sea posible para los accionistas de los Bancos recurrir a una reforma estatutaria y extender la capacidad del Banco para cobijar actividades principales distintas de las previstas en la Ley.

Pero es claro que dentro de dicho marco legal, los Bancos, como las demás sociedades comerciales, y salvo expresa prohibición legal, son legalmente capaces para actuar con la libertad propia de todos los particulares y expresamente consagrada en el artículo 20 de la Constitución Nacional, y, como es obvio, con la prudencia propia de los profesionales de la intermediación del crédito.

Con base en las premisas señaladas se puede afirmar que un Banco Comercial a través de su sección fiduciaria puede, en desarrollo de su objeto social, celebrar fiducias mercantiles y, además, encargos de confianza de los previstos en la Ley bancaria. La amplitud formal de tales negocios permite encauzar a través de ellos las más diversas finalidades económicas; como es obvio, no pueden cobijar finalidades ilegales y por eso no deben servir de instrumento de fraude a la Ley, ni tampoco pueden servir de instrumento para que un Banco desconozca la especialización funcional propia de sus diversas secciones, o para que celebre mandatos o fiducias mercantiles cuyo contenido se refiera a actos extraños a su objetivo social o que correspondan a actividades reservadas por la ley a otro tipo de sujetos.

En el caso de las sociedades fiduciarias el principio ha sido su relación con la posibilidad de realizar negocios relacionados con la confianza, estén éstos estructurados bajo la forma de la fiducia mercantil o bien como simples mandatos.

1. MANEJO DEL DINERO (FIDEICOMISO DE INVERSION Y FONDOS COMUNES:

Este ha sido el servicio que con más intensidad se ha prestado por el sector fiduciario, tanto en el caso de las secciones fiduciarias de los Bancos como en el de las Sociedades Fiduciarias.

En efecto, orientados por diferentes objetivos los bancos y las sociedades fiduciarias, constituyeron grandes fondos compuestos por la unión de muchas personas que estuvieron orientados a diferentes objetivos dependiendo del caso y del momento en que se fundaron. Sin embargo, sólo hasta la expedición de la

Resolución 3914/86 de la Superintendencia Bancaria no se estructuró lo que se podría conocer hoy como la fiducia de inversión.

La importancia de este documento estriba en que por primera vez la autoridad de control acepta la integración de uno o varios fondos comunes constituidos por dineros recibidos por varios, constituyentes, para ser manejados mediante el contrato fiduciario.

En la citada resolución, se definen dos clases de fondos comunes según se trate de fondos para los cuales los constituyentes no han especificado la forma de inversión (Fondos comunes ordinarios) y aquellos que tienen fines específicos, casos que deben ser aprobados previamente por la Superintendencia Bancaria.

En el fondo común ordinario los recursos deberán invertirse forzosamente en "Títulos de deuda emitidos, aceptados, avalados o garantizados en cualquier otra forma por el estado, otras entidades de derecho público, el Banco de la República, los establecimientos bancarios, las corporaciones financieras, las corporaciones de ahorro y vivienda o las compañías de financiamiento comercial; o en títulos autorizados por la Comisión Nacional de Valores o inscritos en Bolsas de Valores o que puedan negociarse en ellas y en cualquier otro que autorice la Superintendencia Bancaria, siempre y cuando las sociedades emisoras o garantes de los títulos de que trata este artículo no sean matrices ni subordinadas de la Sociedad Fiduciaria".

En mi opinión éste fue un paso fundamental para el crecimiento de la actividad fiduciaria en el campo del manejo del ahorro tal como lo vimos en el primer capítulo. En efecto, esta figura, la cual ya se encuentra aceptada, puede ser la sustitutiva de los "Investment Companies", "Investment trusts" o "Unit trust" de la legislación anglosajona que han permitido el gran desarrollo del mercado de capitales en esos países. En efecto, una cuidadosa reglamentación de esta figura podría conducir al logro de los siguientes objetivos:

a) Creación y Ampliación de un Mercado de Dinero.

De hecho hoy por hoy el sector fiduciario ha tomado una gran importancia en el manejo de la liquidez diaria de la economía, a través de lo que podríamos llamar la sustitución de las antiguas "mesas de dinero". Sin embargo, y esto deberá ser objeto de estudio, las limitaciones en cuanto a los depósitos de garantía, expresados en la resolución No.4979 de 1987 de la Superintendencia Bancaria siempre ejercerán un peso alto en contra del crecimiento de este sistema dada su baja capitalización.

Otra de las limitaciones que debe estudiarse con mayor profundidad es la concerniente al máximo de operaciones "repos" o "repurchase agreements" ya que en la actualidad están limitadas al 30^o/o del valor de las inversiones del Fondo; sin desconocer las razones de prudencia que la autoridad de control tuvo para imponer este límite, es claro que para el caso de Fondos actuantes en el mercado de dinero que tengan como objeto dar liquidez a los intermediarios financieros es esta una herramienta de la mayor importancia; de nuevo nos encontramos aquí con limitaciones que tienen que ver con la baja capitalización del sistema y el monto desproporcionado de dinero con el que los agentes trabajan.

En este campo se han sucedido innovaciones tanto tecnológicas como administrativas y ya se encuentran operando en forma masiva fondos de estas características en casi todas las sociedades fiduciarias. En cuanto a los Bancos, éstos han tenido una menor agresividad comercial y aún subsisten los fondos que operan más sobre la base transaccional que sobre una base más contractual; esto obviamente los hace más ineficientes pues generan una excesiva cantidad de operaciones ya que se debe llevar el registro de cada transacción y se pierde la ventaja comparativa de manejar un solo contrato con cada uno de los fiduciarios.

Por el contrario, esta figura presenta indudables atractivos comerciales para los Bancos pues un adecuado manejo del Fondo y de las instrucciones de los Fideicomitentes permiten la creación de una cuenta débito que puede ser utilizada en cajeros automáticos, en pagos con tarjetas plásticas y en un sinnúmero de usos adicionales. En este sentido ya se han creado algunos fondos pero en general se puede decir que el sector de los Bancos ha entrado con rezago en relación con las sociedades fiduciarias. Es de suponerse, sin embargo, que la timidez a la creación de este tipo de productos corresponde a la prohibición de los denominados "convenios" por parte de la Superintendencia Bancaria; en este sentido, es claro que los Bancos no pueden desvirtuar las funciones propias de cada una de las secciones; pero también es claro que un fideicomiso de inversión es perfectamente legal y es perfectamente razonable que un fideicomitente instruya a su mandatario sobre la destinación de los recursos que libremente decide retirar del fondo. Así, dentro de su objeto social, un Banco puede atender instrucciones expresas sobre dicha destinación, de manera que actuando como agente de transferencia de fondos del fideicomitente, sin conceder en ninguna forma crédito y sin actuar como depositario (Ley 45 de 1923 Art. 108 y Superbancaria Circular No.52 de 1978), puede efectuar por cuenta de dicho fideicomitente pagos únicos o periódicos que le corresponda efectuar a éste, pagos que deben realizarse con cargo a recursos retirados del fondo en forma única o periódica y que pueden ser recibidos por el propio Banco por cuenta propia o de terceros.

b) Fiducia de Inversión en Operaciones de Underwriting. Proyectos Específicos.

En Colombia, especialmente como consecuencia de la crisis bancaria y la recesión industrial de los primeros años de la década, el gobierno implementó Fondos de Capitalización del Sistema Financiero y de los sectores industrial, comercial y de servicios. Estos fondos operaban como fondos de redescuento de operaciones crediticias para la compra de Bonos convertibles por acciones o acciones a través de los mismos intermediarios financieros.

Algunas de estas emisiones de bonos fueron tomadas en firma por Underwriters que tomaron para sí el crédito correspondiente. Ya que como Underwriters ellos debieron vender sus bonos posteriormente, se apelo a la figura de la fiducia mercantil para crear patrimonios autónomos cuyos derechos (o títulos de participación) se pudieran negociar evitándose la subrogación del crédito. Los adquirentes de estos títulos participaban de los activos (los bonos, sus rendimientos y sus reinversiones) y de los pasivos (crédito de redescuento), a través del patrimonio autónomo y mientras tanto, la Fiduciaria tenía como compromiso la inversión de los excedentes que se fueran generando, con miras a cumplir los plazos para el pago de las amortizaciones de capital y de sus intereses.

Aunque en la actualidad estos casos han ido desapareciendo, quedó el mecanismo y creo que puede ser utilizado especialmente en Operaciones sobre títulos de deuda de empresas y en bonos convertibles en acciones e incluso en fideicomisos más complejos como los relacionados con el desarrollo de proyectos públicos que pueden ser privatizados, o los esquemas de reprivatización de algunas sociedades que el Gobierno está en vía de implementar.

c) Fondos Asociados con Manejo de Portafolio en Valores de Renta Variable.

Aunque en teoría podrían ser implementados, dada la especialización de nuestra legislación, considero que mientras no haya una revisión de la legislación de los fondos de Inversión, no es viable un desarrollo por esta vía..

2. MANEJO DE PORTAFOLIOS DE TERCEROS.

a) Manejo y Administración de Fondos de Pensión y Fondos Mutuos de Inversión.

Es claro que un Banco Comercial a través de su Sección Fiduciaria puede encargarse del manejo de fondos de terceros, recurriendo al expediente de la fiducia mercantil o limitándose, según la finalidad buscada, al esquema del fideicomiso bancario. Desde este punto de vista, debe destacarse el caso de los fondos de pensiones de jubilación e invalidez, pues en el Decreto 2513/87 se ha previsto

que las mismas pueden ser administradas por Sociedades Fiduciarias y por Bancos a través de sus secciones respectivas (Decreto 2513 Art.23). La administración de dichos fondos, cuya constitución genera un patrimonio autónomo (Art. 14), por esa circunstancia precisamente no exige la celebración de una fiducia mercantil y bastaría un simple mandato o encargo fiduciario.

Igualmente el Decreto 1705/85 en su artículo 12o. previó que las inversiones y el portafolio en general de los fondos mutuos de inversión podrían ser manejados por entidades fiduciarias.

En estos dos casos se ha presentado un notable avance en la utilización de la fiducia como un mecanismo de optimización ya que por definición tales entes no poseen la capacidad de integrarse y adaptarse al mercado de capitales, máxime cuando por su constitución, representan a un conglomerado de personas sean ellas trabajadores de una empresa o grupos de personas en igualdad de condiciones laborales que buscan una remuneración futura a sus aportes presentes.

En esta dirección ya se han dado estos servicios a Fondos Mutuos de Inversión y próximamente deben estar implementándose algunos Fondos de Pensiones.

b) Servicios Especiales de Inversión a Tesorerías con Limitaciones en los Desembolsos.

Se han ofrecido estos servicios a algunas empresas que desean optimizar sus excedentes de tesorería, bajo condiciones de seguridad proporcionadas por algún tipo especial de papel. En estos casos la Fiduciaria, invierte por mandato del cliente en los papeles que él decida y se obliga a respetar un flujo de desembolsos previamente pactado, optimizando las tasas de rentabilidad.

Estos servicios se han desarrollado más específicamente con entidades del sector público, debido a que por sus características los entes públicos no poseen la experiencia suficiente para optimizar la inversión de los recursos.

En este campo el sector fiduciario pudo llevar a cabo una excelente tarea, en la inversión y el manejo de portafolios relacionados con fondos asociados a la atención de tragedias, tal como se propuso para el caso de la erupción del Volcan Arenas; a pesar del fracaso en este campo, sin embargo, se ha hecho un gran avance en los últimos años a través de Sociedades Fiduciarias vinculadas al sector público. En este servicio, parece da la mayor importancia el desarrollar mecanismos aptos para el desarrollo de maquilas a favor de ciertos acreedores en casos de empresas en dificultades; igualmente es nece-

sario el desarrollo de estos instrumentos para el manejo de tesorerías que deban ser controladas totalmente por el grupo de acreedores.

3. INTERMEDIACION FIDUCIARIA Y MERCADO DE CAPITALES.

La Junta Monetaria, que es el organo rector de la política monetaria, crediticia y cambiaria del país, por medio de la Resolución No. 11 de 1988 (por la cual se dictan medidas sobre operaciones de mercado abierto), ha dispuesto que los títulos de participación y los títulos canjeables por certificados de cambio pueden ser colocados directamente en el mercado por el Banco de la República, o a través de sistemas de intermediación que el Banco Emisor efectúe con Instituciones Financieras, con comisionistas de bolsa y las demás personas naturales y jurídicas que se designen para el efecto.

Es claro que hoy por hoy el instrumento jurídico más apto para regular e intervenir la economía es el acto administrativo, dada su flexibilidad y facilidad de adaptación frente a los continuos cambios de la materia que pretende regular, a diferencia de la rigidez propia de las leyes, la cual hace más ostensible el inevitable estancamiento de las mismas frente a las nuevas realidades económicas. Es muy significativo que el Estado recurra a los Bancos y Sociedades Fiduciarias para este tipo de intermediación, y no hay motivo para pensar que los particulares en general no deban acudir también a los sujetos que han merecido la confianza del organo rector de la política crediticia: Las palabras "crédito" y "confianza" tienen un sustrato común que, contractualmente hablando, se expresa en la "fiducia", la cual por definición se basa en la fe, es decir, en la confianza que merece el fiduciario.

No es causal que en la propia Ley 45 de 1923 se haya demostrado una especial confianza en las secciones fiduciarias de los Bancos, como lo demuestra el hecho de permitirles ser nombrados y actuar como fideicomisarios, curadores depositarios o encargados de los bienes de un menor, de un demente, sordomudo, dilapidador o ausente, como síndicos o encargados de las propiedades de cualquier persona insolvente o concursada, y como albaceas o fideicomisarios constituidos por testamento o administradores de cualquier herencia o legado (Ley 45/23 Art. 107 numeral 4o., 5o. y 6o).

En consecuencia, si los Bancos están facultados legalmente " para recibir, aceptar y ejecutar todos aquellos encargos legales, deberes y facultades relativos a la tenencia, manejo y disposición de cualquier propiedad raíz o mueble, donde quiera que esté situada, y las rentas y utilidades de ella o dé su venta, en la forma que se le nombre por cualquiera autoridad judicial competente, persona, corporación y otra autoridad, y será responsable, respecto de todas las partes interesadas, por el fiel cumplimiento de tal encargo o facultad que acepte" (Ley 45

Art. 107, numeral 7o.); y "para recibir, aceptar y ejecutar cualesquiera encargos o facultades que se le confieren o encomienden por cualquier persona o personas, corporación nacional, extranjera u otra autoridad, por concesión, nombramiento, traspaso, legado o de otra manera, o que se le haya confiado o traspasado por orden de cualquier autoridad judicial, competente, y recibir, tomar, manejar, conservar, y disponer de acuerdo con los términos del poder o fideicomiso, de cualquier propiedad raíz o muebles que pueda ser objeto de tal poder o fideicomiso" (Ley 45 de 1923 Art. 107, numeral 8o.), es lógico que en el desarrollo de estas delicadas funciones de manejo y control de circulante, se puede acudir a ellos, sin que su actuación se limite a simples registradores de acciones y bonos (art. 105 y 107 Ley 45/23).

En este campo no solo ha sido en la intermediación en la colocación de Títulos de Participación y de los Títulos Canjeables por Certificados de Cambio, sino en las de los Bonos Coltejer y una serie de emisiones de Bonos Obligatoriamente Convertibles por Acciones, en donde la actividad fiduciaria ha demostrado su capacidad y eficiencia. Creo, sin embargo, que en este campo aún falta mucho por hacer, pero afortunadamente, esta necesidad del mercado va siendo atendida por el sector fiduciario.

4. AGENTES DE TRANSFERENCIA.

Como ya se ha dicho, una sección fiduciaria puede "recibir y entregar dinero, traspasar, registrar y refrendar títulos de acciones, bonos u otras constancias de deudas, y obrar como apoderado y agente oficioso de cualesquiera objetos legales" (Ley 45 de 1923 Art. 107 numeral 1o.). Es claro entonces que el negocio fiduciario es apto para confiar la administración de las acciones y de los bonos emitidos por una sociedad, posibilidad cuya utilidad se hace evidente cuando el emisor y los compradores o tenedores de tales documentos residen en ciudades distintas.

Basta comentar en este caso el tiempo que toma el cambio de títulos de acciones en operaciones bursátiles y más aún la demora para el pago de los dividendos sobre títulos que acaban de ser negociados. En algunos países se exige la presencia de un agente de transferencia en el caso en que la matriz de la sociedad cuyos bonos o acciones se transan en una bolsa, quede situada en una ciudad diferente a aquella en que se encuentra la bolsa.

5. REPRESENTACION DE ACCIONISTAS O TENEDORES DE BONOS.

Conviene recordar que dentro del régimen vigente en materia de bonos, se ha previsto que como representantes de los tenedores de bonos actúe un establecimiento de crédito (D.1998-72 Art.22). Tratándose de accionistas, dentro

del régimen actualmente vigente (Co. de Co. Art. 184) se ha prohibido como regla general que la representación de las Asambleas de Accionistas y Junta de Socios sea otorgada a una persona jurídica, salvo que por excepción dicha representación se confiera en desarrollo de un negocio fiduciario. Aunque la posibilidad para varios accionistas de contar con un apoderado común que aglutine su poder político tiene limitaciones dentro del régimen vigente que no corresponde analizar aquí, es claro que a través de un negocio fiduciario un accionista puede concurrir jurídicamente a la Asamblea delegando la representación en un apoderado que cuente a su servicio con asesores capaces de entender de una manera completa las implicaciones y aspectos diversos del manejo de una sociedad, y de las decisiones que pueden presentarse durante la Asamblea.

En el campo de la representación de tenedores de Bonos se han dado ya muchos casos en el próximo pasado; este terreno fue inicialmente atacado por las sociedades fiduciarias independientes, sin embargo, dada la exigencia de que los representantes sean establecimientos de crédito, estos servicios serán de exclusiva asociación con las secciones fiduciarias de Bancos o Corporaciones Financiera.

6. UNDERWRITING Y TOMA DE POSICION PROPIA.

Dentro del actual desarrollo del mercado de capitales en el país, se ha ido creando la necesidad de intermediarios especializados en la compra en firme y recolocación posterior de emisiones de valores y esta problemática se ha presentado al sector fiduciario, con el fin de determinar si estas instituciones podrían realizar estas operaciones.

Parece, sin embargo, que dada la naturaleza de gestión del contrato fiduciario no solo no sería factible la inversión con recursos de la clientela sino tampoco con los propios recursos de la entidad fiduciaria, tal como ha sido reiteradamente expuesto por la Superintendencia Bancaria al exigir que en los contratos de inversión o de manejo de recursos monetarios por cuenta de terceros, se haga expresa citación de esta circunstancia, es decir que el ente fiduciario no compromete su patrimonio propio en las operaciones que realiza por cuenta de su clientela, adquiriendo tan solo una obligación de medio y no de resultado; sólo quedaría entonces el poder tomar la posición propia por expreso mandato de un cliente, lo que ni en el caso de los contratos de fiducia mercantil ni de los encargos regulados por la Ley 45/23 parece poderse colegir.

En consecuencia no parece claro el que la función de los "dealers" para la colocación de los títulos del Banco de la República puede ser asumida por ninguna de las entidades que componen el sector fiduciario.

IV. CONCLUSIONES

Señoras y señores, he tratado de dar un resumen del estado actual del sector fiduciario en su relación con el mercado de capitales colombiano.

En primer lugar, en cuanto a su participación dentro del sector de instituciones que manejan el llamado ahorro contractual, hemos visto que aunque este sector ha tenido un incremento notable en los últimos años, sin embargo, su participación global dentro del ámbito del ahorro financiero ha ido disminuyendo, lo que nos indica que es necesario un esfuerzo continuado e inteligente con el fin de lograr una mayor participación, máxime si se tiene en cuenta que todo lo que se haga en este campo tendrá un impacto directo sobre la creación de inversión productiva que redundará en un mayor grado de desarrollo del país. En este sentido, la existencia de una coordinación a nivel institucional que ojalá pronto llegue a abarcar todo el sector bancario y de corporaciones financieras, es una garantía de que tanto la puesta en marcha de nuevos instrumentos como la evaluación de los existentes, será un éxito. Quizás esta coordinación pueda comenzar por el desarrollo de un sistema de información y registro estadístico confiable que permita conocer en detalle la marcha de los diferentes productos, sus características, la composición de los portafolios, etc., ya que lamentablemente no es muy fácil preparar estudios profundos en estos temas, dada la "confidencialidad" de las estadísticas.

Un segundo paso en esta coordinación podría ser la estructuración de una serie de investigaciones que pueden incluso ser presentadas en foros como este, que espero se lleven a cabo regularmente, ya que en muchos aspectos como ustedes lo vieron la situación actual está al nivel de lo que son las normas y no ha habido desarrollos significativos.

Finalmente, como último paso esta coordinación podría preparar publicaciones periódicas que nos permitan tener una visión de conjunto del desarrollo de estas actividades en el país.

En cuanto a los servicios se refiere, hemos visto como el sector fiduciario ha tratado de atender adecuadamente al mercado de capitales, a través de una acción triple así:

1. Hacia el sector de ahorradores mediante la creación de instrumentos flexibles que han permitido involucrar el efecto de la inflación y simultáneamente han incorporado tecnologías nuevas, lo que ha hecho posible el éxito alcanzado hasta el momento.

2. Hacia el sector de usuarios (empresa y corporaciones) mediante la creación de mecanismos administrativos y de ventas que han permitido ayudar a estos usuarios a utilizar más eficientemente el mercado de capitales; en este campo también han habido incorporación de nuevas tecnologías, lo que ha ayudado a abrir el segmento a nuevos productos, desplazando mercado de otros segmentos más tradicionales.
3. Finalmente hacia el desarrollo organizacional y operativo de las propias instituciones, logrando así prestar un mejor servicio de los usuarios.

Sin embargo, en este mismo sector es necesaria una mayor innovación e investigación; dado que algunos productos aún no han podido implementarse y otros tienen fallas que deben ser corregidas. En este aspecto, también considero que la creación de la coordinación ha sido fundamental y solo se requiere llevarlo a abarcar todo el sector fiduciario.

Quisiera para terminar, disculparme ante ustedes por las limitaciones que este brevísimo recorrido por el campo fiduciario pueda tener; los errores que puedan existir solo son responsabilidad del autor y finalmente quisiera desearles a ustedes y a los organizadores de este foro el mayor de los éxitos en las discusiones que seguramente llevarán a todos un avance en el conocimiento y el desarrollo de este negocio sobre el que se ha dicho con justicia que solo tiene como límites la Ley y la imaginación de quienes lo realizan.

Muchas gracias.

MESA REDONDA

PANELISTAS:
Dr. Víctor Londoño
Vicepresidente Bancario
Banco del Estado.

Dr. Camilo Vallejo
Presidente
Fiducor S.A.

INTERVENCION DEL DOCTOR VICTOR LONDOÑO

Debido a que el marco jurídico de las Fiduciarias es muy conocido, me referiré solamente a la forma como se ha desarrollado la fiducia y también contarles algo sobre la fiduciaria del Banco del Estado, en la cual he venido trabajando desde el año 1984, tratando de implementar una fiducia de inversión y algunas fiducias de administración.

En Colombia el mercado de capitales no ha tenido un desarrollo tan dinámico como lo requiere el sector real de nuestra economía, lo cual se ha traducido en una gran escasez de mecanismos de inversión para el grueso público carente de información oportuna y veraz sobre las mejores opciones de rentabilidad, liquidez y seguridad.

Ante esta situación, los bancos como profesionales especializados de la administración de recursos financieros, utilizando sus facultades fiduciarias, activaron el mecanismo de fideicomiso de inversión creando los fondos de inversión que más tarde fueron regulados por la Superintendencia Bancaria, estos fondos se caracterizan por aunar los recursos de una multitud de inversionistas que dispersos se veían desprotegidos en un mercado de alta especialización, en las cuales las condiciones de negociación dependen en gran medida de la capacidad financiera del inversionista y de su ubicación dentro del mercado de dinero; mientras que vinculados a un fondo constituyen un frente común con mayores posibilidades.

Como es sabido la rentabilidad de los depósitos de dinero se establecen en torno a dos variables, que son: monto y plazo; de modo que un inversionista solo, a no ser que se trate de un potentado, no podría obtener en una inversión de corto plazo, la rentabilidad ofrecida por los depósitos a noventa días. La oferta específica de fideicomiso de inversión en las secciones fiduciarias de los bancos es precisamente la obtención de una rentabilidad proporcionalmente igual a la de los depósitos a término en inversiones de cortísimo plazo, e incluso a la vista, lo cual implica un mejoramiento en el manejo de los excedentes de liquidez de las empresas, de los ahorros temporales de las personas naturales, de los fondos especiales para prestaciones sociales o fondos de empleados o en fin de las personas o entidades cuya especialidad es diferente a la de invertir, pero tienen en ocasiones dinero que no requieren inmediatamente para el desarrollo de sus actividades normales.

Pero no solamente en el manejo de excedentes de tesorerías se encuentra el beneficio de acudir a la fiducia de inversión ya que la especialización de las secciones fiduciarias reporta a los inversionistas institucionales fondos mutuos de inversión, fondos de empleados, sindicatos y entidades públicas o privadas, la seguridad de que su dinero está siendo invertido por profesionales de la administración financiera, que tienen siempre en mente el beneficio de sus comitentes, la seguridad de sus inversiones y la descripción de sus riesgos, etc.

El mecanismo a través del cual se efectúa la inversión fiduciaria en los bancos, normalmente consiste en un mandato sin representación en virtud del cual el fiduciario tiene la obligación de invertir los recursos en cualquiera de los papeles que conforman fondo común ordinario, salvo una instrucción especial, realizando su mejor esfuerzo por obtener el mejor rendimiento, cobrando por ello una comisión.

Por esta vía las secciones fiduciarias apalancan el desarrollo de proyectos económicos que se financian mediante la emisión de títulos negociables en el mercado de capitales, en particular la del Banco del Estado, debido a la multitud de pequeños ahorradores que incorporan sus recursos temporales a su fondo común ordinario. Estos tienen una importante participación en los títulos emitidos por la Financiera Eléctrica Nacional, en los TAC, en los títulos privados como son los bonos Coltejer y los bonos Bancacrédito.

Esta participación en el mercado de capitales es la que explica el gran desarrollo que ha tenido en el país el fideicomiso de inversión, mediante el cual el mercado de valores ha encontrado un canal de comunicación ante los pequeños y medianos ahorradores y los grandes demandantes de recurso de capital. En

el Banco del Estado, la fiducia de inversión, tiene en este momento unos 7.000 mandantes, siendo los más importantes los pequeños mandantes o mandatos de aproximadamente \$100.000,00 pesos. Dentro de este fondo en este momento tenemos unos catorce mil millones de pesos, recibidos de estos mandantes, los cuales los administramos en todos esos papeles del Estado y algunos de compañías privadas. Estos catorce mil millones incluyen la parte proporcional en repos que permiten las resoluciones de la Superintendencia Bancaria.

También se ha desarrollado una fiducia de administración; dentro de la cual, se manejan inversiones, en el mercado de capitales, en títulos dados por el mandante siendo estas unas fiducias específicas y se manejan aproximadamente unos ochocientos millones. En estos hay una fiducia como es la fiducia de los Ferrocarriles Nacionales, para mejorar sus equipos y la fiducia de la Administración de Impuestos, la cual es una simple fiducia de administración en la cual no se mueve dinero.

También existe una tercera fiducia en el Banco del Estado que es la fiducia de administración de flujo de caja para obras en construcción. No es realmente una fiducia inmobiliaria, sino es la inversión temporal de recursos dados para la construcción de proyectos inmobiliarios.

Gracias.

INTERVENCION DEL DOCTOR CAMILO VALLEJO

Después del excelente recuento que ha hecho el doctor Díaz de lo que ha sido la fiducia de inversión y el mercado de capitales en Colombia, y de las anotaciones que nos acaba de presentar el doctor Víctor Londoño, poco es el tema que me ha quedado para ampliarles.

Sin embargo, quisiera resaltar un poco la importancia y trascendencia que ha tenido la actividad fiduciaria en los últimos años en cuanto a lo que yo llamo "la institucionalización del mercado de dinero a corto plazo".

A través de los Fondos Comunes Ordinarios se ha logrado incorporar el ahorro individual y los recursos provenientes de los excedentes de tesorería de las empresas, al mercado interbancario, el cual era hasta hace unos años un mercado totalmente aislado. Gracias a la vinculación de esos dineros al mercado, estamos avanzando a uno de dinero a corto plazo, que estoy seguro repercutirá en un campo mejor abonado para que las autoridades monetarias y el Banco de la República puedan desarrollar sus operaciones de mercado abierto. Para mejorar estos mercados haría falta la creación de una institución confiable que actúe como depositaria central de valores, a fin de que no continuemos manejando los títulos físicos; ello sin lugar a dudas traería como consecuencia lógica la agilización del manejo en sí del mercado.

Como comentario a las anotaciones del doctor Hugo Díaz sobre el marchitamiento de las Compañías de Seguros dentro del terreno de la inversión, vale la pena anotar el exceso de inversiones obligatorias que han recaído sobre el sector

asegurador, lo que ha originado la pérdida de participación, tal y cómo se puede ver en las cifras presentadas.

De lo que escuchamos esta mañana del doctor Caballero, nos debe estimular su afirmación en el sentido de que el mercado ha ido guiando el funcionamiento de las Sociedades Fiduciarias, pues no puede desconocerse que la actividad fiduciaria, por su complejidad, no puede enmarcarse dentro de una legislación que le sirva de "camisa de fuerza", sino que ella misma debe evolucionar en la medida en que las necesidades del público lo requiera, claro está, siempre dentro de un marco legal.

Hemos escuchado al Señor Superintendente Bancario, doctor Martínez Neira, esbozar el planteamiento de lo que para él constituye la Fiducia en Colombia, y cual ha de ser la actividad que deben desarrollar las entidades dedicadas a su ejecución. Por primera vez las autoridades han entrado a conocer a fondo qué es lo que se ha venido haciendo en los últimos años en materia de fiducia, y no nos queda más que celebrar sobre manera el anuncio del Superintendente para que trabajemos conjuntamente en un proyecto de ley que logre solucionar el discutido problema de la solemnidad de los contratos fiduciarios, tema jurídico que de seguro habrá de tocarse en otros paneles.

A más de felicitar a los conferencistas por sus completas e ilustrativas intervenciones, pienso que por el momento no me queda nada por anotar.

Muchas gracias.

CAPITULO III

LOS NUEVOS USOS DEL FIDEICOMISO EN MEXICO

NUEVOS USOS DEL FIDEICOMISO EN MEXICO

Lic. Eduardo Carpizo Mac Gregor
Director Ejecutivo Fiduciario
Multibanco Comermex, S.N.C.

En primer lugar, permitanme expresar a nombre de la Comisión de Fiduciarios, de la Asociación Mexicana de Bancos, y del mio propio, nuestro agradecimiento mas cumplido a la Asociación Bancaria de Colombia y a las Sociedades Fiduciarias, por su amable invitación para participar por mi conducto, en este "Seminario Internacional Sobre Servicios Fiduciarios y Banca de Inversión", de tan especial significación; así como una felicitación por la magnífica organización de este evento, con nuestros mejores votos de que de sus conclusiones se derive un enriquecimiento en nuestro quehacer diario, en beneficio en última instancia de los destinatarios de esta actividad.

Este intercambio de experiencias y conocimientos sobre la versatil y flexible figura del Fideicomiso y su relación con la Banca de Inversión, representa un paso más, dentro de la responsabilidad indeclinable que tenemos de servir de mejor manera, a la creciente e inagotable cantidad de necesidades que en materia de Servicios Fiduciarios y Banca de Inversión, nos demandan continuamente los mercados en que actuamos.

Estoy consciente de la responsabilidad que implica dirigirme a este selectísimo auditorio, integrado por especialistas en la materia, de tan brillante trayectoria y bien ganado prestigio; sabedor de mis limitaciones naturales, lo intentaré, con el objetivo de que mis reflexiones puedan en un futuro cercano adecuarse a sus estructuras y respectivas legislaciones.

Como se mencionó, sera materia de mi charla el tema "Nuevos Usos del Fideicomiso en México", aprovechando el desarrollo espectacular alcanzado

por el Fideicomiso en mi país, en la última década, con un enfoque de orden eminentemente práctico, que consideramos será de mayor interés para ustedes, en función de mi propia experiencia, resultado de nuestras relaciones cotidianas con la clientela.

Los Servicios Fiduciarios, por sus resultados obtenidos, su gran potencial, representa para la Banca, hoy por hoy, una alternativa flexible, creativa y versátil para multiplicar sus beneficios y un estratégico renglón de productividad, contando con un patente reconocimiento de usuarios y autoridades, al haber cumplido sobradamente con su función de apoyo.

Son múltiples y distintos los usos prácticos y modalidades de esta figura Bancaria, que lo justifica y mantiene vigente como un instrumento innovador en el desarrollo de complejos proyectos relacionados con sectores estratégicos de la economía de cualquier país, como es el caso de la vivienda, modernización de la Banca y Turismo, íntimamente relacionados con nuestro tema central.

Después de este preámbulo, me permitiré entrar en materia, examinando con la brevedad del tiempo disponible, algunos de estos usos del singular Fideicomiso y que nos hemos permitido seleccionar por considerarlos novedosos y actuales, confiando que al final de esta plática puedan estar de acuerdo conmigo y me refiero a los Fideicomisos para promoción de vivienda de interés social, para el manejo de Cuenta Maestra y para desarrollos turísticos de tiempo compartido, iniciando en cada caso, con un antecedente que explica su justificación o la razón de su existencia y sin el cual considero sería difícil lograr un mínimo aceptable de claridad; en segundo término se apuntan las características principales que representan estos Fideicomisos, tales como partes en el contrato, patrimonio u objeto, fines, etc., que nos permitan conocer con más detalle los mismos.

FIDEICOMISOS PARA PROMOCION DE VIVIENDA DE INTERES SOCIAL

1. ANTECEDENTES.

En México, como en muchos países de Latinoamérica, se hizo sentir desde ya tiempo, con un recrudecimiento a últimas fechas, un alto déficit de vivienda de interés social, como consecuencia de los constantes flujos migratorios campo—ciudad, y su solución se ha vuelto una necesidad prioritaria y congruente con el deseo del Gobierno de proporcionar un habitat más decoroso y digno a los sectores más desprotegidos de la comunidad, a lo largo y a lo ancho de nuestra geografía, lo que deberá hacerse con oportunidad, para evitar o desmotivar que esta gente se desarraigue de sus lugares de origen, desanimando su traslado a las principales capitales, que generalmente se encuentran saturadas en su densidad de población.

Para atacar la problemática planteada, se ha llevado a cabo, canalizando importante inversión pública y privada, programas masivos de vivienda de interés social, que además de sus ventajas socio—económicas, son relevantes en el desenvolvimiento del país, al proporcionar en el corto plazo generación de infraestructura y equipamiento urbano y de empleos directos e indirectos, ya que estos suponen no solo la construcción de casas habitación, sino desde luego la adquisición y urbanización del terreno destinado al proyecto respectivo, con un efecto multiplicador de beneficios económicos, políticos y sociales.

Ahora bien, el éxito de un programa para promoción de vivienda de interés social, se sustenta en la certeza de que el proyecto en cuestión, llegue a su conclusión según lo proyectado, tanto en presupuesto como en tiempo.

En este orden de ideas, el Fideicomiso ratifica ser el instrumento mas idóneo y eficaz para el logro del objetivo deseado, con una absoluta transparencia en su manejo y seguridad jurídica para todas las partes.

Actuando bajo el principio de complementariedad, con gobierno y promotores privados, el Fideicomiso permite que estos desarrollos inmobiliarios, se realicen en forma mas justa y equitativa, cuidando duplicidades o paralelismos de actividades, logrando con las partes involucradas una simbiosis productiva, al alcanzar la confianza del gobierno, de los inversionistas, y de los beneficiarios, estructurando el negocio, mediante una adecuada inversión de fondos, supervisión y realización de las obras, y de aqui que los promotores inmobiliarios han otorgado a través del tiempo, una "Carta de Naturalización" al Fideicomiso, como la solución mas viable y segura para este tipo de promociones, contando con el apoyo de las autoridades al mantener criterios más amplios y elásticos para facilitar escrituración, trámites de licencias, gestiones, etc.

Dicho lo anterior, procede, por lo tanto, examinar brevemente algunas de sus características más significativas.

2. CARACTERISTICAS PRINCIPALES.

2.1. Partes.

Es generalmente Fideicomitente, el promotor del programa habitacional de que se trate y en el caso de organismos de servicio social para vivienda, como representante de los trabajadores miembros de un grupo determinado; como Institución Fiduciaria, actuará la Sociedad Nacional de

Crédito, designada por el mismo Fideicomitente, a favor de los propios adquirentes de la vivienda de interés social construida en su carácter de Fideicomisario o Beneficiario.

2.2. Patrimonio u objeto del Fideicomiso.

Normalmente son bienes patrimonio de este tipo de Fideicomisos, el propio terreno a desarrollar, una cantidad de dinero determinada, los estudios y proyectos, planos, presupuestos, programas de obra, etc., así como los demás bienes que en posterioridad se aporten al patrimonio del Fideicomiso.

2.3. Fines del Fideicomiso.

Son las finalidades más comunes, que el Fiduciario adquiera el terreno en cuestión y reciba e invierta los recursos que reciba del Fideicomitente, en el programa de obra, a efecto de llevar a cabo las obras de urbanización, infraestructura y edificación del conjunto habitacional de interés social de que se trate, celebrando para tal efecto los contratos de obra y de servicios que le indique la propia Fideicomitente, así también, que la Fiduciaria, previa autorización de la supervisora de obra, pague las estimaciones a la contratista, con cargo al Fondo en Fideicomiso, así como las realizaciones de todas aquellas actividades que conlleven a la terminación total de dicho conjunto.

2.4. Obligaciones y Facultades de la Institución Fiduciaria.

Dentro de estas destacan: Celebrar los contratos de obra a precios unitarios y tiempo determinado, los de prestación de servicios profesionales para la supervisión de dicha obra y los referentes al laboratorio de control de calidad, con las empresas contratistas y/o las personas físicas propuestas por el Fideicomitente y por los montos previamente establecidos, las cuales se encargarán de realizar las obras de infraestructura, urbanización, equipamiento urbano y edificación o a la prestación de servicios de supervisión y control de calidad relacionados con la unidad habitacional.

Además, solicitar al Fideicomitente, contra el envío de la relación de estimaciones de obra realmente ejecutada, los montos necesarios para la liquidación de las mismas; entregar los anticipos a los contratistas y efectuar el pago de las estimaciones presentadas, una vez obtenida la aprobación de la supervisora de obra; solicitar a la contratista y a la supervisora los informes que requiera; reclamar, en los casos que proceda, el cumplimien-

to de las garantías otorgadas por el contratista; verificar que las obras se desarrollen de conformidad con el programa respectivo y en los plazos consignados en los contratos de obra y los demás que sean acordes con los fines del Fideicomiso para su cabal cumplimiento.

2.5. Obligaciones y Facultades de la Fideicomitente.

En forma resumida son: Entregar los recursos correspondientes al Fiduciario, para que este se encuentre en posibilidades de sufragar los gastos necesarios para el cumplimiento de los fines; aprobar planos, proyectos, presupuestos, especificaciones, programas de obra y erogaciones; calificar la capacidad técnica y financiera de las empresas contratistas de supervisión y control de calidad de obras; revisar y aprobar en su caso, los Estados financieros y contables del Fideicomiso; realizar conjuntamente con la contratista lo trámites y gestiones encaminadas a la obtención oportuna de todo tipo de licencias, permisos y autorizaciones que deban expedir autoridades de cualquier naturaleza; verificar que las obras se ajusten a los planos, proyectos y normas y especificaciones del proyecto y recibir de la Fiduciaria la totalidad de las obras que se construyan con los recursos del Fideicomiso.

Con el ejemplo referido, he pretendido dar a ustedes una mejor idea del sin número de actividades realizadas por el Fiduciario para el control, administración, equilibrio y coordinación en una operación inmobiliaria de vivienda de interés social y de la forma como resuelve los intereses del promotor, adquirente, autoridades, etc., y por que se utiliza el Fideicomiso, como un instrumento maravilloso para dotar de habitación decorosa a precios accesibles, a miles de familias y no considero necesario explicar por obvio, lo altamente beneficioso que resulta desde el punto de vista social y económico el desarrollo de este tipo de programas.

A continuación, haré referencia a otro producto que combina la experiencia de la Banca Comercial, las opciones de inversión más adecuadas y los beneficios múltiples de un Fideicomiso: la Cuenta Maestra.

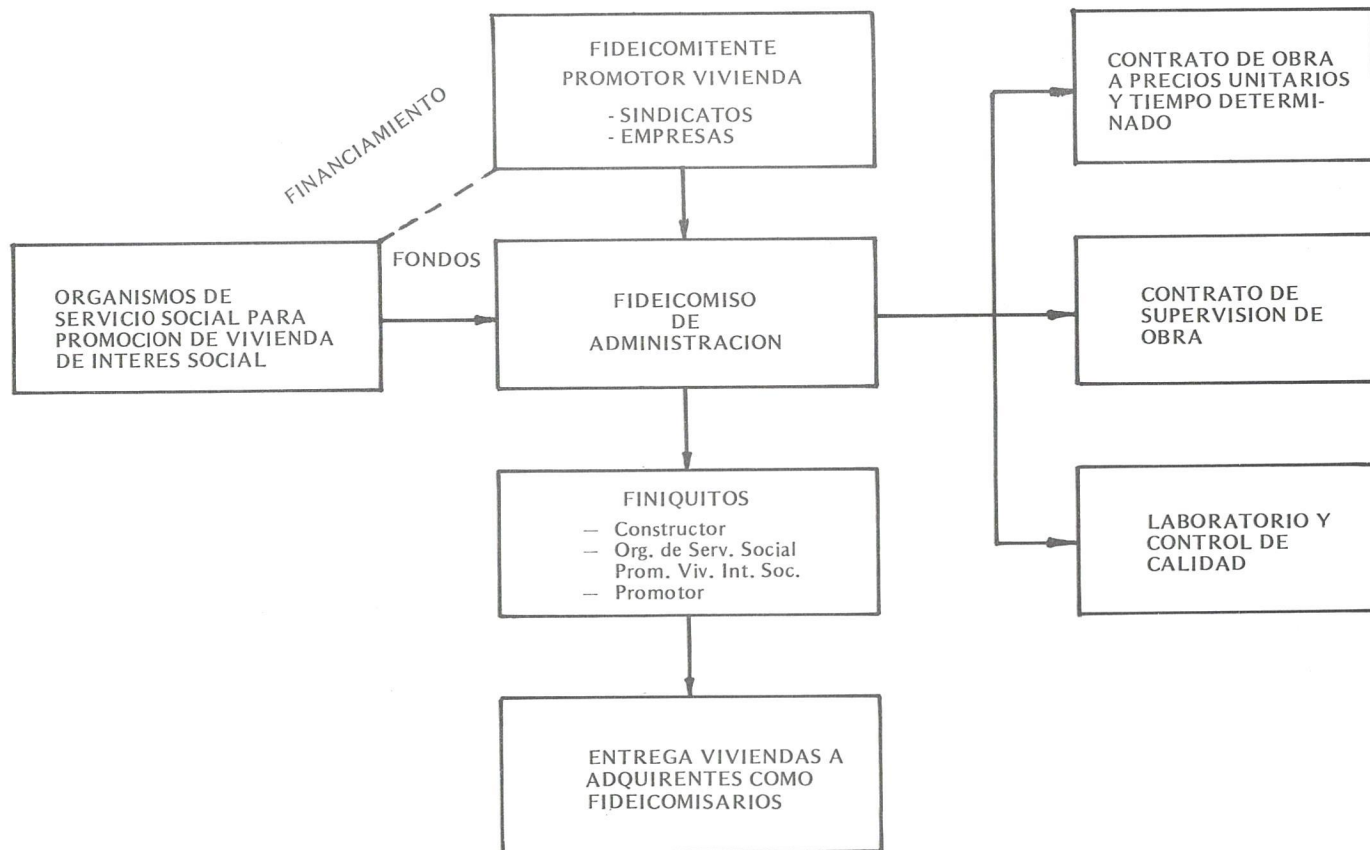
FIDEICOMISO PARA EL MANEJO DE LA CUENTA MAESTRA

1. ANTECEDENTES.

La Banca Mexicana en su afán de conservar su posicionamiento en el mercado, de servir con ingenio, creatividad y oportunidad a su público usuario, así como

FIDEICOMISOS PARA LA PROMOCION DE VIVIENDA DE INTERES SOCIAL

DIAGRAMA DE FLUJO



de fortalecer su proceso de adecuación y desarrollo en sistemas operativos automatizados, ha diseñado un novedoso servicio bancario, dentro de su Banca Electrónica, conocido como cuenta maestra, que consiste en un paquete perfectamente integrado de servicios bancarios y financieros, con una extensa y eficiente red de vías de acceso, diseñadas para la facilidad y comodidad del cliente, todo concentrado en un solo estado de cuenta consolidado y mensual en el que aparecen con todo detalle las operaciones realizadas.

Por otro lado, el cliente a través de este servicio, recibe altos rendimientos, porque el dinero es invertido diariamente en una mezcla compuesta de instrumentos bancarios (certificados, pagarés, etc.), y de mercado de dinero (certificados de tesorería, aceptaciones bancarias, papel comercial, etc.) , que le garantizan ese atractivo rendimiento; asimismo, obtiene liquidez y disponibilidad inmediata de efectivo, ya que cuando abre su cuenta maestra se le entrega una chequera especial y una tarjeta de débito, que le permite disponer en cualquier momento de su saldo, tanto en las sucursales, como en los cajeros automáticos del Banco y en este último caso, las veinticuatro horas del día a nivel nacional.

La implementación de este innovador servicio ha tenido resultados muy satisfactorios, que le han permitido su plena expansión y para darles una idea de la magnitud que ha alcanzado, basta decirles que la suma de recursos manejados a través de cuenta maestra por la Banca Comercial Mexicana, al mes de abril del presente año, alcanzó la cifra de 6.5 Billones de pesos.

Por lo que se refiere a su cobertura, se ha aprovechado la infraestructura existente y red de sucursales que se tienen por los Bancos, con inversiones mínimas en modificación a sus sistemas de computo y a la capacitación de su personal.

En consecuencia, para elevar al máximo la transparencia y calidad de su manejo, se ha aprovechado este extraordinario instrumento del Fideicomiso, que una vez más hace patente su valiosa y aprobada capacidad de respuesta, al dar el soporte jurídico y de control, acorde con el desarrollo tecnológico requerido en su manejo operativo, entrelazando, una vez más, los elementos fundamentales de la actividad Fiduciaria: confianza, confidencialidad, seguridad y permanencia.

Como en el caso anterior, será ilustrativo para el propósito de nuestro tema, apuntar, a grandes rasgos, las características principales de este Fideicomiso.

2. CARACTERISTICAS PRINCIPALES.

2.1. Regulación Normativa.

Por Circular No. 1935/85, modificada en su numeral M.51.2. al M.51.28.5 el pasado febrero, el Banco de México, regula la instrumentación y prestación del servicio denominado "Cuenta Maestra", en lo relativo a cuenta-habientes persona física y persona moral, operaciones que la integran, documentación, entrega de recursos, régimen de inversión de los recursos, rendimientos, retiro del saldo disponible, y otras disposiciones de carácter general, que se encuentran íntegramente contempladas en el contrato de Fideicomiso respectivo.

2.2. Términos y Condiciones del Contrato de Prestación de Servicios Cuenta Maestra.

De acuerdo a su esquema, el cliente celebra con el Banco un contrato de prestación de servicios cuenta maestra y adhesión al Fideicomiso, previamente establecido con su División Fiduciaria, mediante el cual el Banco se compromete a proporcionar al cliente los diversos servicios Bancarios integrados a esta cuenta: pago de cheques con cargo a las inversiones del Fideicomiso, retiros en cajeros automáticos, pagos periódicos a su tarjeta de crédito, pagos de servicios diversos, transferencias, consulta de saldos, etc.

Para poder utilizar estos servicios incorporados, el Banco asigna al cliente una chequera especial y una tarjeta de débito con clave confidencial, precisándose en este contrato, los demás términos y condiciones sobre los cuales se prestarán los servicios de cuenta maestra, tales como designación de un cotitular, depósitos al Fideicomiso, saldo disponible, comisiones, envío de estado de cuenta, responsabilidades del cliente, etc.

2.3. Términos y Condiciones del Fideicomiso Cuenta Maestra.

2.3.1. Partes.

Participan como Fideicomitentes por adhesión, todas aquellas personas físicas y morales que hayan contratado con el Banco, el servicio de cuenta maestra y que al mismo tiempo se adhieran al Fideicomiso, manifestando que concen todas las cláusulas

consignadas en el contrato y que aceptan los derechos y obligaciones que les deriven del propio Fideicomiso; la Fiduciaria deberá ser en todos los casos una sociedad nacional de crédito facultada para ello por la Ley de la materia, cuyo desempeño derivará de lo convenido en el contrato constitutivo y tratándose de la figura del Fideicomisario, tendrán esa calidad, los propios Fideicomitentes por adhesión, quienes a su vez, en el caso de personas físicas, podrán nombrar Fideicomisarios sustitutos para el caso del fallecimiento del primero, con el beneficio adicional de una planeación patrimonial.

2.3.2. Fines del Fideicomiso.

Estos son sus fines: que el Fiduciario invierta discrecionalmente las aportaciones que realicen los Fideicomitentes por adhesión al patrimonio del Fideicomiso y sus incrementos, en los valores e instrumentos que autorice el Banco de México (Circular 1935/85 de ese Instituto Central), y que entregue con cargo al patrimonio Fideicomitado las cantidades de dinero que le solicite el Fideicomitente por adhesión, quedando autorizado el propio Fiduciario, con cargo al patrimonio Fideicomitado para disponer de las cantidades suficientes para cubrir sus comisiones y aquellas que se causen conforme a lo establecido en el contrato de prestación de servicios cuenta maestra.

2.3.3. Patrimonio del Fideicomiso.

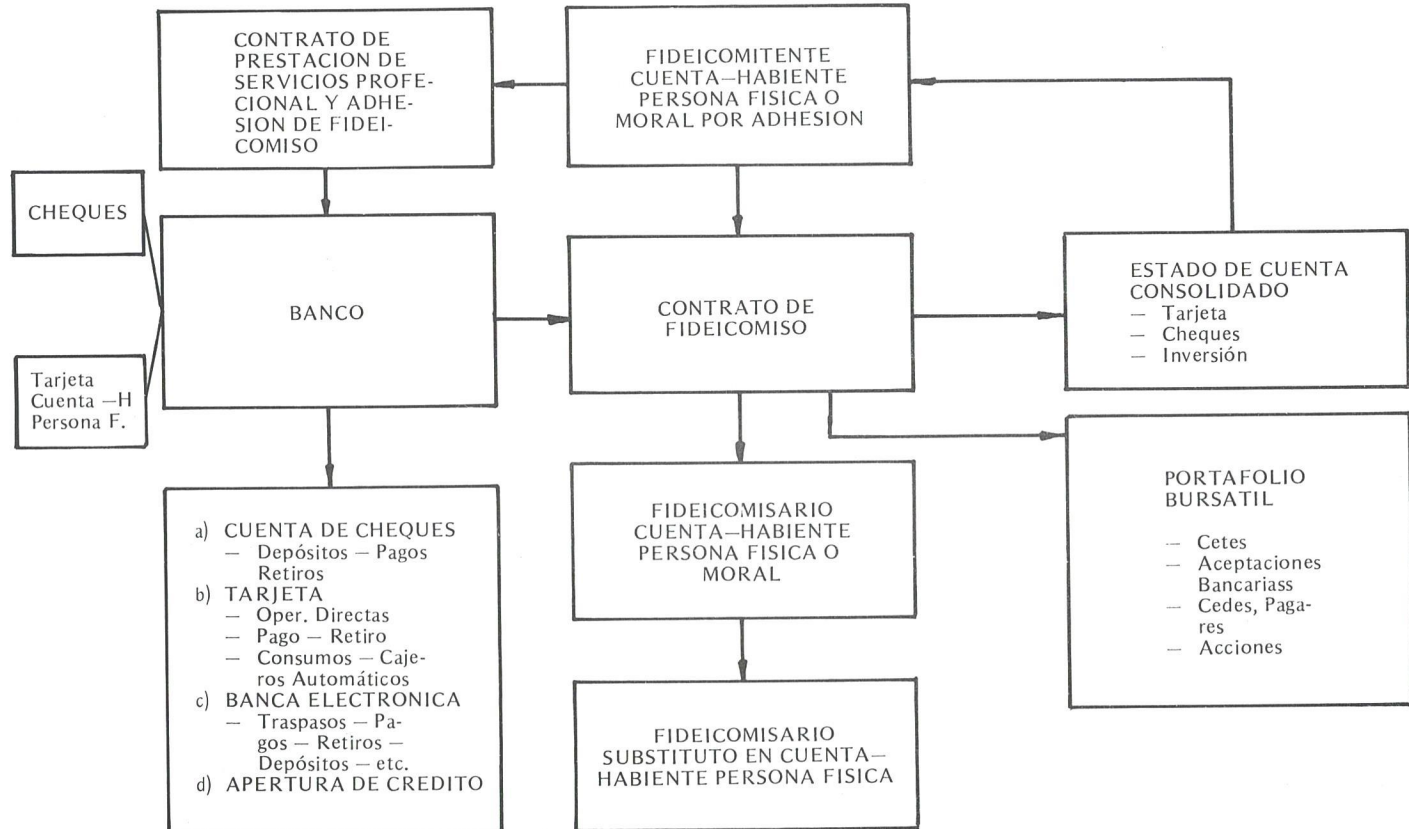
El Fondo del Fideicomiso está formado por las aportaciones hechas al mismo, por el Fideicomitente por adhesión y sus rendimientos, los que estarán representados por una canasta de inversiones que comprende los valores e instrumentos comentados.

Así, los Bancos en colaboración estrecha con su Fiduciario ofrecen a sus clientes diferentes y novedosos productos, aplicando con éxito las más modernas técnicas de comercialización Bancaria.

Asimismo, del reto imperioso de visualizar con anticipación nuevas necesidades, e incursionar en otros medios idóneos para resolverlas y ampliar la gama de sus operaciones, surge el siguiente ejemplo, del cual nos ocuparemos ahora:

FIDEICOMISO PARA EL MANEJO DE LA CUENTA MAESTRA

DIAGRAMA DE FLUJO



FIDEICOMISOS PARA DESARROLLOS TURISTICOS EN TIEMPO COMPARTIDO

1. ANTECEDENTES.

Para empezar el tema de Fideicomisos para desarrollos turísticos bajo el sistema de tiempo compartido, me permitiré brevemente explicar cual es la causa inmediata de que en nuestro derecho, el Fideicomiso tenga una gran trascendencia en la promoción y desarrollo de la actividad turística en México, que vive ahora un momento de gran dinamismo.

Por razones históricas, nuestra constitución política prohíbe que los extranjeros puedan ser propietarios de inmuebles, o de derechos reales sobre bienes inmuebles, en lo que conocemos como la zona prohibida o restringida, que comprende una faja de cien kilómetros a lo largo de las fronteras y de cincuenta kilómetros a lo largo de las costas; siendo precisamente en las costas donde se ubican los polos de desarrollo turístico.

Nos obstante esta prohibición constitucional, hasta 1970, los extranjeros utilizaron una serie de procedimientos violatorios de esta norma, para adquirir inmuebles en zona prohibida: adquisición por interposita persona o sea la clásica figura del "prestanombres", el usufructo, membresías de clubs, adquisición por sociedades de doble piso, etc.

Para resolver tal problema, el 29 de abril de 1971, se emitió un acuerdo presidencial, por medio del cual se autorizó a la Secretaría de Relaciones Exteriores para conceder en forma discrecional y casuística a los Bancos, permisos para adquirir en Fideicomiso bienes inmuebles con fines industriales o turísticos, en la zona prohibida, permitiendo a los extranjeros su uso y aprovechamiento, por un plazo que no puede exceder de treinta años.

Bajo este antecedente, resulta que el Fideicomiso es la única forma legal en nuestro país, para que extranjeros puedan tener un interés o inversión en inmuebles en la zona prohibida, ya que el mismo, como ustedes saben, no concede derechos reales al Fideicomisario o beneficiario, sino solamente derechos personales de uso y disfrute del inmueble de que se trate e instruir a la Fiduciaria, en su caso, para que transmita la propiedad del inmueble, a persona con capacidad legal para adquirir o también para rentarlo por lapsos no mayores de diez años.

Por otro lado, el 9 de mayo de 1973, inicia su vigencia la actual ley para promover la inversión mexicana y regular la inversión extranjera, que otorga un nuevo reconocimiento a la confianza del Fideicomiso, y confirma a esta figura como

el único instrumento viable y seguro para que un extranjero invierta con plena seguridad en la zona prohibida.

En fin, es a partir de la iniciación de esta ley de inversiones extranjeras, que empieza un notable crecimiento, a nivel nacional, de construcción en los principales polos de desarrollo turístico del país: Acapulco, Cancun, Puerto Vallarta, Ixtapa—Zihuatanejo, Mazatlan, Manzanillo, Cabo San Lucas y otros, comercializados como lotes, condominios, casas, condo—hotel, derecho de uso por medio de membresías y tiempo compartido, siendo este último un nuevo producto, que será objeto de nuestro análisis.

Es evidente que pudiera pensarse, que en otro país y en otros países, en los cuales no existe esta prohibición constitucional, por cualquier razón, este tipo de Fideicomisos no tendría ninguna utilidad o interés para fomento del turismo, lo cual no es así, dado que en nuestro país, además de resolver esa disposición constitucional, este Fideicomiso satisface importantes necesidades, al hacer posible, como vimos en el caso del de vivienda de interés social, establecer con mayor claridad, agilidad y seguridad los derechos, deberes y confianza del Gobierno, inversionistas nacionales o extranjeros y de los beneficiarios, estructurando bajo esta figura, negocios que son estrechamente supervisados por el Fiduciario.

El Fideicomiso de desarrollo turístico tiene su concepto más sencillo en el que podríamos denominar Fideicomiso unifamiliar, que se constituye para que un extranjero disfrute de una casa o de un condominio y el más sofisticado en los que llamamos Fideicomisos Maestros, que tienen una validez universal y realmente representan un instrumento útil para empresas de desarrollos turísticos y que su implementación es válida en cualquier sistema de derecho del mundo occidental.

Por lo que se refiere a tiempo compartido, este es un concepto muy utilizado en Europa y los Estados Unidos, y que está teniendo una gran aceptación en México, sobre todo por hoteleros, cuya demanda se ha visto disminuida por la baja general de turismo, y el alza continua de gastos y costos, por lo que están viendo la manera de convertir sus hoteles al sistema de tiempo compartido, así también, por promotores que pretenden edificar nuevos desarrollos turísticos, pues se ha visto que la utilidad por las ventas en tiempo compartido, pueden exceder varias veces el valor de lo invertido, además de que este producto minimiza la aportación de recursos propios y el apalancamiento financiero.

Ahora bien, se entiende por tiempo compartido, el derecho del adquirente de usar, gozar, disfrutar, utilizar, aprovechar, intercambiar, gravar y disponer

de una unidad residencial vacacional, los bienes muebles que en ella se encuentren, así como las instalaciones, áreas y servicios comunes, limitando el ejercicio de este derecho, a un número de días del año, por un periodo determinado de años, a cambio de una contraprestación consistente en el precio fijo por tales derechos y una cuota variable adicional, por el mantenimiento, operación y administración, tanto de su unidad como por el uso de los bienes comunes y servicios que reciba, por el número de días que le correspondan.

Estos intervalos de tiempo son vendidos entre personas que desean asegurar una temporada corta preestablecida de vacaciones de esos desarrollos, a un precio módico o inferior al de toda la unidad.

De acuerdo con lo anterior, el tiempo compartido requiere de una forma legal que de garantía y seguridad a los adquirentes o tiempo compartidores, como se les denomina, del cumplimiento de los promotores a lo ofrecido en los respectivos contratos preparatorios de promesa de venta, de pre-venta, oferta y otros, de : una entrega puntual, oportuna y en buen estado de la unidad, administración continua y adecuada, vigilancia de la misma; tenencia legal de la propiedad, o de su venta en caso de que no pueda seguir operando el sistema, y del reparto proporcional del producto de la venta. Dicha forma legal ha resultado en la práctica ser el Fideicomiso.

2. CARACTERISTICAS PRINCIPALES.

2.1. Partes en el Contrato.

Es usual que sea Fideicomitente y primer Fideicomisario, el inversionista, afectando el inmueble, condominio, hotel, etc., como Fiduciario interviene la Institución Fiduciaria designada para tal efecto y serán segundos Fideicomisarios, las personas física y morales, nacionales o extranjeras que designe en su oportunidad el Fideicomitente y primer Fideicomisario, como participante de tiempo compartido, pudiendo haber Fideicomisarios en tercer lugar, que en su caso, serán las personas que otorguen créditos destinados al desarrollo turístico y que sean designados con tal carácter por el Fideicomitente.

2.2. Fines del Fideicomiso.

Las finalidades deberán ser de manera general, que el Fiduciario conserve la titularidad del predio Fideicomitado, así como de las obras, construcciones y todas las acciones que sobre el mismo se realicen, incluyendo

los derechos sobre proyectos y demás anexidades, con objeto de integrar el desarrollo turístico, permitiendo a la propia Fideicomitente y primer Fideicomisario efectuar los actos jurídicos y materiales que sean necesarios para llevar a cabo el desarrollo turístico.

Por otra parte, que el Fiduciario administre, invierta y reinvierta el efectivo que en su caso forme parte del patrimonio Fideicomitado en valores aprobados, asimismo, que el Fiduciario, previas instrucciones del Fideicomitente por escrito y sin responsabilidad de su parte, grave el patrimonio del Fideicomiso, con hipoteca o mediante garantía Fiduciaria, con objeto de respaldar el pago de los créditos y sus obligaciones, por los financiamientos que directamente y en su caso contrate la Fideicomitente, siempre y cuando dichos financiamientos sean exclusivamente para la remodelación o ampliación de las unidades que lo componen, si ya existía antes la construcción estableciendo en cualquiera de los casos, el régimen de propiedad en condominio sobre los inmuebles Fideicomitados, adquiriendo estas personas su calidad de Fideicomisario en tercer lugar.

Por último, que el Fideicomitente pueda designar Fideicomisarios en segundo lugar como participantes del tiempo compartido, con derechos consistentes en el uso, habitación y aprovechamiento sobre las unidades que resulten del conjunto turístico, en la modalidad de tiempo compartido, durante la vigencia del Fideicomiso, con las facultades, obligaciones y restricciones contenidas en los títulos que al efecto entregará el Fiduciario, por instrucciones del Fideicomitente, a los participantes, donde se especificará la semana y los días, así como los derechos a recibir del administrador en funciones, que en resumen, consiste en un servicio de hotelería sin alimentos.

En consecuencia, los Fideicomisarios del tiempo compartido pueden hacer uso de zonas destinadas a jardín, salones de recreo o descanso, elevadores, pasillos, escalera, alberca y en general de todas aquellas zonas que reúnan las características de zonas de uso común, así como, ceder en forma temporal o definitiva y por el título que sea mas conforme y conducente en derecho, sus derechos y obligaciones.

2.3. Representante común de los Participantes del Tiempo Compartido.

Ante la necesidad por el número tan elevado de Fideicomisarios en segundo lugar que participan en este tipo de modalidad de desarrollo turístico, es muy conveniente designar a un representante común, a efecto de que convenga lo necesario a los intereses de sus representados, al ejercicio de sus derechos y al cumplimiento de sus obligaciones como

participante, confiriendosele amplias facultades para representar al tiempo compartido en todos aquellos casos en que sea necesario convenir o contratar con el administrador, el Fiduciario, autoridades locales o federales y, en general, representados en lo relativo con el ejercicio de sus derechos y obligaciones, señalándose con mayor descripción sus actividades y obligaciones en el reglamento de uso ocupacional que al efecto se expida.

2.4. Comité Técnico.

Es muy conveniente, adicionalmente al representante común, constituir un comité técnico, que como cuerpo colegiado, auxilie al Fiduciario en la vigilancia de la administración y si resulta imposible, girar instrucciones al Fiduciario para que saque a remate el inmueble, con la intervención del representante común de los tiempo compartidores, y se integrará invariablemente con un representante de todas las partes en el Fideicomiso, siendo recomendable que por lo menos uno de ellos, sea un técnico o perito en materia de hotelería. Este comité tendrá las mas amplias facultades para lograr los objetivos que le fije quien lo convoca, debiendo dar sus opiniones por escrito, firmados por un mínimo de dos de sus miembros.

2.5. Aspectos Generales.

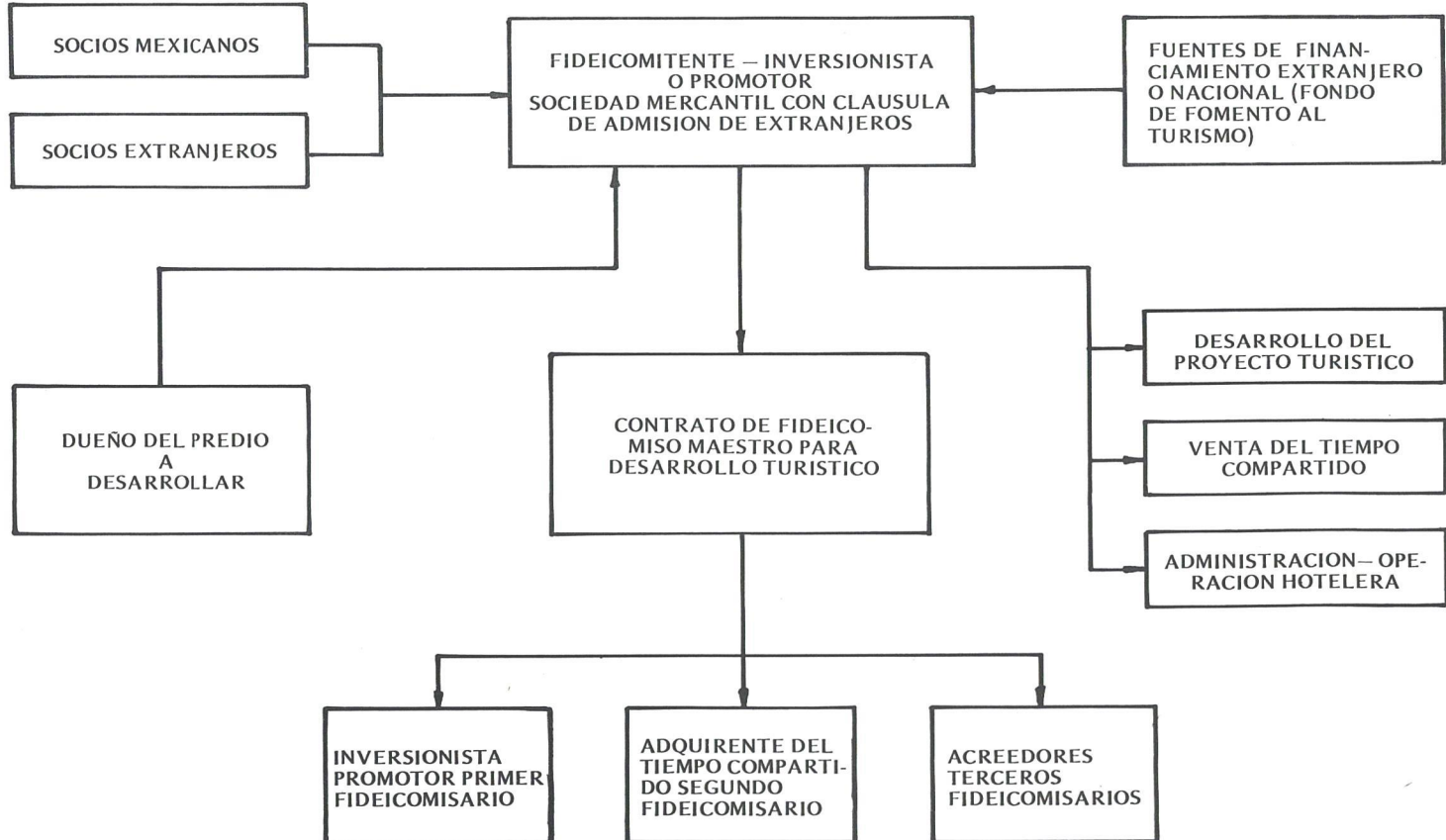
El Fiduciario le debe exigir al Fideicomitente y primer Fideicomisario que se organice adecuadamente para controlar y vigilar a su grupo de vendedores de tiempo compartido, para manejar la cartera de clientes y para llevar una buena contabilidad, quedando obligado con el Fiduciario a rendirle cuentas periódicas de las ventas que realice.

Por otra parte, el Fiduciario deberá quedar con la facultad de exigirle el cumplimiento de los contratos de hospedaje respectivo y en caso de abandono del negocio por parte de la Fideicomitente, el Fiduciario por instrucciones del comité podrá sacar a remate el inmueble fideicomitado y con el producto, devolver a cada adquirente la parte que le corresponde, por los periodos anuales no ocupados y el remanente, si lo hubiere, se le integrará al Fideicomitente, extinguiendose en tal caso el Fideicomiso, lo cual deberá quedar pactado desde la constitución del mismo.

En síntesis, el Fideicomiso para desarrollos turisticos en cualquiera de sus modalidades, da una respuesta integral a los inversionistas nacionales o extranjeros, de sus necesidades de contar con un instrumento que les

FIDEICOMISO PARA EL DESARROLLO TURISTICO EN TIEMPO COMPARTIDO

DIAGRAMA DE FLUJO



proporcione seguridad, confianza, control y flexibilidad en la realización de este tipo de negocios inmobiliarios.

Por todo lo anteriormente expuesto, espero haber cumplido con nuestro propósito de resaltar en una panorámica la utilidad del Fideicomiso en los sectores comentados, con la esperanza de que pronto puedan aprovechar nuestra experiencia, para su propio beneficio y provecho de sus respectivos países.

Muchas gracias.

CONCLUSIONES

- PRIMERA.—** A pesar de las experiencias diversas que hemos comentado, dada la variedad tan amplia de Fideicomisos que pueden constituirse, tenemos el firme convencimiento de que aún existen muchas regiones inexploradas en el fascinante mundo de este servicio bancario y será con la colaboración recíproca que como instituciones de servicio sepamos brindarnos, como contribuiremos a acelerar el desarrollo de esta figura en nuestros respectivos países, aspirando vernos con la mayor frecuencia posible en este tipo de foros, para seguir intercambiando experiencias, criterios y puntos sobre este inagotable tema.
- SEGUNDA.--** Implantar canales permanentes de comunicación entre los asistentes a este Seminario, que nos permita dar continuidad y actualización al dialogo ágil y sencillo que hemos iniciado en esta oportunidad, sobre aspectos de nuestra materia.
- TERCERA.—** Integrar un grupo de trabajo que se encargue del estudio y análisis comparativo entre los sistemas fiduciarios de nuestros países, con el objetivo de determinar la existencia de otros servicios y mercados a desarrollar, además de establecer parámetros mediante los cuales determinemos el grado de eficiencia con que operamos.
- CUARTA.—** En nuestra opinión, el éxito de los Fideicomisos para desarrollos turísticos en tiempo compartido y promoción de vivienda de interés social, se sustentan básicamente en tener la seguridad de que el proyecto de que se trate llegará a su conclusión, representando el Fideicomiso la opción mas viable, segura y eficiente, para lograr tal objetivo.

MESA REDONDA

PANELISTAS:
Dr. Jorge Carrizosa
Sociedad Fiduciaria
Bermudez y Valenzuela

Dr. Ricardo Lozano
Vicepresidente Bancario
Banco Colpatría

REFLEXIONES SOBRE EL NEGOCIO FIDUCIARIO

Por: Dr. Jorge Carrizosa

I. NOCION DE NEGOCIO FIDUCIARIO

A pesar de que en nuestro Código de Comercio el Contrato de Fiducia Mercantil no está dentro del título correspondiente al Mandato y de que muchos tratadistas del derecho ubican la Fiducia Mercantil dentro de una categoría diferente, se puede afirmar que de acuerdo con las prácticas y tradiciones mercantiles y financieras, la Fiducia es, como el Contrato de Comisión, el de Agencia Comercial y el de Preposición, una especie del contrato de mandato. En términos generales se podría decir que Negocio Fiduciario es todo aquel que implique un manejo de intereses de terceros por cuenta y riesgo de los mismos y ya sea dicho negocio desarrollado a través del Contrato de Fiducia mercantil o de cualquier otra especie del Contrato de Mandato.

Igualmente la costumbre vincula muy estrechamente a los negocios fiduciarios, el desarrollo de los contratos de cuenta corriente mercantil, de corretaje, de consignación y de depósito mercantil.

Siendo este Seminario dirigido principalmente a Gerentes de empresas, so-
braría aquí entrar en elaboradas disquisiciones jurídicas sobre el tema anterior-
mente expuesto. Basta, para ubicarnos en el tema, tener en cuenta que todo
Negocio Fiduciario implica, repetimos, el manejo de intereses de terceros por
cuenta y riesgo de los mismos y, en consecuencia, se trata de un negocio de
administración donde lo fundamental es la capacidad profesional y la infraes-
tructura técnica que tenga la entidad Fiduciaria.

Siendo un negocio de administración, cabe desarrollar a través del mismo,
el manejo de diversos proyectos tales como los inmobiliarios, el manejo de empre-

sas en dificultades, el manejo de fondos comunes de valores mobiliarios y, en fin el manejo de todo proyecto para el cual la entidad Fiduciaria del caso cuente con la adecuada infraestructura técnica y capacidad profesional.

II. OBLIGACION DE MEDIO Y NO DE RESULTADO

De un tiempo para acá la frase "Obligación de Medio y no de Resultado", se encuentra permanentemente mencionada no solo en los foros sobre el tema relacionado con la Fiducia, sino en los contratos mismos que se celebran y aún en la publicidad que hacen las Entidades Fiduciarias sobre los negocios que administran.

Es importante entonces elaborar un poco sobre el tema para precisar cual es el verdadero alcance de la aludida frase y eliminar todo equívoco al respecto.

Aunque el artículo 2178 del Código Civil, a nuestro entender aplicable, en principio, al Negocio Fiduciario, le permite al Mandatario "por un pacto especial, tomar sobre su responsabilidad la solvencia de los deudores y todas las incertidumbres y embarazos del cobro" constituyéndose en principal deudor para con el mandante, en el caso de la Fiducia de Inversión, entendiéndose ésta como el manejo y la administración de dineros de terceros invertidos en valores mobiliarios, esto no sería posible en razón de la prohibición expresa que trae el artículo 20 del Decreto 2920 de 1982.

Dice el referido artículo 20:

"Quien capte dineros del público en forma masiva y habitual sin contar con la previa autorización de la autoridad competente incurrirá en prisión de 2 a 6 años."

De conformidad con la disposición legal citada, solo pueden captar dineros del público en forma masiva y habitual las personas debidamente autorizadas por la autoridad competente (la Superintendencia Bancaria). A su vez el artículo 1o. del Decreto 3227 de 1982, define en que consiste la captación masiva y habitual. En efecto, dice el mencionado Artículo 1o. del Decreto 3227:

"Para los efectos del Decreto 2920 de 1982, se entiende que una persona natural o jurídica capta dineros del público en forma masiva y habitual cuando su pasivo para con el público esté compuesto por obligaciones contraídas con más de 20 personas, diferentes de las señaladas en el párrafo de este artículo, o por más de 50 obligaciones, siempre y cuando se presente una cualquiera de las siguientes condiciones:

1. Que el valor total de dichas obligaciones, en uno y otro caso, sobrepase el 50^o/o del patrimonio líquido de aquella persona.

2. Que estas situaciones de endeudamiento hayan sido resultado de haber realizado ofertas públicas o privadas a personas innominadas o, de haber utilizado cualquier otro sistema con efectos idénticos o similares.

Parágrafo. Por pasivo con el público se entiende el monto de las obligaciones contraídas por haber recibido dinero a título de mutuo o a cualquier otro en que no se prevea como contraprestación el suministro de bienes o servicios.

No se computaran dentro de tal monto los dineros recibidos de los socios, sean personas jurídicas o naturales, o del cónyuge o los parientes hasta el 4o. grado de consanguinidad, 2o. de afinidad y único civil o de las instituciones financieras definidas por el artículo 24 del Decreto 2920 de 1982". (El resaltado es nuestro). Pág. 392, Legislación Económica, Tomo 61.

Si una Sociedad Fiduciaria, o una sección fiduciaria de un Banco Comercial o de una Corporación Financiera que no están autorizadas por la Ley para captar dineros del público masiva y habitualmente, pretendieren dar aplicación al artículo 2178 del Código Civil respecto de dineros recibidos del público para un programa de fiducia de inversión, podrían incurrir en violación del aludido artículo 20 del Decreto 2920 de 1982 con las consecuencias de tipo penal allí mencionadas. Respecto de este tema que solo hemos querido esbozar, recomendamos la lectura del concepto emitido por la Superintendencia Bancaria No.DB-1346 de 1987, en donde claramente se distingue el negocio fiduciario del negocio de los establecimientos de crédito, ubicando a las Sociedades Fiduciarias, dentro del ámbito financiero, como entidades diferentes de los establecimientos de crédito y a quienes les está vedado el asumir pasivos de aquellos de que trata el citado artículo 1o. del Decreto 3227 de 1987, prohibición que podrían violar, repetimos, si entraren a desarrollar el artículo 2178 del Código Civil.

También es conveniente la lectura de la Resolución 3914 de Julio 16 de 1986 de la Superintendencia Bancaria — en especial el literal C del Considerando que habla de "la necesaria limitación que debe existir entre esta figura (el fideicomiso de inversión) y las que son caracterizada manifestación de intermediación financiera".

Por otro lado, el numeral 1o. del artículo 1239 del Código de Comercio dice que el Fiduciario podrá ser removido de su encargo cuando tenga intereses incompatibles con los del beneficiario. En el evento de que, ya no solo en el negocio de fiducia de inversión, sino en muchos otros negocios fiduciarios, la entidad fiduciaria resolviera asumir ante el beneficiario la responsabilidad de la

solvencia de los deudores de este, en desarrollo del mentado artículo 2178 del Código Civil, podría, en ciertas eventualidades, existir incompatibilidad con los intereses del beneficiario, situación ésta que daría lugar a la causal de remoción aludida. En el caso del fideicomiso inmobiliario, en principio, el artículo 2178 del Código Civil no podría tener aplicación, ya que el fideicomitente que entrega el dinero para que se lo administre la entidad fiduciaria, junto con otros dineros, con el objetivo de desarrollar un proyecto inmobiliario, no busca, en principio, que su dinero se invierta en obligaciones de terceros y por lo tanto no hay solvencia de deudores sobre la cual la entidad fiduciaria pueda asumir responsabilidad. Sin embargo, en el evento de que en desarrollo de un fideicomiso inmobiliario pudiere haber lugar a lo previsto en el artículo 2178 del Código Civil, asumiendo la fiduciaria responsabilidad de la solvencia de los deudores del proyecto ante los fideicomitentes o sea ante los dueños del proyecto, podríamos encontrarlos también con la incompatibilidad a que se refiere el numeral 1o. del artículo 1239 del Código de Comercio. De lo anterior se concluye que, en principio, y ante el fideicomitente o el mandante, las obligaciones que asume la Fiduciaria no son las obligaciones propias de quien suscribe un título de deuda (obligación de resultado) sino que son las obligaciones de un gestor de negocios ajenos, de un administrador, es decir, son obligaciones de medio según las cuales la Fiduciaria procura obtener un resultado pero no lo garantiza.

Obviamente ante terceros diferentes del fideicomitente, la Fiduciaria, en desarrollo de su encargo, puede asumir obligaciones de resultado. Puede por ejemplo recibir de un fideicomitente un inmueble con el fin específico de procurar su venta, recaudar el precio y entregárselo, una vez recaudado, al fideicomitente original o a un tercer beneficiario. En desarrollo del contrato de promesa de compraventa y de la compraventa que se celebre con posterioridad, es claro que la fiduciaria asume ante el comprador una obligación de resultado; verbigracia, la de firmar la escritura pública de compraventa en un determinado día y en una determinada Notaría, en el caso de la promesa de compraventa y las obligaciones propias del vendedor como es la de entregar la cosa. Pero ante el fideicomitente o beneficiario del negocio, las obligaciones de la fiduciaria son de resultado: deberá procurar venderle a un tercero el inmueble y una vez lo venda, si el precio es pagadero a plazo, deberá procurar cobrarlo, sin asumir la solvencia del comprador deudor y solo una vez cobrado dicho precio, después de celebrada la venta que debe procurar, deberá entregar el valor del mismo al constituyente o a la persona que haya designado.

III. RESPONSABILIDAD DE LA ENTIDAD FIDUCIARIA

Como vimos anteriormente la responsabilidad a cargo de una entidad fiduciaria en desarrollo de un contrato de fideicomiso puede ser la equivalente a una obligación de resultado, cuando el titular de la obligación originada en desarrollo

de la actividad fiduciaria es un tercero diferente del beneficiario de la Fiducia. Se puede dar el caso de , por ejemplo, que en desarrollo de un fideicomiso de administración de un proyecto inmobiliario o de cualquier otro tipo, el fiduciario asuma obligación para con, v.gr., un Banco Comercial o una Corporación de Ahorro y Vivienda, originada en un contrato de mutuo, cuyo producto está destinado al desarrollo del proyecto de que se trate. En este evento la obligación de la fiduciaria para con el Banco es de resultado: se compromete a restituirle al Banco o a la Corporación de Ahorro y Vivienda la suma recibida en mutuo, en una fecha determinada y adicionada con unos intereses o corrección monetaria del caso. Sin embargo, en el cumplimiento de esta obligación de resultado la Fiduciaria no puede comprometer su propio patrimonio ni el patrimonio de otros fideicomisos, sino solamente el patrimonio autónomo que se haya beneficiado del contrato de mutuo.

Para ser más exacto, la que realmente, en este evento, asume la obligación de resultado no es, por regla general, precisamente la Fiduciaria como persona jurídica, sino el negocio que en desarrollo de la actividad fiduciaria administra por cuenta de terceros. Habría tal vez una excepción a esta última afirmación en la cual la Fiduciaria sí comprometería su propio patrimonio y que consiste en el desarrollo del contrato de comisión de que tratan los artículos 1287 y siguientes del Código de Comercio. En este negocio que consiste principalmente en un mandato sin representación, la Fiduciaria puede, por ejemplo, contratar un préstamo en nombre propio pero por cuenta de un tercero con un establecimiento bancario. Ante el Banco que le otorga el préstamo, la Fiduciaria responde con su propio patrimonio, teniendo obviamente derecho a repetir contra el Comitente lo pagado al Banco.

A diferencia de lo dicho anteriormente, frente al Fideicomitente o Mandante, las obligaciones de la Fiduciaria como ya dijimos, serían siempre de medio: no se compromete a obtener un resultado dado sino a procurar su logro. Esto, sin embargo, no quiere en ningún caso decir que la responsabilidad de la Fiduciaria no exista o que esta sea, en la práctica, imposible de exigir.

En efecto, el artículo 2155 del Código Civil dice:

“El mandatario responde hasta de la culpa leve en el cumplimiento de su encargo.

Esta responsabilidad recae más estrictamente sobre el mandatario remunerado. . . .”

El artículo citado es perfectamente compatible con el artículo 1243 del Código de Comercio ubicado dentro del capítulo de la fiducia mercantil que dice:

“El Fiduciario responderá hasta de la culpa leve en el cumplimiento de su gestión”.

Es claro entonces que la responsabilidad de la entidad fiduciaria está consignada por la Ley y que además no se limita a la culpa grave, sino que la ley hace responsable al profesional de la Fiducia exigiéndole una actividad y diligencia propia de persona cuidadosa dedicada profesionalmente al negocio, al decir de los civilistas, propia del buen padre de familia.

En términos generales se puede afirmar que el problema se reduce a uno procesal: en el caso de la obligación de resultado, por regla general, esta es factible exigirla a través de la vía ejecutiva a que se refieren los artículo 488 y siguientes del Código de Procedimiento Civil. Esta vía judicial es más rápida (dentro de lo rápido que puede ser entre nosotros, cualquier proceso judicial) y la prueba del incumplimiento es más sencilla para el acreedor que en el proceso declarativo. Cuando la obligación es de medio y no de resultado, el proceso que debe iniciar, por regla general, el fideicomitente o beneficiario, es un proceso declarativo (Artículos 396 y siguientes del Código de Procedimiento Civil) que generalmente es más dispendioso y en donde el aspecto probatorio es más complejo para el demandante, cliente de la fiduciaria.

IV. NECESIDAD DE UNA INFRAESTRUCTURA ADMINISTRATIVA

De todo lo anterior se desprende que lo que realmente “le vende” una Fiduciaria a su clientela es su capacidad de gestión administrativa en un determinado campo. Por ello la Fiduciaria recibirá una comisión u honorario, es decir, una remuneración por los servicios prestados. La Fiduciaria al no asumir por regla general “posición propia”, no obtiene, en desarrollo de su gestión, un rendimiento al capital, sino una remuneración por sus servicios. Por ello el énfasis que deben hacer las autoridades y la clientela de una institución fiduciaria al analizar su estructura, no es tanto en su capacidad patrimonial, sino en la infraestructura administrativa que tenga disponible para desarrollar una actividad fiduciaria dada. Es mucho más importante para el cliente de una institución fiduciaria la experiencia que ésta tenga en una determinada actividad y el capital humano de que disponga, que el capital contable que se desprenda de sus estados financieros. No quiero con esto minimizar la importancia que tiene el que las instituciones fiduciarias se fortalezcan patrimonialmente. Esta es una política que ha iniciado la Superintendencia Bancaria y que en muchos casos, teniendo en cuenta los patrimonios tan pequeños que algunas instituciones fiduciarias muestran, es de una necesidad evidente. Pero más importante que ello, repetimos, es la capacidad profesional y la infraestructura administrativa con que cuente. De lo anterior se desprende la necesidad de la especialización en determinado tipo de negocios que deben buscar las instituciones fiduciarias.

Por ser los contratos fiduciarios figuras jurídicas de medio a través de los cuales se pueden desarrollar diversas actividades, no debe caerse en el equívoco de pensar que toda institución fiduciaria, por el solo hecho de contar con la licencia estatal, puede desarrollar todo tipo de actividad de gestión. Debe examinarse cuidadosamente la experiencia en determinada área con que cuente la institución que se estudie y además los mecanismos y la estructura que ofrezca para un negocio determinado. Es así como pueden haber fiduciarias especializadas en negocios de administración de proyectos inmobiliarios o en administración de fondos de valores mobiliarios, así como también podrán haber fiduciarias especializadas en manejar determinado tipo de empresas en dificultades, en manejar programas de seguros, en desarrollar la fiducia de garantía, etc., pero es muy difícil concebir, en una actividad tan nueva como ésta y en nuestro medio, un ente fiduciario capacitado para desarrollar al mismo tiempo todas estas actividades. Aún dentro de una misma categoría se puede llegar a una especialización. Es diferente desarrollar un proyecto de fiducia inmobiliaria destinado a vivienda de clase media alta, que desarrollar un proyecto de la misma índole destinado a vivienda popular. Ambos negocios aunque similares, tienen características que requieren un conocimiento y una infraestructura diversa.

Como todo negocio de gestión el fracaso siempre se deberá más a la falta de preparación y profesionalismo del gestor, que al capital propio con que cuente, y este profesionalismo no se logra exclusivamente a base de dinero. Muchas entidades fiduciarias responsables entre nosotros han creado, poco a poco, una infraestructura y han acumulado unas experiencias desde hace algunos años y por lo tanto pueden ofrecer hoy en día muchos de los productos anteriormente enunciados, con el respaldo de esa experiencia.

COMENTARIOS DEL DOCTOR RICARDO LOZANO

Resulta muy grato para mí tener la oportunidad de compartir algunos momentos con tan ilustres participantes en este panel y con tan selecto y concurrido auditorio, que nos demuestra una vez más el inmenso interés que sigue despertando el tema fiduciario en el país; por esta oportunidad quiero manifestar mis más sinceros agradecimientos a los organizadores de este seminario.

Mi participación en esta ocasión está orientada a analizar muy brevemente el enfoque del reciente desarrollo del negocio fiduciario en Colombia y ver cuáles son las acciones a seguir para fortalecer este servicio no solo en lo que respecta a la actividad de las entidades financieras, sino también para el sector productivo de nuestra economía.

Si bien es cierto que el tema de la fiducia ha sido motivo de muchas inquietudes conceptuales que se han debatido en otros tantos foros y publicaciones, no se puede desconocer que en términos prácticos nos hemos quedado atrasados en comparación al desarrollo que en esta materia se viene observando en otros países, incluyendo países latinoamericanos, donde en los últimos años se ha tomado conciencia de las grandes posibilidades que brinda la fiducia, como uno de los elementos de acción que tiene la Banca de Inversión. Y ha sido tal vez la situación crítica de la deuda externa latinoamericana la que ha generado la inquietud de crear esquemas nuevos para solucionar estos problemas, unido a una necesidad de reorientar los criterios internos sobre el tratamiento de la inversión extranjera, para pensar no solamente en cómo pagar la deuda sino también en cómo no detener el flujo de capital extranjero como uno de los elementos fundamentales del crecimiento económico de un país.

Pero no por el hecho de que Colombia no haya atravesado este tipo de problemas es que se explique el tímido desarrollo de la fiducia en el país, sino que en mi concepto han existido ciertos factores, que pretendo enumerar a continuación en gracia de discusión, que nos acercan al tipo de enfoque que se ha dado a este servicio en nuestro medio.

En primer lugar, considero importante mencionar que la gestación de un negocio fiduciario no puede depender exclusivamente de la existencia de una situación crítica, en la que se requiera la creación de aquellos esquemas nuevos de los que hablamos anteriormente, sino que nos toca empezar a pensar en generar productos fiduciarios que ayuden a mejorar una situación determinada. En este punto el país ya está siendo testigo de los avances realizados, en particular en la parte de la administración fiduciaria de los excesos de liquidez tanto de personas naturales como de empresas. Sin embargo, apenas estamos acercándonos a entender la importancia que tiene este servicio en el ámbito del Mercado de Capitales del país, donde la participación de los entes fiduciarios como inversionistas institucionales es crucial para su desarrollo.

En segundo término, todo parece indicar que la responsabilidad del desarrollo de los servicios fiduciarios ha recaído exclusivamente sobre el sector financiero y podría pensarse que este hecho ha inhibido el despegue, porque es un sector que está acostumbrado a hacer únicamente aquello que expresamente le está permitido y su creatividad se ha dirigido, en el mejor de los casos, a ajustarse a unas normas preexistentes para desarrollar normalmente su actividad y, en el peor de los casos, a tratar de eludirlas para el provecho de unos pocos. En este punto me parece importante retomar algunas ideas que sobre este aspecto se mencionaron en el pasado Seminario sobre Fiducia Mercantil en 1986 (*), cuando se expresó que el reto para el gestor fiduciario era no esperar a que el legislador y las autoridades resolvieran los marcos legales y tributarios, sino que al tiempo de definir el negocio fiduciario era indispensable proponer los mecanismos que resuelvan estos limitantes.

Por consiguiente, no creo que haya sido la falta de legislación la que ha impedido el desarrollo de la fiducia en Colombia, sino la ausencia de una profundización en términos prácticos que nos haya dejado ver las grandes posibilidades de este servicio.

En tercer lugar, y apesar de lo dicho en el punto anterior, no se puede negar tampoco que, hablando del marco legal de la fiducia en Colombia, éste se encuentra todavía en un proceso muy incipiente al no existir aún una regla-

(*) Ponencia de la Doctora Clemencia Inés Restrepo sobre Aspectos Comerciales de la Fiducia Mercantil.

mentación completa ni clara, no obstante que desde 1980, y tal vez desde antes, ya se venía comentando la existencia de dificultades y preguntas sobre el manejo fiduciario. Esta deficiencia demuestra que tampoco en este sentido se ha contado con un buen apoyo para el desarrollo del negocio, porque si bien es cierto que la existencia previa de un marco legal no es condición indispensable para la gestación en un esquema fiduciario, este marco tampoco puede quedarse relegado.

En cuarto lugar quisiera mencionar que los esquemas que actualmente se están aplicando en materia de negocios fiduciarios son el resultado de un largo periodo de depuración en términos de lo que realmente es fiducia, contando para ello con la celosa participación de la Superintendencia Bancaria quien, valga decirlo, ha procurado que la fiducia se aplique en forma consecuente con su filosofía, de forma que su implementación no se confunda con las actividades de otras entidades de carácter financiero. Esta ha sido la orientación que las más recientes medidas han mostrado y que revelan un interés de parte de este organismo de control por organizar correctamente el negocio fiduciario, porque desafortunadamente hemos sido testigos de la utilización de múltiples figuras que en su momento se concibieron como fiducia pura, pero que en el fondo no eran más que otras formas de desarrollar actividades de intermediación financiera, con lo cual lo único que se logró fue desvirtuar la figura de la fiducia y tal vez inducir a controles excesivos que para nada contribuyen con el desarrollo de la misma.

No quisiera que con los puntos anteriores quedara la sensación que nuestro desarrollo fiduciario ha estado caracterizado únicamente por un cúmulo de deficiencias; también hemos visto como en los últimos años hemos iniciado una gran actividad fiduciaria, que ha despertado el interés ya no solo de parte de otros colegas del sector financiero, sino también de los sectores productivos, comerciales, de servicios, de corretaje de bolsa y del sector gobierno, de los cuales debemos tener hoy a varios de sus representantes como participantes en este seminario. Pero de lo que se trata de hacer es destacar nuestros puntos débiles para fortalecer nuestro futuro desarrollo.

Para ello considero importante procurar un acercamiento con las autoridades monetarias y de control que resulte en una permanente comunicación acerca de lo que existe hoy y de los proyectos futuros, para que esa parte legal de la que hablamos anteriormente crezca en forma coordinada con el negocio.

También es importante profundizar mucho más en la función que tiene el fiduciario como inversionista institucional y como apoyo a la actividad del mercado de capitales y en las Operaciones de Mercado Abierto (OMA). En este sentido es digno reconocer el avance que ha hecho el Banco de la República al hacer realidad algunas de las ideas expresadas por su gerente el Doctor Francisco Ortega Acosta en el "Primer Simposio Internacional de Alta Dirección Bancaria", quien

vió la necesidad de ampliar la competencia entre intermediarios para mejorar la eficiencia y para que los bancos se convirtieran en un elemento dinámico en la intermediación de títulos del Banco de la República. Sin embargo, aquí cabe todavía insistir en la conveniencia de una mayor comunicación con las autoridades monetarias, para que este tipo de decisiones se realicen en lo posible conjuntamente con una adecuación de la organización administrativa de parte de los bancos acorde con los nuevos enfoques, para lograr mejores resultados en el menor tiempo posible.

Finalmente, es indispensable desarrollar una campaña profunda de comunicación con los sectores usuarios de los servicios fiduciarios, para dar a conocer todas las posibilidades que brinda esta figura en el giro normal de cualquier actividad económica; este seminario es un claro y muy importante ejemplo de lo mucho que en este campo se puede y debe hacerse.

Muchas gracias.

RICARDO LOZANO PARDO

Vicepresidente
Banca de Inversión
Banco Colpatría

CAPITULO IV

FONDOS DE INVERSION

**EL NEGOCIO FIDUCIARIO DE INVERSION:
UNA APROXIMACION JURIDICA AL CASO COLOMBIANO**

Por: LUIS FERNANDO LOPEZ ROCA ¹

I. ASPECTOS PRELIMINARES

Como paso previo y necesario al estudio de la forma contractual de la fiducia de inversión, examinaremos las características de la fiducia mercantil regulada por el Código de Comercio, según la clasificación establecida para esos actos jurídicos por la legislación civil.

A. CARACTERISTICAS GENERALES:

Analizando detenidamente la descripción que la ley comercial hace de la fiducia mercantil, puede establecerse que a ésta se le atribuyen las siguientes características:

1. Bilateral

Como acto jurídico, es bilateral, ya que dos son las voluntades que concurren a su formación. Tomando en consideración la figura contractual pro-

1/ Este trabajo fue elaborado en colaboración con el grupo de trabajo integrado por Clara Inés Restrepo Trujillo y Juan Carlos Varon Palomino.

piamente dicha, podría pensarse que la fiducia mercantil es un contrato unilateral, el que según el artículo 1496 del Código Civil se configura cuando es una sola de las partes la que se obliga. Esto porque el Código de Comercio, en principio, no contempla obligaciones a cargo del fideicomitente o constituyente, sin perjuicio de que la convención establezca deberes a cargo de este sujeto.

2. Oneroso

De análoga manera, puede afirmarse que la fiducia mercantil es en sí un contrato oneroso. Ambas partes buscan un beneficio que resulta ser recíproco. El fideicomitente entrega al fiduciario uno o más bienes para su administración o venta, o, como en la fiducia de inversión, dinero para la adquisición de determinados objetos que le interesan, y el fiduciario — por su parte — recibe una utilidad consistente en la remuneración pactada dentro del contrato.

3. Conmutativo

Es conmutativo en el sentido en que las obligaciones surgidas tanto para el fiduciario como para el fideicomitente, en su caso, tienen justificación y equivalencia en lo que cada uno de ellos está obligado a llevar a cabo en beneficio del otro. Para este caso, baste decir que la remuneración debida al fiduciario quedaría — jurídicamente hablando — sin piso si ella no tuviera su equivalencia en la gestión que éste último debe desplegar, o en los actos que debe ejecutar con el fin de dar cumplimiento a las instrucciones del fideicomitente.

4. Principal

Según lo estatuido por el artículo 1499 del Código Civil “el contrato es principal cuando subsiste por sí mismo sin necesidad de otra convención. . .”

Es clara y no necesita de amplias explicaciones, la afirmación de que la fiducia mercantil es un contrato principal, ya que ella — como figura propia autónoma — tiene la virtud de producir todos los efectos jurídicos propios de un contrato sin supeditarse — en relación de necesidad — a convenio alguno.

5. Solemne

Respecto a la condición que de contrato solemne tiene la fiducia mercantil, en la actualidad se presentan dos posiciones contrarias que se enuncian a continuación:

a) **Tesis del Contrato Solemne.** Para los sostenedores de esta posición, la fiducia mercantil celebrada entre vivos es un contrato solemne, pues debe siempre constar en escritura pública. Tal es el sentido que le asignan al texto del artículo 1228 del Código de Comercio, para concluir que la escritura pública que allí se menciona constituye una formalidad ad—substantiam actus, por manera que si ella no se otorga el contrato será inexistente. Para sustentar su posición, se alude al artículo 824 del estatuto comercial, a cuyo tenor los comerciantes pueden expresar su voluntad de contratar u obligarse verbalmente, por escrito o por cualquier medio inequívoco (principio de la consensualidad en materia mercantil) a menos que una norma legal exija una determinada solemnidad como requisito esencial del negocio jurídico, en cuyo caso éste no se formará mientras no se llene tal solemnidad, hipótesis que precisamente se da en el caso de la fiducia.

Agregan que cuando la ley requiere como solemnidad la escritura pública, claramente emplea estas mismas palabras que hemos subrayado, ya que cuando se omite el calificativo de “pública” para una escritura es porque se quiere hacer referencia a documentos privados.²

b) **Tesis de la Formalidad según la naturaleza de los bienes.** Esta posición surge a partir de un pronunciamiento del Consejo de Estado, organismo que, con ocasión de la demanda de nulidad de la circular 052 de 1978 emanada de la Superintendencia Bancaria, expresó ad—latere: “. . . es preciso concluir que, a términos del transcrito artículo 1228 del Código de Comercio, la fiducia constituida sobre muebles no requiere de la solemnidad de la escritura pública pudiendo constituirse mediante documento privado”.

No cabe duda que el artículo 1228 del Código de Comercio ordena que la fiducia entre vivos debe constar en escritura pública. Empero, dicha clari-

2/ Cfr. RAMIRO RENGIFO, *La Fiducia*, Editora e Impresora Ranco Ltda., Bogotá, 1984, págs. 264 y 265. En igual sentido, ver ISAIAS CHAVEZ VELA, *La Fiducia o Fideicomiso en el derecho colombiano*, en “Revista de Derecho Económico”, No. 2, Editorial Temis, Bogotá, 1984, pág.12.

dad para algunos desaparece cuando el estatuto mercantil exige que el negocio conste en "escritura pública registrada según la naturaleza de los bienes".

Antes de proseguir, es necesario hacer la aclaración de que dicha locución no presenta duda cuando se trata de fiducia inmobiliaria, ya que allí se transfiere la propiedad de un bien inmueble, negocio por definición sometido a la solemnidad de escritura pública.

Entonces, en el punto donde realmente no hay unanimidad es en el relativo a la exigencia de la solemnidad cuando se entregan en fiducia bienes distintos de inmuebles, como por ejemplo dinero, y, más particularmente, en la fiducia de inversión. Quienes sostienen la no necesidad de escritura, se basan en una interpretación según la cual lo determinante en la expresión del artículo 1228 es "la naturaleza de los bienes", lo que traería como consecuencia que la transferencia de bienes muebles se pueda realizar omitiendo la formalidad de la escritura.

Con el propósito de hacer mayor claridad sobre el punto frente a la posición adoptada por el órgano fiscalizador, procede analizar brevemente el fundamento jurídico de la tesis de la solemnidad según la naturaleza de los bienes.

Antes que nada, es preciso observar cómo el debate jurídico resuelto por este fallo se planteó a raíz de la expedición por parte de la Superintendencia Bancaria de la Circular 52 de 1978, norma cuyos destinatarios eran los establecimientos de crédito autorizados para mantener secciones fiduciarias y que en el inciso 3o., numeral 3o., literal d), buscaba reglamentar el artículo 109 de la ley 45 de 1923, en el sentido de calificar como "pública" la escritura de fideicomiso a que alude el inciso segundo in fine de la disposición legal reglamentada.

Por lo mismo, es claro que el acto administrativo acusado no guardaba ninguna relación con el artículo 1228 en cita, no solo porque dicho acto no era reglamentario de este artículo del Código de Comercio, sino porque, como atrás quedó explicado, una es la naturaleza jurídica de los encargos fiduciarios de que trata el capítulo IV de la ley 45 de 1923 — recuérdese que invariablemente se les ha dado a estas operaciones el carácter de mandatos no traslaticios de dominio — y otra, diferente, la del contrato de fiducia mercantil reglamentado en el Título XI del Libro IV del estatuto mercantil, figura que tiene como notas características diferenciadoras frente a los encargos de confianza de la ley 45 de 1923 la transferencia de los bienes como elemento esencial del contrato, y la subsiguiente formación del patrimonio autónomo de que habla el artículo 1233 del Código de Comercio, para

mencionar solo estos dos aspectos. Más lejos aún, el artículo 1228 aludido ni siquiera fue citado por el demandante como norma violada por el acto impugnado.

De lo anterior se desprende sin dificultad que el fallo que comentamos sólo hizo tránsito a cosa juzgada en relación con el acto administrativo objeto del proceso, pero en ningún caso ello ocurrió respecto del pronunciamiento ad—latere y no vinculante formulado en la sentencia respecto del artículo 1228 del Código de Comercio, norma que se encuentra vigente en la actualidad. Esta afirmación se ve soportada, adicionalmente, por la circunstancia incontestable de que los pronunciamientos judiciales acerca de las leyes en sentido material, como lo es sin duda alguna el precitado artículo 1228, son de conocimiento de la Corte Suprema de Justicia y no del Consejo de Estado, de conformidad con las precisas competencias que para estos dos organismos jurisdiccionales consagran las normas constitucionales imperantes. (C.N., 216, 218).

Bajo el anterior contexto, la aproximación que el Consejo de Estado dió al problema jurídico planteado desde la perspectiva de las normas violadas es, a nuestro juicio, equívoca, pues la remisión al Código de Comercio traslada el debate a un contexto distinto de aquél en el cual tuvo origen, con la consiguiente distorsión conceptual tanto en el discurso jurídico como en su conclusión.

Por lo demás, es cuestionable la validez jurídica de la conclusión a que arriba el Consejo en punto de la posibilidad de que la fiducia mercantil sobre muebles pueda constituirse mediante documento privado, pues a ella se llega con fundamento en la hermenéutica de un texto legal (artículo 1228 del Código de Comercio) que expresamente emplea la locución “escritura pública”, expresión cuyo significado ha definido la propia ley cuando en el artículo 13 del Decreto 960 de 1970 dice: “La escritura pública es el instrumento que contiene declaraciones en actos jurídicos, emitidos ante el notario, con los requisitos previstos en la ley y que se incorpora al protocolo”, debiendo agregarse que, de conformidad con el artículo 12 del mismo Decreto, “Deberán celebrarse por escritura pública todos los actos y contratos de disposición o gravámen de bienes inmuebles, y en general aquellos para los cuales la ley exija esa solemnidad.”

Adicionalmente, retomando los antecedentes históricos, encontramos que, si bien con posterioridad a la redacción del actual artículo 1228 del Código de Comercio el comité asesor pareciera haber modificado su posición

inicial ^{2a}, el texto definitivo fue el inicialmente propuesto con el objeto de hacer general la solemnidad de la escritura pública para toda fiducia mercantil.

De lo anteriormente expuesto se concluye que, respetando el tenor del artículo 1228 del Código de Comercio, hoy vigente, toda fiducia mercantil constituida entre vivos debe constar por escritura pública.

Ahora bien, consideramos que la presentación general del negocio fiduciario de inversión no quedaría completa si no se hiciese referencia al tema de los encargos fiduciarios a que se refiere el capítulo IV de la ley 45 de 1923.

En cuanto a la naturaleza jurídica de tales negocios, la Superintendencia Bancaria de tiempo atrás ha estimado de manera consistente que ella corresponde a la del contrato de mandato. De allí que, a partir de la estructura jurídica de este último contrato, el encargo fiduciario ejecutado en forma profesional y masiva por un fiduciario institucional aparece como una alternativa instrumental clara, frente al de fiducia mercantil, para implantar la operación de fiducia de inversión, tanto en su expresión individual como en la colectiva, de cuya bondad práctica da cuenta no solo la experiencia de otros países pertenecientes al sistema jurídico continental, como el caso de México ³, sino la de nuestro propio medio donde existen ya fondos comunes ordinarios que, con buen suceso, han sido establecidos a partir de la celebración de este tipo de contratos no traslaticios de dominio.

Más lejos aún, no debiera resultar exótico pensar que, desde una perspectiva comercial, la figura de mandato puede ser incluso más apropiada que la de la fiducia para llevar a cabo el negocio de inversión fiduciario dado que, de una parte, en lo económico aquel contrato presenta la misma estructura y cumple idéntica función que éste (entrega de recursos al administrador profesional calificado; encargo para el fiduciario de aplicar los dineros a la

2a/ En el acta 208, pág. 1 se lee: "El doctor ESCOBAR critica que en el artículo 1119 se haya establecido la obligación de constituir el fideicomiso por escritura pública. Esta exigencia se justifica en materia de inmuebles pero no cuando se trata de muebles, como será (sic) en su mayoría las fiducias mercantiles. . . El doctor NARVAEZ está de acuerdo con la crítica anterior pues ello implicaría que por ejemplo si se da en fiducia un instrumento negociable sería necesario extender una escritura pública, lo que complicaría excesivamente las transacciones. Por ello considera que sería mejor volver a la redacción que se había adoptado en la reunión antepasada, así: "La fiducia constituida entre vivos deberá constar en documento auténtico según la naturaleza de los bienes."

3/ Cfr. De la Peza, José Luis, Los Mandatos Fiduciarios de Administración de Inmuebles y de Inversión de Fondos, en "Estudios sobre Fideicomiso", Asociación de Banqueros de México, 1980, págs. 179 y siguientes.

realización de inversiones por cuenta de sus clientes, entregando a ellos tanto el producto de las inversiones como el principal, a la terminación del negocio) sin que, de otro lado, el mandato se encuentre sujeto a ciertas formalidades que, como la escritura pública exigida por la ley para la fiducia mercantil, pugnan manifiestamente contra la agilidad y el trámite masivo que son propios de la operación.

6. Adhesión — libre discusión

En principio, como en todo contrato de fiducia, el negocio nace de un previo acuerdo entre las partes, fruto de la libre discusión de las condiciones contractuales. Casi que se diría que, por su naturaleza, repugna a constituirse en instrumento del tráfico mercantil a través de la contratación masiva. Sin embargo, el desarrollo contemporáneo del contrato ha llevado a que, en no pocas modalidades como ocurre en la fiducia de inversión, — fondos comunes ordinarios — participe de las características propias de los contratos de adhesión, donde el fideicomitente se pliega a las condiciones fijadas por el fiduciario.

7. Típico

Por último, baste decir que la fiducia mercantil es un contrato típico y nominado, esto es, considerado, descrito y reglamentado como tal en el Código de Comercio.

II. CONCEPTO DE NEGOCIO FIDUCIARIO DE INVERSION

Se entiende como aquél en donde una persona llamada constituyente (fideicomitente o mandante) entrega una suma de dinero a otro sujeto, llamado fiduciario, para que éste lo administre aplicándolo a la realización de actividades lucrativas o que generen rendimientos, en provecho del mismo constituyente o de un tercer beneficiario.

Se trata, en esencia, de una modalidad del negocio fiduciario de administración.

Desde el punto de vista de la actividad económica la inversión abarca múltiples alternativas. Al respecto vale la pena recordar las célebres palabras pronunciadas por el Senador Carlos Restrepo Piedrahita con ocasión de la discusión que tuvo lugar en el Senado de la República a propósito de la redacción del actual ordinal 14 del artículo 120 de la carta: "Inversión de capital puede ser la compra de un semoviente, o un terreno hasta las más complejas operaciones financieras e industriales".

Lo anterior deja entrever cómo la herramienta fiduciaria constituye un mecanismo eficaz que permite a la comunidad acceder, a través de la gestión diligente de un profesional del mercado, a las más variadas opciones de realización de negocios.

Ahora bien, sin perjuicio de la anterior afirmación, la práctica comercial de esta modalidad fiduciaria ha sido, en los países que la han adoptado, predominantemente orientada al terreno de la inversión mobiliaria, convirtiéndose así en un instrumento importante para el desarrollo de los mercados de capitales.

III. FIDUCIA DE INVERSIÓN Y FONDOS DE VALORES

A. DERECHO COMPARADO.

Mal podría constituir objeto de esta intervención el profundizar en los aspectos de Derecho Comparado de la figura objeto de análisis, como que en esa materia recibirán los asistentes sin duda las valiosas opiniones y conocimientos de los expertos internacionales invitados a este foro. Empero, conviene referirnos brevemente a esta temática a fin de precisar algunos puntos que resultan útiles al momento de analizar la estructura jurídica y las proyecciones prácticas de la fiducia de inversión en algunos de los sistemas jurídicos en los que ha tenido desarrollo.

En este orden de ideas, los puntos de comparación a tratar se resumen así:

1. Estados Unidos

- a) Los fondos comunes fiduciarios se estructuran de manera general como "Open End Investment Companies", esto es, Compañías de Inversión que ofrecen para la venta seguridades redimibles por ellas emitidas. (Numeral 1o., Sec. 5o., Investment Company ACT OF – 1940).
- b) En cuanto a su constitución y organización, los fondos se rigen por las previsiones del Investment Company Act de 1940, en armonía con las reglamentaciones que, al interior de cada estado, gobiernan la actividad de los "business trusts".
- c) Por lo que hace al perfil de la cartera, los administradores ofrecen a su clientela distintas clases de fondos, diferenciados en función tipo de activos del portafolio, que van desde los "capital market funds" (fondos de activos financieros de mediano y largo plazo, renta fija o variable)

hasta los "Money market funds", integrados con valores de mercado monetario (renta fija y corto plazo), como los siguientes:

- Obligaciones de instituciones financieras (bancos, asociaciones de ahorro y préstamo, compañías de seguros).
- Obligaciones del Gobierno Federal.
- Obligaciones a corto plazo emitidas por corporaciones (sociedades), incluyendo papeles comerciales y bonos.
- Otros títulos de deuda con términos de maduración no superiores a un año.

2. México

Fondos Comunes Fiduciarios Constituidos por Fiducia Mercantil o por Mandato.

- a) Se involucra una actividad de inversión y de administración en donde el fiduciario debe invertir en ciertas y determinadas actividades lucrativas o que generan un rendimiento.
- b) Las obligaciones del fiduciario se limitan a la actividad de inversión, y no responde por las resultas o riesgo normal de la operación, sino solamente en los casos de mala fe o negligencia.
- c) Se completa la posibilidad de establecer un comité técnico o de distribución de fondos con el fin de que resuelva los problemas originados en la inversión. Si el fiduciario se acoge a todas las instrucciones queda libre de responsabilidad.
- d) Se destaca el manejo de bienes de incapaces e inexpertos en los negocios, con la conveniencia social que ello comporta.
- e) Se consagra la prohibición de fideicomisos secretos, en donde se omita el nombre de los fideicomitentes, ya que podrían utilizarse como mecanismo de violación de las leyes.
- f) La inversión de los recursos en la adquisición de valores mobiliarios no es libre, por manera que solamente se admiten para el fondo papeles expresamente autorizados por la Comisión Nacional de Valores.

- g) Como una modalidad importante del fideicomiso de inversión se estructura la creación y gestión de empresas, en donde el fiduciario sea el empresario y el conjunto de bienes materiales e inmateriales de la empresa, el mismo patrimonio autónomo.

3. España

- a) La ley ha contemplado, desde el año de 1984, una nueva posibilidad para la inversión colectiva: la especialización en los fondos de inversión. Esta figura contempla las diferentes modalidades.

- a.1 Sociedades de Capital Variable.
- a.2 Fondos de inversión en activos de mercado monetario.
- a.3 Fondos y sociedades de capital riesgo.
- a.4 Fondos de inversión inmobiliaria.
- a.5 Fondos de inversión en activos no financieros.

- b) Estructura del patrimonio y rendimientos de los fondos de inversión.

El patrimonio se establece en función de los activos monetarios, de renta fija y renta variable que componen el fondo. A su vez, los rendimientos están dados por el reparto y revalorizaciones de los activos.

- c) Caracterización de los fondos de inversión, que puede determinarse con base en varios factores:

- c.1 Composición de la cartera.
- c.2 Prioridad en los objetivos de rentabilidad y crecimiento.
- c.3 Política de distribución de beneficios.

B. LA FIDUCIA EN EL MERCADO DE VALORES.

Atrás quedó expuesto cómo el negocio fiduciario tiene en principio tantas posibilidades de aplicación cuantos encargos lícitos puedan concebirse.

Esta amplitud, que algunos juzgan excesiva, ha llevado al interrogante, en punto de la relación negocio fiduciario mercado de valores, de hasta donde puede el instrumento fiduciario servir como vehículo de inversión mobiliaria sin que ello entrañe una abierta violación de las normas legales que regulan la actividad de la inversión institucional.

La definición del punto reviste particular importancia, como quiera que en nuestro medio — siguiendo experiencias de otros sistemas más avanzados — la fiducia de inversión tiende fundamentalmente hacia la adquisición y manejo de valores mobiliarios mediante alguna de las modalidades que trataremos enseguida:

1. Inversión Mobiliaria Individual.

Tiene lugar cuando el fiduciante transfiere al fiduciario sumas de dinero con la finalidad de que este las aplique a la adquisición y manejo de determinados valores mobiliarios para integrar un portafolio personal.

En este evento el fiduciario obra, aparentemente, en la adquisición como un verdadero comisionista: en nombre propio pero por cuenta del fiduciante (comitente) y una vez conformado el portafolio individual debe administrarlo procurando el mayor beneficio para los intereses del cliente.

A nuestro modo de ver, esta modalidad de fiducia de inversión, en principio lícita, tropezaría con la exigencia legal vertida del artículo 1287 del Código de Comercio a cuyo tenor para estructurarse la comisión resulta esencial que ella se otorgue a quien se dedica profesionalmente a tal actividad, como ocurre con los intermediarios institucionales en el mercado de valores. Por lo demás, esta conclusión guardaría armonía con el principio de especialización funcional, presente a lo largo y ancho de nuestro derecho financiero.

2. Inversión Mobiliaria Colectiva.

a) Ubicación del Tema.

Esta modalidad tiene su origen en la práctica estadounidense de los "common trust funds", a través de los cuales se permite al pequeño inversionista el acceso a los fideicomisos de inversión, bien de mercado de valores o bien de mercado monetario. Estos fondos operan sobre la base de una mecánica consistente en recibir fondos de los clientes para luego aplicarlos, en desarrollo de la finalidad señalada, a la conformación de una cartera de valores mobiliarios.

Una vez conformado el portafolio respectivo, es administrado por el fiduciario de acuerdo a precisas reglas en materia de ingresos de nuevos fiduciarios, valuación del fondo, liquidación de rendimientos y liquidación de participaciones.

b) Los Fondos Fiduciarios Comunes en Colombia.

En Colombia, la figura de los fondos fiduciarios comunes fué reglamentada, como modalidad de la fiducia de inversión, por la Resolución de la Superintendencia Bancaria No.3914 de julio 16 de 1986.

De conformidad con esta disposición las sociedades fiduciarias y las secciones respectivas de los establecimientos de crédito, en desarrollo de contratos de fiducia mercantil, pueden constituir las siguientes dos clases de fondos comunes, integrados con dineros recibidos de los constituyentes:

- 1) Fondos Comunes Ordinarios (art.3o.) , en los cuales los recursos forzosamente deben destinarse a la inversión allí establecida, a saber:
 - a) Títulos de deuda emitidos, aceptados, avalados o garantizados en cualquier forma por el Estado, otras entidades de derecho público, el Banco de la República, los establecimientos financieros, las corporaciones de ahorro y vivienda, o las compañías de financiamiento comercial.
 - b) Títulos autorizados por la Comisión Nacional de Valores o inscritos en Bolsa de Valores o que puedan negociarse en ellas y,
 - c) Cualquier otro título que autorice expresamente la Superintendencia Bancaria, siempre y cuando las sociedades emisoras o garantes de los títulos no sean matrices ni subordinadas de la sociedad o sección fiduciaria.

Del mismo modo, la Resolución (art. 3o. parágrafo), acogiendo un aspecto ya tratado por la doctrina internacional (8) establece que en el evento de que un constituyente cualquiera no exprese en el acto constitutivo los bienes o actividades específicas en que deben invertirse los recursos fideicomitidos, tales dineros deberán pasar a integrar el fondo común ordinario. La misma regla se aplica en tratándose de fideicomisos diferentes a los de inversión en que se requiera un tiempo para cumplir la finalidad señalada en los encargos y no se haya previsto la destinación específica que deba dársele a los dineros durante ese lapso.

- 2) Fondos Comunes Especiales, en los cuales la fiduciaria debe previamente someter el proyecto específico de que se trate a la autorización de la Superintendencia Bancaria (Art. 4o.).

El análisis de estas normas permiten formular las siguientes conclusiones respecto de la naturaleza y estructura de los fondos fiduciarios comunes:

- a) En la práctica los fondos comunes ordinarios son verdaderos fondos de valores de mercado monetario, similares a los "money market funds" existentes en los Estados Unidos de Norte América. Se trata entonces de portafolios conformados con valores de alta liquidez y bajo riesgo lo cual implica una cierta seguridad para los inversionistas en cuanto a la calidad de la cartera mobiliaria.

En este sentido se encuentra alguna similitud con la solución dada por el derecho mexicano en lo que toca con la restricción de la colocación de recursos a través de la adquisición de valores mobiliarios expresamente autorizados para el efecto por la Comisión Nacional de Valores.

En el caso colombiano la figura es fundamentalmente la misma frente a los fondos comunes ordinarios, con la diferencia de que la facultad de autorizar nuevos valores que integren dichos fondos radica en la Superintendencia Bancaria y no en la Comisión Nacional de Valores.

- b) Por lo que dice relación con los fondos comunes especiales, se observa cómo el único control establecido por la Resolución No.3914 en cita consiste en la aprobación previa que la Superintendencia debe dar al proyecto específico. Resulta entonces que en la práctica estos fondos especiales pueden tener cualquier destinación que apruebe la entidad de control, y por esta vía no se descarta — al menos en teoría — que en un futuro las sociedades fiduciarias y las secciones respectivas de establecimientos de crédito, hoy concentradas en el mercado monetario, pudieran incursionar en el mercado de capitales constituyendo fondos de inversión integrados con acciones, bonos de largo plazo y otros valores similares. No obstante, si ello sucediese, seguramente se desdibujaría definitivamente la ya tenue frontera que nuestra legislación ha establecido entre la actividad fiduciaria y la propia de aquellos intermediarios del mercado de valores que, de acuerdo con textos expresos, están llamados a desempeñar esa función económica de inversión institucional, particularmente las sociedades administradoras de inversión y los comisionistas de bolsa.
- c) Adicionalmente, a la luz de la reglamentación actual, tanto los fondos comunes ordinarios como los especiales que en un futuro

puedan integrarse con valores de mercado de capitales, pese a ser verdaderos fondos de inversión puede operar sin sujeción a los criterios técnicos correspondientes a este tipo de gestión que la ley ha establecido como obligatorio para entidades tales como las sociedades administradoras de inversión, por lo cual se impone su regulación.

- d) En los supuestos de los numerales 1 y 2 que anteceden se encuentra que la reglamentación de los fondos fiduciarios comunes en nuestro medio adolece de imprecisiones y vacíos toda vez que establece parámetros excesivamente laxos que en la práctica permiten a las fiduciarias la posibilidad, de una parte, de entrar en espacios funcionalmente reservados a otros entes especializados en el manejo de portafolios de inversión y, de otra, un manejo de fondos fiduciarios constituídos bajo criterios técnicos establecidos por las propias fiduciarias sin sujeción a reglamentación alguna, lo cual de suyo indica claramente una situación eventualmente delicada, tanto para los fiduciantes — inversionistas y el público en general — como para la estabilidad misma del sector de los fiduciarios institucionales.

- e) Crecimiento de los fondos y operaciones “Repos”.

Como pudieron ustedes escucharlo hoy en palabras del Superintendente Bancario, varias de las sociedades fiduciarias que en la actualidad operan fondos fiduciarios comunes ordinarios reglamentados por la Resolución 3914 de 1986 registran niveles de crecimiento realmente significativos sin que los mismos guarden relación con el incremento patrimonial de las respectivas sociedades o con el establecimiento de criterios técnicos de orden legal o reglamentario que respalden frente al público inversionista la gestión del fiduciario en un eventual caso de falencia de este o del propio fondo común fiduciario de inversión.

A esta altura se hace necesario detenerse brevemente para explicar las principales causas del crecimiento de los fondos fiduciarios comunes ordinarios bajo análisis. Para ello es necesario recordar que, de acuerdo con la reglamentación vigente, tales fondos han de integrarse, exclusivamente, con los dineros recibidos de los fideicomitentes y con el producto de las operaciones propias del giro normal del fondo.

Dentro de un manejo ortodoxo, son varias las operaciones que la fiduciaria puede realizar como parte de la administración del fondo,

tales como, por ejemplo la compra y venta de cartera enderezada a la conformación del portafolio o a dotar al fondo de la liquidez necesaria para la cancelación de fideicomisos vencidos, pago de gastos u otros compromisos similares. Ciertamente, todas estas operaciones deben tender a la conservación y maximización de los recursos que integran el portafolio, siempre en beneficio de los clientes fiduciarios.

Bajo este contexto, existe una modalidad operativa, que había venido cobrando importancia en el manejo de fondos comunes ordinarios. Se trata de la venta de cartera con pacto de recompra "repo", mecanismo en virtud del cual la fiduciaria, obrando como representante legal del patrimonio autónomo del fideicomitido — fondo mobiliario —, enajena títulos de propiedad de éste con el compromiso de readquirirlos para el patrimonio autónomo dentro de un plazo cierto y a una tasa de interés determinada (a la vista o a término). Este mecanismo, en cuanto acto conexo del manejo del fondo de valores, se considera admisible siempre y cuando corresponda al giro normal del negocio, esto es, su utilización debe responder a la necesidad de dotar al fondo de la liquidez requerida para su normal operación, teniendo el pacto de recompra la función de no deshacerse de títulos que por sus especiales características puedan ser particularmente interesantes de mantener en el portafolio de inversión.

Evidentemente, las necesidades de liquidez no pueden en ningún caso superar el monto del fondo dado que dicho monto es equivalente al total de las obligaciones contraídas con los clientes fiduciarios. De allí se sigue que las operaciones "repo", en cuanto mecanismo de liquidez, tampoco pueden exceder dicho monto.

Pues bien, la Superintendencia, a través de las visitas de inspección, estableció que era práctica común de muchas de las fiduciarias administradoras de fondos comunes la de celebrar operaciones de venta de cartera con pacto de recompra por encima de las disponibilidades de los fondos. De acuerdo a lo expuesto líneas atrás, dicha práctica resultaba indicativa de una finalidad económica distinta de la de dotar de liquidez a los fondos respectivos, finalidad que no es otra que la de atraer recursos de corto plazo para el fondo por vías diferentes a los contratos fiduciarios regulados por la Resolución 3914 de 1986.

En efecto, el análisis de la práctica en comento reveló que la realización de operaciones “repo” por encima del valor del portafolio comportaba un verdadero multiplicador de recursos para las compañías fiduciarias, convirtiéndose la rotación de cartera en la principal fuente de recursos del fondo, lo cual se vé claramente expresado en la contabilidad del patrimonio autónomo, que en ciertos casos registró relaciones de 1:2.88 entre el monto de los dineros recibidos mediante la celebración de contratos fiduciarios de inversión y aquellos provenientes de operaciones de venta de cartera con pacto de recompra. De esta manera se establecieron “mesas de dinero” en la cual se otorga remuneración fija a la liquidez recibida de personas que actúan como “compradores” de la cartera del fondo y entre los cuales se encuentran numerosos establecimientos de crédito institucionales.

Así las cosas, podemos afirmar que se trataba de una operación que desbordaba los límites del negocio fiduciario por un doble aspecto: de una parte, ella correspondía a una función económica — manejo de tesorería mediante la negociación de valores mobiliarios a corto plazo — que no es la asignada a las sociedades fiduciarias, y, de otra parte, comportaba la utilización de instrumentos no autorizados como mecanismos de recepción de dineros para el fondo común ordinario administrado por tales instituciones, motivo por el cual la Superintendencia Bancaria mediante la Resolución No.5639 de 1987 dispuso, de manera general, que las operaciones que impliquen rotación de la cartera del fondo, entendida como endeudamiento del mismo, no podrán tomar más del 30^o/o del valor de los dineros recibidos con ocasión de la celebración de contratos fiduciarios de inversión.

Por otro extremo arriba expresamos la viabilidad para que los fondos comunes fiduciarios se constituyan a partir de la celebración de contratos de mandato fiduciario, no traslaticios de dominio.

f) Fondos Comunes por mandato y fiducia:

Conviene aquí detenernos, aunque sea sumariamente, en el análisis de las principales consecuencias jurídicas a que da lugar la integración de fondos comunes fiduciarios de inversión mediante la celebración de mandato fiduciario frente a aquellos constituídos por fiducia mercantil.

Aspecto Considerado	Fondos Constituídos por fiducia mercantil	Fondos Constituídos por mandato
1. Transferencia de los dineros al fiduciario	Se da como requisito de perfeccionamiento del negocio	No existe
2. Formación del patrimonio autónomo	El patrimonio autónomo surge como consecuencia de la celebración del contrato.	Los dineros permanecen dentro del patrimonio del mandante
3. Calidades en que obra el fiduciario respecto del fondo	El fiduciario es representante legal del patrimonio autónomo	El fiduciario obra como mandatario, con o sin representación de los mandantes pero en todo caso por cuenta de ellos
4. Inembargabilidad de los bienes	Los bienes del patrimonio autónomo no forman parte de la garantía general de los acreedores del fiduciario, y no pueden ser perseguidos por los acreedores del fiduciante, a menos que sus acreencias sean anteriores a la constitución del fideicomiso; los acreedores del beneficiario solo pueden perseguir los bienes que le reporte el patrimonio autónomo.	Los bienes pueden ser perseguidos y embargados por los acreedores del mandante

Tales bienes solo garantizan las obligaciones contraídas para el cumplimiento de la finalidad perseguida

5. Responsabilidad del constituyente por las obligaciones del fondo

El fideicomitente no responde por ninguna obligación a cargo del fondo común

El mandante responde por todas las obligaciones que contraiga el fondo

IV. POSICION PROPIA DEL AGENTE EN LAS OPERACIONES DE FIDUCIA DE INVERSION

Tradicionalmente se ha sostenido por parte de la doctrina que los deberes adquiridos por el fiduciario con fundamento en la celebración de los negocios jurídicos que corresponden a su actividad constituyen obligaciones de medio y no de resultado, aspecto por el cual, entre otros, se distingue la fiducia de inversión de las operaciones pasivas que efectúan los establecimientos crediticios (Artículo 8o. Resolución 3914 de 1986).

Quiere ello decir que, por principio, debe el fiduciario, en ejecución de sus obligaciones contractuales, limitarse a desplegar todo su esfuerzo, conocimiento y diligencia al servicio de los intereses cuya gestión le ha sido encomendada, sin llegar a garantizar el resultado de la misma.

Frente al anterior principio queremos llamar la atención sobre una disposición particular de nuestro derecho civil — artículo 2178 — a cuyo tenor, “El mandatario puede por pacto especial, tomar sobre su responsabilidad la solvencia de los deudores y todas las incertidumbres y embarazos del cobro. Constituyese entonces principal deudor del mandante, y son de su cuenta hasta los casos fortuitos y la fuerza mayor”.

El anterior precepto parecería despejar entre nosotros, a nivel legal, la posibilidad para que el fiduciario institucional, obrando como mandatario de inversión, asuma posición propia frente a su clientela, pudiendo incluso garantizar tasas fijas de rendimiento para los dineros recibidos a ese título.

Con todo, el alcance de la norma transcrita debe establecerse en su real sentido, que no es otro que el de permitir al mandatario, por excepción, asumir como riesgo propio el del no pago de los créditos que el mandante le ha encargado cobrar. Ello supone, indefectiblemente, que el riesgo de siniestro crediticio tomado por el mandatario se predica de créditos causados, ciertos y determinados, circunstancia que no puede asimilarse al evento en que el gestor, encargado de colocar dineros del mandante en determinadas inversiones, garantiza a éste ab—initio el resultado final de la inversión.

Además, por si el anterior argumento de interpretación no fuese suficiente, debemos, decir que lo que a la luz de los actos más bien aislados e infrecuentes, para los cuales se expidió el estatuto civil hace ya más de 100 años, resulta ser una alternativa legítima, debe redimensionarse al considerar el estado de evolución que hoy por hoy han alcanzado las operaciones mercantiles de gestión de intereses de terceros.

Y ello es así, porque de aceptarse que el fiduciario mandatario pueda indiscriminadamente asegurar a la clientela las resultas de su gestión, no solo quedaría desvirtuada por vía de excepción la regla general que acabamos de enunciar en punto de la responsabilidad del gestor, sino que quedaría del todo desdibujada la tenue frontera que en la práctica comercial existió entre la fiducia de inversión y las operaciones pasivas de intermediación financiera, con lo cual retornaríamos a aquél pasado no suficientemente remoto que aún nos esforzamos por superar.

Así, entendemos que la interpretación material de la normativa debe imponerse sobre la fría exégesis de los textos legales, en función de la tutela de los intereses generales de la comunidad, que es la función última del derecho en general y del derecho público económico en particular.

De allí que el ejercicio abusivo de la prerrogativa contenida en el canon 2178 del Código Civil resultaría inaceptable, posición que aparece nítidamente recogida en el artículo 8o. de la resolución 3914 de 1986.

V. REMUNERACION DEL FIDUCIARIO

Ya se ha visto como la misma ley comercial contempla la circunstancia de que todo negocio fiduciario debe ser remunerado.

El tema de la remuneración del fiduciario toma importancia y guarda estrecha relación en cuanto al alcance de las obligaciones que éste último adquiere.

En efecto, como se advirtió, se tiene establecido que la naturaleza de dichas obligaciones son de medio más no de resultado; quiere esto decir que el fiduciario adquiere el compromiso de desplegar todos sus conocimientos y su aptitud técnica para el manejo de los bienes entregados por el constituyente, sin poder garantizar un resultado concreto.

En cuanto hace a la fiducia de inversión, se tiene que hoy, en la mayoría de los casos, se acuerda que pertenecerá la fiduciario — a manera de retribución o comisión — el excedente sobre cierto rendimiento mínimo de la inversión efectuada por éste. Esta modalidad, independientemente de su licitud, no armoniza con la naturaleza de la obligación de medio ya que con ella, de una u otra forma, entra a limitarse el beneficio del fideicomisario mientras que el fiduciario se torna beneficiario de la operación.

Si bien es cierto que la ilicitud de dicho pacto, tal y como acaba de describirse, es harto difícil de sostener, no lo es menos que de esta forma se acerca peligrosamente la figura de la fiducia de inversión a la típica operación pasiva de intermediación financiera, de suerte que el margen o excedente entre el rendimiento mínimo esperado y el obtenido como resultado de la gestión fiduciaria, se aproxima conceptualmente al llamado margen o "spread" financiero.

Por ello, es útil examinar la forma como se maneja el elemento de la remuneración fiduciaria en otros medios, particularmente el norteamericano:

Allí, la remuneración del manager del "Common Trust Fund" está de ordinario integrada por dos elementos a saber:

- a. Una suma o $\%$ fijo establecido sobre el valor neto de los activos del portafolio en un período determinado, y;
- b. Un $\%$ variable calculado sobre el valor de los rendimientos obtenidos por el fondo durante el período considerado.

Esta estructura parece más acorde con la naturaleza de la gestión que se retribuye, pues en buena medida es función de su eficiencia y profesionalismo, a tiempo que no se cercenaría el derecho del beneficiario a percibir la totalidad de los rendimientos que le corresponde por su participación en la cartera.

VI. CONCLUSION

Hemos visto cómo durante los últimos años y especialmente en el pasado bienio, la Superintendencia Bancaria se ha ido acercando a la intimidad del

negocio fiduciario que, como lo señalara el Superintendente Bancario en la sesión inaugural de este interesante foro, en su modalidad de inversión se constituyera en el pasado reciente, en algunos casos, en alternativa paralela de actividades de intermediación financiera, desafortunadamente no separada de éstas en forma clara acaso por haberse presentado en el país al decir de Garrigues “. . . las condiciones históricas que dieron origen al negocio fiduciario, a saber, la necesidad de buscar combinaciones fuera de la ley para fines no previstos en los negocios jurídicos regulados por ella o para fines contrarios a la misma ley”.

Cierto es que la génesis misma del negocio fiduciario enseña que éste tiende, por su propia naturaleza, al secreto y a la clandestinidad. De allí, también, deriva su doctrinal parentesco con la simulación, hoy por fortuna superado en buena medida. En suma, podríamos decir, que Colombia no ha sido ajena a esta caracterización y que, dentro de ella, es quizás esta tipología negocial la que más ha compartido en su desarrollo la naturaleza fiduciaria antes descrita.

Por esta razón, y consciente de lo contradictorio que podría resultar adentrarse en el análisis jurídico de un negocio que se ha concebido en buena parte como instrumento de elusión de las normas legales, creo firmemente — por oposición a un sector de la doctrina encabezada por el Profesor Garrigues — que la consagración legal de la fiducia mercantil y de los mandatos fiduciarios y su control a través de una adecuada reglamentación, deriva en últimas en una expresión más pura de esta actividad, paradójicamente por su tendencia natural — ya expresada — a lo secreto y clandestino.

La razón es simple: los negocios extralegales siempre existirán. Por qué, pues, no rescatar definitivamente para el derecho un instrumento que coadyuva al desarrollo económico en la manera como lo puede enseñar la experiencia reciente en nuestro país? he aquí el reto!

No puede ser otro el objetivo de quienes, ya desde la realización del negocio, ora desde la posición de control, estamos encargados de buscar soluciones y propugnar por un desarrollo de las formas más puras del negocio fiduciario.

CAPITULO V

MERCADO DE LOS SERVICIOS FIDUCIARIOS EN LOS E.E.U.U.

CONFERENCIA DE LA SEÑORA JO DARE MITCHELL

Empezaré por darles una idea de cómo está estructurado el Citibank porque entiendo que es diferente, y mi punto de vista está determinado en parte por nuestra estructura organizacional y por la estructura legal de las instituciones financieras en los Estados Unidos.

Nosotros somos un banco comercial que incluye tanto servicios bancarios como fiduciarios. Somos una combinación del viejo National City Bank y de la New York Trust Company, fusión que se hizo hace muchísimos años. Hemos mantenido separadas las actividades bancarias y las fiduciarias; esto lo llamamos la muralla china: trabajamos juntos pero no compartimos información entre la parte de préstamos corporativos y la parte fiduciaria y de inversión.

Sin embargo, vemos que están surgiendo nuevas áreas de posible conflicto de intereses en nuestras estructuras en los Estados Unidos, y este proceso continuo y constante de cambio en las funciones es algo que estamos viviendo nuevamente en este momento. Digo nuevamente pero creo que se trata de un proceso continuo que se acelera y desacelera pero que continúa. A comienzos de los años setenta tuvimos un asesor importante que hizo un estudio en el Citibank, relacionado en gran medida con el tema que se presentó esta mañana: la liquidez de los mercados financieros. Y nos informó que los gobiernos y las empresas se estaban convirtiendo rápidamente en prestatarios netos y que toda la liquidez estaba quedando en manos de los consumidores, o de los individuos, en los Estados Unidos. Ante esto, nosotros reorganizamos nuestro banco para concentrar nuestra atención en el sector individual que hasta el momento había sido un negocio secundario y poco rentable.

Hoy en día la división del banco que trata con clientes individuales aporta más del 30 por ciento de nuestros ingresos y es la parte de nuestra empresa que más rápidamente está creciendo. Esta, pues, es la base de mi presentación de hoy. Hablaré sobre el mercado de productos de inversión en los Estados Unidos y también dedicaré bastante tiempo a nuestros productos para individuos, y especialmente a la forma como estamos trabajando con productos nuevos, que en gran parte son fondos mutuos, producto éste que no es nuevo en el campo de los servicios financieros pero sí lo es para los bancos. Les contaré por qué este es un sector de gran interés para nosotros y qué estamos haciendo y cuáles son las perspectivas que ofrece.

Un fondo mutuo, según nuestra terminología, es un fondo común de inversión que pueden invertir en certificados de depósitos u otros instrumentos de corto plazo en el mercado del dinero, puede invertir en bonos, en capital social, o en cualquier combinación de lo anterior. Se constituye básicamente de activos de los consumidores. Más de las dos terceras partes de este mercado corresponden a dinero de los consumidores. Los consumidores pueden invertir desde 500 dólares y hacer así inversiones manejadas. La naturaleza de estas inversiones varía, desde las muy específicas como capital social en compañías de alta tecnología, hasta las muy generales como es una cartera manejada de manera muy activa o muy conservadora.

Para hablar un poquito del tamaño del mercado que tenemos en los Estados Unidos, es un mercado de 6.300 billones o sea 6.300 millones de millones. Es un mercado que nos asusta, realmente, cuando vemos la magnitud de estas cifras. Ahora, ¿quiénes son los clientes? (porque esto es siempre lo primero que nos preguntan.) ¿Quiénes son, qué buscan, y por qué deben ellos hacer negocios con nosotros? Los clientes son los planes norteamericanos de inversión, gobiernos e instituciones que no son de los Estados Unidos, instituciones financieras norteamericanas, empresas de los Estados Unidos, individuos ricos y mercados de consumo de nuestro país. Todos conjuntamente generan esa cifra que vimos antes.

El mercado está dividido en dos partes: primero el sector corporativo. En el año 1986 tuvimos fondos de planes de beneficios o de prestaciones de los empleados por valor de 1.4 billones y 1.6 billones de fondos de sociedades anónimas. Por otra parte, tuvimos patrimonios o fideicomisos personales 0.7 billones en el año de 1986, fondos mutuos (esto es el renglón de mayor crecimiento), y por último 1.900 millones en depósitos de ahorros y depósitos a término. Tenemos otros 2,3 billones de dólares en títulos valores, pero una buena parte de esto corresponde a aquellos 6.3 billones de dólares, y en los Estados Unidos aún no tenemos la información necesaria para descomponer esta cifra claramente.

Uno de los productos que nosotros ofrecemos es la custodia de títulos valores tanto para compañías como para personas naturales, y este es un mercado de dos billones de dólares.

¿Cuáles son los factores claves del éxito dentro de este mercado? El primer factor son profesionales de calidad y (cada vez más) el costo de estos profesionales a medida que arrecia la competencia entre las instituciones financieras. Es importante para las personas naturales como para las empresas que haya una filosofía de inversión clara y constante. La única forma de dar satisfacción a nuestros clientes, tratase de un fondo de retiro, una empresa o un individuo, es llegar a un acuerdo desde el principio sobre cuáles son los objetivos y luego cumplir con estos objetivos.

Muchas veces encontramos que no se han sentado estas bases y que empezamos a trabajar creyendo que hay un acuerdo entre ambas partes y únicamente cuando vemos los resultados nos damos cuenta de que no había un acuerdo. Esto es causa de muchas perturbaciones y problemas.

También es necesario que ofrezcamos productos nuevos. El mercado de valores en los Estados Unidos habrá sacado algún producto nuevo en el tiempo que llevo hablando; estoy segura. Esto se hace cada vez más complicado. A la gente se le suministra un exceso de información. Muchas veces no sabemos qué son todas estas cosas nuevas, y como seguramente habrán oído o leído, aún es difícil saber qué efecto tienen el comercio programado sobre la estabilidad básica de los mercados financieros, y en especial del mercado de valores en los Estados Unidos. Es un tema que se está discutiendo mucho, y con diversos puntos de vista. Pero todo esto indica que tenemos que saber manejar nuestras comunicaciones con los consumidores y con las empresas a fin de que estos productos respondan a sus necesidades, que sean comprensibles y que no generemos la peor de las situaciones posibles para quien vende servicios financieros: la inactividad total o la negativa a actuar porque no se sabe exactamente qué es lo que hay que hacer. Y esto sucede muy rápidamente, sobre todo tratándose de individuos.

También estamos esforzándonos por transmitir más eficazmente a los consumidores la información sobre nuestros productos, pero seguimos tropezando con mucha frecuencia, haciendo duplicación. Y finalmente, los consumidores en particular quieren poder trasladar dinero o producto a otro tipo de producto en forma rápida, eficaz y sin ninguna pérdida de "flotación", o sea que su dinero no deje de rendir en ningún momento.

Esta es una serie de criterios nuevos para los individuos en los Estados Unidos. Esto tan solo comenzó a verse a comienzos de los ochenta, pero ocurrido el fenómeno, difícilmente dará marcha atrás.

El mercado norteamericano presenta algunas tendencias interesantes, que determinan nuestras acciones y han determinado también los temas de mi charla hoy. Las prestaciones de empleados y fideicomisos de empresas están yéndose de los bancos y pasando a formas pequeñas. El mes pasado Citicorp vendió su negocio de fideicomiso de pensiones, prestaciones sociales, a otra empresa especializada en el manejo de dineros.

Esto lo hicimos por diferentes razones. Una razón importante tiene que ver con el tercer punto, a saber, que los bancos están procurando entrar en el lucrativo campo de la banca inversionista y puede surgir un conflicto de interés entre el manejo de los fondos de retiro y el área de fusión y adquisiciones dentro de la banca de inversión. Por esta razón, nos pareció prudente, deshacernos del negocio de los fondos de retiro.

En los años de 1986 y 1987 las grandes empresas redujeron el tamaño de sus fideicomisos de fondos de retiro. En el pasado esta ha sido una obligación, una responsabilidad intocable, y un dolor de cabeza para la mayor parte de las empresas. Mas de pronto se dieron cuenta de que esto representaba una oportunidad, que los dineros realmente pertenecían a la empresa y que eran fondos de gran magnitud exentos de impuestos. Al volverse mucho más activa la reestructuración de las empresas en los Estados Unidos, encontramos que estos planes de fondos de retiro estaban siendo utilizados por gente inescrupulosa para apoderarse de las empresas mediante su compra. Muchas empresas norteamericanas, pues, han sacado dineros de sus fondos de retiro en los últimos dos años.

Esto, como es natural, ha suscitado una reacción de parte del gobierno y las autoridades reguladoras, y tales acciones en el futuro estarán sujetas a un impuesto del 10 por ciento, y habrá más trámites y ahora será mucho más difícil despojarse de parte del fondo de retiro. Además, se han impuesto nuevas disposiciones sobre contabilidad para que dicho recurso sea menos atractivo.

También los individuos están trasladando sus dineros en grandes proporciones, de los depósitos bancarios al mercado de valores, y este es un fenómeno que se limita a los años ochenta. Los fondos mutuos son los principales beneficiados por el cambio, y esta es la zona de Babel en este momento: los bancos estamos tratando de mantener el control de este aspecto que consideramos crítico para los mercados financieros en los Estados Unidos puesto que los consumidores son los propietarios de la liquidez.

Cuando nosotros analizamos estos productos y las necesidades del mercado, pensamos que el negocio de manejar fondos mutuos para individuos realmente no difiere del manejo para personas jurídicas. Luego encontramos que, por el contrario, es algo muy diferente. Las instituciones están buscando compagi-

nación del pasivo, diversificación de las inversiones, diversificación de monedas, y cuentas muy complicadas. Dentro de este marco pretenden recibir de nosotros rendimiento, especialización y honorarios competitivos. Tracemos una analogía con la industria automotriz. Un cliente que compra un gran volumen de vehículos sabe exactamente qué quiere, sabe cómo manejarlos, sabe cuál es el resultado que espera y que quiere pagar lo menos posible. Pero cuando se trata de un individuo, la decisión de compra es muy diferente. Es una decisión emotiva. La gente se considera como una extensión del vehículo que conduce, y la gama de alternativas así como las necesidades que se tienen que satisfacer, son bien diferentes.

La analogía es muy similar al caso que nos ocupa. El mercado de individuos, por su parte, está buscando ante todo conservar su capital y su patrimonio, y en segundo lugar crecimiento de su capital, liquidez e ingresos. Y en los Estados Unidos todavía no somos peritos en nuestro trato con los consumidores, para estar seguros, desde que nos proponemos manejar su dinero, que ambos sepamos cuál es la prioridad en cuanto a estas necesidades.

¿Qué quiere el consumidor de nosotros una vez que nos ha confiado su dinero? Quiere servicios, quiere conocer la situación en todo momento, quiere rendimiento, quiere tener acceso al dinero, obviamente por razones de liquidez, y quiere que el dinero esté seguro. Y la razón por la cual los consumidores van a los bancos es porque quieren que su dinero esté seguro, y por eso es que muchos bancos norteamericanos tenían grandes portones que daban al vestíbulo del edificio. Esta es función principal que cumplimos a los ojos del consumidor. De nada serviría si no les damos acceso a ese dinero, puesto que lo necesitan de día a día, pero el factor de seguridad es muy importante.

Ahora quiero mostrarles muy brevemente los productos que nosotros ofrecemos a los consumidores. En primer lugar tenemos el mercado de fiducia y patrimonios. Así que tenemos clientes diversos. La abuelita quiere mantener el dinero intacto. El jovencito preferiría tener un pony y nosotros encontramos en este negocio que si se trata de un niño o de una persona de 22 años, los objetivos son muy diferentes. Es un mercado difícil de satisfacer.

El manejo de cartera es nuestro segundo producto principal. Esta tampoco es una necesidad muy fácil de suplir. Cuando hablamos con los consumidores y hablamos de lo que ellos buscan, nos miran con un poco de vergüenza y nos dicen: Bueno, en realidad lo que queremos es un alto rendimiento y ausencia de todo riesgo. Y si hablamos un poco más, entonces nos dicen: sabemos que eso no es posible, pero usted preguntó qué es lo que yo quiero, y eso es lo que yo quiero.

Y luego tenemos el negocio de custodia. Este es el que no podemos contabilizar muy claramente, como les dije, pero es muy amplio. Y es importante tanto para los individuos como para las empresas. Ojalá ninguno de ustedes esté haciendo esta pregunta pero muchísimos la hacen.

Ahora pasemos a mi tema favorito, ya que es mi campo de actividad: los fondos mutos. Podría decirse que los fondos mutuos no son tan seguros como otras inversiones, y de hecho no lo son. Pero lo interesante en el desarrollo de este mercado en los Estados Unidos es que surgió de algo que sí es muy seguro, en los años ochenta cuando los bancos no estaban supliendo las necesidades de los consumidores. Los intereses que estábamos pagando sobre ahorros estaban controlados: el 4.5 y el 5 por ciento. El tipo de interés preferencial para préstamos era del 20 por ciento. La inflación era rampante, y la conciencia del valor del dinero en la mente del consumidor pasó de cero a niveles estratosféricos en cuestión de dos años. Ellos pensaron que nos estábamos aprovechando de ellos, y como siempre sucede, había alguien en el mercado listo para aprovecharse de la situación.

La industria de títulos valores compró nuestros certificados de depósito en denominaciones de 100.000 dólares o más, y dando media vuelta, los vendía a nuestros consumidores con tasas de interés superiores a las que nosotros podíamos pagar sobre los ahorros pero inferiores a las que estaban ganando con nosotros. Esto lo pusieron a disposición de los consumidores en denominaciones de 500 a 1.000 dólares, y el mercado comenzó a moverse en forma muy considerable. Esto es lo que nosotros llamamos fondos del mercado del dinero.

Observando esto, podría decirse que señala el comienzo del decaimiento del negocio de la banca. Pero de hecho, lo que ha sucedido es que tales operaciones del mercado de dinero crearon un puente entre dos aspectos que estaban muy separados: la industria bancaria y la industria de valores. Esto creó un producto que eran títulos pero con características bancarias, que permitía al consumidor pasar sin temor y sin sobresaltos de los depósitos a término y cuentas de ahorros a cuentas y fondos del mercado de dinero que se legalizaron en 1984 y de allí a una serie más amplia de fondos mutuos y de valores. Esto es lo que nosotros llamamos la continuidad entre productos.

Hoy esta continuidad entre productos es algo en lo cual queremos creer. La investigación aún no ha mostrado claramente que exista en los Estados Unidos, pero los bancos están esforzándose mucho por generarla. Nos parece que es crítico para nosotros y que es muy importante para el consumidor. Esto les explicará un poco por qué consideramos que esto sea tan importante.

Los fondos mutuos, las cuentas de accionistas, han aumentado en un 400 por ciento desde 1980 después de haber permanecido prácticamente estancados durante 20 años. Los activos bajo manejo han crecido en un 438 por ciento en este tiempo, y este dinero ha venido de la industria bancaria.

En los Estados Unidos los fondos se venden de dos maneras: por medio de vendedores, o sea corredores, agentes de seguros y planificadores financieros, o bien por medio del correo directo con ayuda de la publicidad comercial, esto es, fondos sin comisión de ventas por parte de bancos y otros. El mercado es grande pero la gran mayoría se coloca a través de vendedores. A nosotros nos gusta pensar que tenemos una gran red de distribución en los Estados Unidos, en Citicorp, pero en realidad no es así. Nosotros tenemos un punto de venta muy grande. Hemos estado en el negocio de suplir necesidades de los consumidores cuando éstos acudían a nosotros a pedir, en vez de salir a vender el producto activamente, que es característica del negocio de seguros y de la venta de títulos valores.

Esto no fue algo que sucedió por voluntad de los bancos ni en contra de su voluntad. Fueron cambios del mercado impulsados por otras fuerzas. Es típico de lo sucedido a los mercados de servicios financieros. Para comenzar, los fondos de los mercados del dinero fueron creados por una pequeña empresa en los Estados Unidos en 1974 y no hicieron nada; allí quedaron, prácticamente sin dinero. En 1975 la estructura de comisiones en el negocio de valores varió cierto día que se llama May Day, y la actividad de negociar las comisiones se reguló; se controló mucho por una parte y se liberó por otra. El resultado fue que era mucho más productivo para los individuos entrar en el campo de títulos valores o de capital social, acciones comunes.

En 1981 los Estados Unidos promulgaron la legislación conocida como IRA, que quiere decir cuentas de retiro individuales. Esto sucedió porque nuestro sistema de Seguridad Social estaba muy presionado. Le faltaban fondos y parecía claro que con el aumento en la edad de la población norteamericana, y con los cambios en la población — menos jóvenes en edad laborable y un grupo grande y creciente de personas de edad avanzada — no íbamos a lograr cumplir las obligaciones de financiación del retiro de los individuos. Se hizo, pues, un esfuerzo grande para que los consumidores volvieran a ver por su propio futuro. Esto aumentó en 1982 cuando se concedieron deducciones tributarias a los ahorros para el retiro en forma mucho más amplia: todo adulto, trabajara o no, podía aportar 2.000 dólares al año libres de impuestos para su jubilación, y este dinero quedaría en el fondo ganando intereses hasta que la persona se jubilara o hasta que cumpliera 55 años. En ese momento, todos los intereses devengados en esos años no estarían sujetos a impuestos. Y cuando a la edad de 55 años el individuo empezaba a usar este dinero, el impuesto supuestamente sería más bajo.

Lo importante es que los consumidores empezaron a tomar conciencia de la necesidad de planear su propio retiro. Ustedes deben saber que la tasa de ahorro individual en los Estados Unidos es muy baja, sobre todo si comparamos con los países de Europa y el Lejano Oriente. Esto fue como una inyección, una reanimación, pero fue efímera. El año pasado tuvimos la tasa de ahorro más baja de nuestra historia, a raíz de una nueva modificación de la legislación tributaria, según la cual las personas que ganan más de 35.000 dólares al año ya no tienen derecho a esa deducción tributaria.

Todo esto estaba sucediendo simultáneamente, como ven, porque teníamos una tasa de inflación superior al 10 por ciento, desregulación bancaria y un mercado alcista en nuestra industria de valores. Y todo esto generó grandes movimientos de los activos de personas naturales que pasaron de la estructura bancaria al negocio de los títulos valores. Pero el factor más importante de todos fue el nacimiento de la cuenta o el fondo del mercado del dinero, que le daba al consumidor, por primera vez, un producto que era un título valor libre, a su modo de ver, de riesgos.

Las ventas de fondos mutuos, nos molestan mucho en el mercado de la banca comercial. Nosotros prácticamente no aparecemos en la gráfica. Desde la caída de 1929 ha habido una ley en los libros que se llama la ley Glass-steagall, la cual prohíbe a los bancos servir de garantes de fondos mutuos, y no pueden ser distribuidores, o sea, no pueden vender estos fondos mutuos activamente. Por otra parte, los bancos si han podido participar en el negocio. Podemos actuar como agentes de servicios del accionista, o sea podemos poner fondos mutuos a disposición de nuestros clientes. Siempre hemos podido manejar los dineros en los fondos mutuos como lo hacemos con otros fideicomisos, y como solamente hay dos maneras de ganar dinero en fondos mutuos: una es manejar los activos y la otra es cobrar comisión de ventas a los consumidores, nosotros podemos aprovechar la mitad de esta ecuación. No podemos cobrar honorarios por concepto de ventas porque no somos distribuidores en los Estados Unidos; fuera de los Estados Unidos, en Europa, los bancos si pueden cobrar comisiones de ventas, sí pueden vender, pueden garantizar, pueden hacer todo el negocio; incluso, los consumidores esperan que los bancos en Europa suministren títulos valores y acceso a los mismos, ya sea como corredores o como proveedores de fondos porque ellos tradicionalmente han cumplido esta función. Pero en los Estados Unidos, practicamente no figuramos, de modo que estamos haciendo grandes esfuerzos por corregir esta situación.

Al no poder recibir comisión de ventas, y al situarnos en una posición en la cual los consumidores no esperan que los bancos esten ofreciendo títulos, nuestros costos de ventas adquieren gran importancia a medida que vamos entrando en este mercado. Como me han pedido que hable de mercadeo hoy,

vamos a hablar un poco más de cómo se venden los fondos y cuáles son los costos que ello encierra. Para desenvolverse en este negocio, los bancos tienen que reconocer que los inversionistas nos consideran administradores de dineros. El negocio fiduciario en los Estados Unidos ha sido un negocio para personas muy ricas. Cuando se le habla a la gente de fiducia, aunque hay mucha gente en el mercado que podría beneficiarse de esto, reaccionan diciendo: "Eso no es para mí; yo no tengo suficiente dinero; yo no soy candidato. Sería muy bueno pero no es para mí." No hay reconocimiento de nombre en relación con el manejo de inversiones porque la naturaleza de los negocios desempeñados por los bancos hasta ahora ha sido como administradores de fideicomisos de fondos de retiro, empresas e individuos, y estos no son resultados que se publiquen muy ampliamente, de modo que en este campo estamos en desventaja incluso los bancos que tienen antecedentes muy buenos como administradores de fideicomisos; eso no se tiene en cuenta como antecedentes en el área de administración de dinero, y las leyes en los Estados Unidos no permiten que uno se haga publicidad sobre esta base.

Los individuos miran los fondos y lo primero que quieren saber es: ¿Qué resultados han tenido ustedes en los últimos cinco años? ¡Nosotros no tenemos resultados porque no hemos estado en el negocio desde hace cinco años! ¿Cómo se consiguen cinco años de resultados? ¿Cómo empieza uno a obtenerlos? ¿Quién nos va a ayudar? Tenemos algunos clientes leales que confían en el Citibank, y si podemos vender cara a cara, aprendiendo a hacerlo mejor, creemos que podremos demostrarles a los consumidores que tenemos productos no solamente viables sino superiores. Pero la tarea es costosa, la batalla difícil. Pero no tanto como podría ser, porque aunque vamos a la zaga de las compañías de fondos, los corredores de servicios y las compañías de servicios financieros diversificados, estamos adelante de las compañías de seguros y corredores que venden a descuento.

Pero todavía no estamos firmemente establecidos en este campo. Hoy una encuesta entre los bancos indica que realmente no sabemos donde cabe este producto dentro de nuestra gama de productos. El 70 por ciento de los fondos se vende por medio de corretaje con descuento; o sea el cliente llama y hace un pedido. No es un proceso de ventas. Otra persona está vendiendo el fondo: Un Dreyfus, o un Fidelity o Vanguard. Nosotros simplemente tomamos el pedido y recibimos una pequeña porción de la comisión de venta.

Los departamentos fiduciarios de los bancos también están en este negocio, y representan alrededor de un 30 por ciento de las ventas y por último tenemos los bancos pequeños, o la estructura de distribución por sucursales que ya existe; creemos que esta representa una gran oportunidad para nosotros, y hasta ahora solamente capta el 17 por ciento de las ventas.

También es interesante ver qué concepto tienen los bancos de su propio desempeño. La mayoría de los bancos encuestados piensan que les va bien siempre y cuando se trate de ventas directas, cara a cara. No se muestran tan satisfechos con las ventas a distancia, y esto es lo que vamos a tener que mejorar si pretendemos obtener ganancias en este negocio. Y por último, están muy descontentos con los resultados de la publicidad. En toda encuesta que se haya hecho en los Estados Unidos, la banca dirá que está muy decepcionada por los resultados de la publicidad. Esto se debe en parte a que no sabemos contar. La industria de bienes empacados sabe desde hace muchos años que no puede decir: pagué un millón de dólares y vendí tantas barras de jabón; pero sí pueden observar las ventas con el tiempo y decir: cuando haga publicidad las ventas suben y cuando la suspendo las ventas bajan.

Pero en la posición nuestra, antes de vender el producto tenemos que convencer al consumidor de que estamos en el negocio, porque ellos nos ven como un banco. Durante 10 años la Citicorp fue la abanderada de invertir dinero para tratar de convencer a los consumidores y otros de que somos una empresa de servicios financieros. El consumidor dice: "De ninguna manera; usted es un banco", De modo que cualquiera que sea la imagen que tengamos de nosotros mismos, para el público somos un banco. Podemos modificar la definición de lo que es un banco y las funciones que cumple. Hemos hecho investigaciones y han demostrado que esto sí trae resultados; pero no podemos modificar el hecho de que somos un banco.

Hoy, uno de cada siete ahorradores en los Estados Unidos participa en fondos mutuos; esta cifra ha aumentado, como que hace seis años era en 20, y representa el cambio más grande en el comportamiento de los consumidores relativo a los mercados financieros en nuestro país. El 80 por ciento de los activos siguen proviniendo del 2 por ciento del mercado de consumidores. Los tenedores de fondos mutuos generalmente son mayores de 54 años de edad, son empresarios y geográficamente están dispersos. Dedican su tiempo a su negocio. El dinero que han apartado, quieren que otra persona lo maneje, pero quieren que esté seguro. Han trabajado duro para conseguirlo y esperan que nosotros trabajemos duro para conservarlo y aumentarlo.

Los inversionistas utilizan los fondos ante todo para la jubilación. Esto se debe en parte a nuestra ley tributaria, en parte al fenómeno de envejecimiento de nuestra población y a la inquietud sobre los crecientes costos de la salud y el período muy largo puesto que la edad básica de jubilación es de 65 años. Aunque esto ya no es obligatorio, la mayoría de las empresas pueden tener planes retroactivos que disponen la jubilación a los 65 años. Un factor principal es el deseo de evitar o minimizar los impuestos, y también los ingresos corrientes, pero esto corresponde a una porción mucho más pequeña del mercado.

Los inversionistas nos dicen que escogen los fondos según los siguientes factores: rendiendo más alto que los productos bancarios con riesgo que ellos esperan sea igual o sólo ligeramente mayor, y liquidez. Buscan un manejo profesional y quieren saber cada día cómo van las cosas. No es como el manejo fiduciario clásico, cuando emitíamos un informe anual que ojalá les pareciera satisfactorio, y en el entretanto se suponía que los clientes no se preocupaban sino que confiaban en nosotros. En el mercado de fondos mutuos, mirar la prensa todas las mañanas para ver qué resultados tuvimos el día anterior. Quieren que su riesgo se diversifique porque les hemos dicho que esto es más seguro; y quieren la flexibilidad y la comodidad de poder entrar y salir del fondo, y de movilizar su dinero o utilizarlo a voluntad; quieren poder entregarnos el dinero un día, recuperarlo en un día, y poder gastarlo si así lo desean.

Para conseguir un cliente de fondos mutuos tenemos que gastar entre 1.000 y 1.500 dólares. Sin una comisión de ventas para ayudar a sufragar estos gastos, la tarea es muy costosa, sobre todo si agregamos que este es un promedio para la industria y los bancos tienen, además, que convencer al cliente de que estamos en este negocio. Ellos no piensan en bancos cuando piensan en fondos mutuos porque no ha sido tradicionalmente un producto que nosotros pudiéramos ofrecer. Los gastos incluyen la comisión de ventas que los proveedores de fondos pagan a los corredores por la venta de sus productos. Los corredores como Merrill Lynch venden sus propios fondos, venden fondos Fidelity, venden fondos Dreyfus, venden cualquier fondo que el cliente desee; porque su meta es mantener el control sobre los activos del consumidor.

Esta obviamente es meta nuestra también. En 1986, según los estimativos de la industria, puesto que no hay una manera absoluta de vigilar estos costos, calculamos que se gastaron 1.4 mil millones de dólares para conseguir 11 millones de nuevos clientes. De manera que competir en este mercado es costoso, no es para pusilánimes ni para quienes pretenden ganar dinero desde el primer año, porque no se puede hacer.

Aquí tenemos el panorama. Recuerden que estábamos en medio de un mercado alcista. Se prevé que las cifras serán más bajas en este próximo año, pero también se prevé una reducción en el ritmo de aumento de los accionistas. Pero lo fascinante — o lo inquietante — aquí es que los consumidores no han regresado a la banca. Lo que han hecho es que han pasado sus dineros de bonos y acciones a fondos del mercado del dinero, pero con el mismo proveedor de fondos; se quedaron dentro del mismo circuito; no volvieron al antiguo proveedor seguro y conocido como hacían anteriormente cuando había mercados en alza, cuando los consumidores nos dejaban para ir a comprar acciones y después regresaban maltruchos de sus pérdidas y buscando nuevamente la seguridad y la confianza de un banco. Esto ya no está sucediendo, y es un fenómeno muy inquietante.

Veamos qué está sucediendo en el campo de la publicidad. Hasta ahora, el volumen de publicidad no ha cambiado. Ha habido muy poca modificación en los mensajes, pero sí ha habido un cambio grande en cuanto a los productos que se están promocionando. Ahora estamos hablando de ahorrar impuestos, estamos hablando de la seguridad de los fondos del mercado del dinero. Merrill Lynch ha tratado de ir un poco más allá y ha comenzado a variar su tema, al tema de la confianza; pero el resto del mercado no lo ha imitado. Los avisos publicitarios de mayor acogida antes y después de la caída son los que hablan de lo que ya mencioné: la familia de productos desde el fondo muy seguro del mercado monetario hasta el fondo muy agresivo y especializado de capital social, una gama que incluye más de 2.000 fondos que existen actualmente en el mercado de 1987. Esto parece mucho, y ha aumentado de 500 que fue hace pocos años. Pero en Europa hoy, dadas las reglamentaciones individuales y los distintos mercados, existen más de 5.000 fondos. Y ellos están apenas comenzando a sentir lo que experimentaron los Estados Unidos a partir de 1980: la desreglamentación de sus mercados financieros, la creciente inquietud de los consumidores por el valor de su dinero, y un mayor interés, obviamente, por la interrelación de los mercados después de octubre 19 y las inquietudes respecto de las variaciones en el valor de las monedas extranjeras. De manera que este es un mercado importante en el cual muchos ansían entrar y donde se van a librar muchas batallas y se va a invertir mucho dinero en los próximos cinco a diez años, tal vez más.

Los clientes nos dicen que lo que quieren ver en los mensajes publicitarios es: información sobre el producto y resultados de los últimos cinco años. Esto es para personas que ya han tenido fondos alguna vez. Quieren saber la reputación del auspiciador, y creemos que aquí los bancos sí tienen una ventaja. Es el único aspecto en que sí tenemos una ventaja porque la imagen que tenemos ante el consumidor es de entidades grandes, rentables y estables a pesar de las muchas quiebras de bancos en los últimos cinco años en los Estados Unidos. Los posibles clientes están buscando educación y orientación, y los bancos legalmente están impedidos para dar asesoría en materia de inversiones. Pero todavía no es claro para nosotros qué significa esta orientación. Creemos que si se limita a educación, si podemos hacerlo. También, incluso, tal vez podamos hacerlo mejor que otros, pues no tenemos una larga tradición de vender, vender, vender. Nuestra tradición ha sido la de proteger los activos de consumidor y mantener y conservar su negocio a largo plazo.

La publicidad ofrece muchas oportunidades. No es éste un campo que se haya destacado por sus realizaciones; pero algunas firmas si han captado la esencia de lo que son y representan y han logrado comunicarlo en forma clara y perfectamente comprensible para los consumidores. Quiero mostrarles algunos ejemplos de esos avisos publicitarios. No son todavía muy sofisticados, como la publicidad que busca vender productos; es muy difícil vender un servicio. No se puede mos-

trar una fotografía de un lindo traje. Cuando se trata de vender un fondo mutuo, se muestra una foto de un folleto, y esto no entusiasma a la gente. De modo que es un tema de debate; Cómo vender productos que son servicios financieros, y además, el gobierno nos dice qué está permitido y qué no está permitido decir. Entonces terminamos con tres renglones de texto en caracteres muy grandes y 25 renglones de tipo pequeñito donde aparecen las normas y reglamentos, y — ¡cielos, ojalá no lo vayan a leer!

Aquí tenemos unos ejemplos. Todos los avisos de esta empresa comienzan hablando de confianza. Sea cual fuere el texto que sigue, el encabezamiento siempre es el mismo. Es interesante señalar que en los años que llevo investigando a los consumidores en los Estados Unidos y en Europa, uno le pregunta al consumidor algo, le habla sobre seguros, y ellos nos vuelven a citar la información que nosotros les habíamos dado. Por ejemplo, en los Estados Unidos Allstate es una compañía de seguros grande y al hablar de seguros dicen que Allstate son “los de la buena mano”, o hablan de “la Roca”. Prudential es “la Roca”. Esto implica que nosotros les hemos inculcado ciertas imágenes de este negocio haciendo cosas como las que vemos aquí.

Luego tenemos el caso de Fidelity, el vendedor de fondos de mayor éxito en el mundo. Ellos están allí para administrar todos los negocios, todas las necesidades de la gente en todo momento, y ellos sacan de cinco a siete avisos de este estilo diariamente en las principales publicaciones. Son una empresa de propiedad privada, de modo que no sabemos con seguridad cuánto gastan en publicidad ni cuánto ganan, pero sí sabemos que han crecido dramáticamente. Hoy en día el costo para ellos de obtener dineros nuevos es bajo, porque cuando se habla de fondos mutuos el cliente los identifica como Fidelity.

Y por último, un aviso para un fondo del mercado del dinero, que se publica únicamente en época de pago de impuestos, porque la cuenta de fondos de retiro tiene que estar financiada todos los años para el 15 de abril, que es la fecha en que pagamos nuestros impuestos. El 98 por ciento del dinero del IRA entra al sistema ente el 1 y el 15 de abril cada año. Y lo maravilloso de este dinero es que queda congelado allí hasta el momento de la jubilación. Se puede pasar de una parte a otra, y ahora que no hay tanta entrada de dinero debido a las nuevas normas tributarias, hay una competencia enorme para lograr que la gente consolide o traslade su cuentas de retiro a uno u otro sitio. Y por otra parte, se cree que habrá una nueva modificación de las leyes tributarias para que todas las personas que estén financiando su propio retiro tengan nuevamente algún alivio tributario. Pero no podemos contar con esto.

Entonces ¿ Cuáles son las perspectivas para el futuro? Prevemos un crecimiento del nueve al 11 por ciento anual en activos nuevos en la industria de

fondos mutuos. Prevemos una mayor competencia por quienes aún no están en este mercado. Hoy el 25 por ciento de los hogares norteamericanos tienen fondos mutuos. Esta es la cifra más alta, con excepción de las cuentas corrientes y de ahorros y las tarjetas de crédito bancarias. Creemos que más firmas cobrarán comisiones de venta pero que habrá una disminución general en el monto de las comisiones a raíz de la creciente competencia. Hoy hay un límite legal del 8.5 por ciento. Nadie cobra el 8.5 por ciento en los Estados Unidos.

Creemos que los corredores se concentrarán cada vez más en sus propios fondos, y que habrá un cambio en un sector del mercado que se había ampliado durante algún tiempo: Nos referimos a las firmas de valores que estaban desarrollando productos específicamente para que los bancos los vendieran u ofrecieran bajo su propio rótulo, por cuanto dichas firmas han encontrado que esta red de distribución bancaria no es tan accesible como parecía y no resultó ser tan productiva en la generación de dineros nuevos. Hay muchas razones para ello; una de ellas — y no la menos importante — es: ¿ De dónde viene este dinero ? Proviene de nuestros depósitos de ahorro y a término, y está pasando a algo que nos da menos ganancia a nosotros. No estamos muy cómodos con esta situación, pero tampoco podemos quedarnos de brazos cruzados mientras este dinero sale del sistema. Entonces, tenemos que decidirnos por alguna cosa, y la decisión no es fácil para ninguno de nosotros.

Con esta información general, quizá ustedes puedan entender por qué la mayor parte de nuestro presupuesto para nuevos productos lo estaremos dedicando a los fondos mutuos durante los próximos años. Esta es una cita de la principal entidad encargada de registrar los cambios en los flujos de fondos de Estados Unidos. Dice que ya hemos perdido el 25 por ciento en diez años. Si no hacemos algo para detener esta ola, el resto de los activos de los individuos estarán totalmente desintermediados para 1998, perspectiva que ha puesto a la banca norteamericana sobre aviso. Muchas gracias.

MESA REDONDA

PANELISTAS:
Dr. Eduardo Laverde
Experto Tributario

Dr. Pablo Trujillo
Presidente
Fiduciaria Alianza

INTERVENCION DEL DR. EDUARDO LAVERDE TOSCANO

Escuchando la conferencia de la representante de Estados Unidos y la del doctor Trujillo me queda un poquito de tranquilidad a mi, porque si bien he tratado este tema y lo he manipulado a lo largo de varios Seminarios que se han hecho sobre esa materia e incluso varios dictados aquí en este centro, siempre he tenido grandes dudas y he pensado en una frase del Libertador Bolívar quien le escribió alguna vez una carta al Mariscal Sucre en la cual le dijo: "De todas las cosas del mundo, la más cierta es la duda". Y sigo en eso.

El gran problema de la fiducia en Colombia es la incertidumbre legal que existe alrededor de ella, incertidumbre de quienes manejan la fiducia y por supuesto de quienes serían potenciales clientes del negocio de fiducia. El Derecho debe cumplir una misión de garantía, de seguridad, y si no tenemos claras las ideas alrededor de la fiducia, pues no podemos tener seguridad y por eso el negocio de fiducia está aún un tanto o bastante desprotegido y por ello no hay prosperidad en ese negocio hasta ahora.

Seminarios como este apuntan a buscar claridad acerca de lo que es una institución tan importante y que se torna cada día más importante; que medidas tributarias la vuelven más importante, medidas tributarias unas deliberadas y otras consecuenciales. Deliberadas en la reforma de la Ley 75 de 1986, como la creación de los fondos de pensiones, que fué una búsqueda anhelante de quien entonces era la Presidente de la Comisión de Valores, Alba Lucía Orozco, quien buscó proteger a los inversionistas institucionales. Se crearon medidas bien importantes y en desarrollo de ellas; de esa medida, (el artículo 90 creo de la Ley 75 del 86) se dictaron dos decretos alrededor de eso, para la creación de los Fondos

de Pensiones que son instrumentos de fiducia, digo que eso es una búsqueda deliberada de la protección del negocio de fiducia y la otra consecuencial que es la tan controvertida medida sobre la información que deben rendir las entidades bancarias al Estado sobre los movimientos de cuentas bancarias. Esto es consecuencia porque esa medida invita a pensar en el negocio de fiducia para la protección, la debida protección de la inversión.

La Ley tributaria, como la comercial, es muy escasa en la regulación del negocio de fiducia. Este es un negocio nuevo y así lo decía la expositora que nos antecedió, en el uso de la palabra; es nuevo en los Estados Unidos; es extraño, inclusive, que no haya penetrado suficientemente. Tan no ha penetrado, que tiene unos costos de inversión altísimos por cliente. En nuestra legislación no es muy clara por ejemplo la manera de contabilizar. El doctor Trujillo hablaba de que eran patrimonios autónomos; bueno, es una manera muy propia de manejar eso, pero no está definido en la ley. Podría manejarse eso bajo la modalidad de los negocios de cuentas en participación, es la única regulación comercial que hay alrededor de esto.

En la ley tributaria y desde 1974, se estableció un artículo del Decreto 2053 que responde a la filosofía de esa reforma y es que los patrimonios y la renta se deben manejar en función de aquel a quien beneficie económicamente, un patrimonio.

El negocio de fiducia tiene cuatro modalidades en la ley tributaria, dependiendo quien es el beneficiario, quien es el constituyente pero en últimas se regula la situación de quien es el beneficiario del negocio de fiducia, porque en función de eso es que está concebida esa reforma tributaria que todavía nos inspira a pesar de las múltiples reformas que ha habido desde 1974.

Es poco lo que tengo que decir, adicionalmente y yo quisiera más y vengo a este Seminario con la ilusión y la esperanza de oír preguntas y si me permiten la expresión embarazarme más del asunto, para poder lograr una conclusión institucional entre todos nosotros, que produzca la necesaria seguridad jurídica a los clientes que quieren acudir a este que se llama, como algún tratadista colombiano lo llamó, negocios de sustitución.

Lo demás que tengo que exponer pues lo hare a través de las respuestas que puedo dar a las inquietudes o preguntas que puedan transmitir ustedes. El doctor Trujillo decía que la legislación tributaria no es ningún obstáculo y si, acaso, e por el contrario favorable a los negocios de fiducia. Yo diría que es obstáculo en una medida: en que no hay claridad; y es obstáculo, en una consecuencia, que es el manejo de regímenes de retenciones en la fuente donde la misma base se constituye en motivo u objeto de doble retención o se puede convertir de

doble o de triple retención en la fuente; y es así, porque nadie, absolutamente nadie en Colombia y con la venia de quienes están aquí y de todos ustedes, tienen la necesaria claridad sobre lo que es el negocio de fiducia. El día en que la tengamos, insisto en eso, el negocio de fiducia se podrá volver algo claro y algo comercializable.

INTERVENCION DEL DOCTOR PABLO TRUJILLO TEALDO

Los servicios fiduciarios cubren tres aspectos: el primero la figura jurídica; el segundo, la contabilidad independiente y el tercero la gestión. Si nos centramos en esos tres servicios, (serían los tres productos del fiduciario) nos vamos a encontrar con las características del mercado colombiano enfrente de los mismos. En primera instancia, encontramos que la figura jurídica es completamente desconocida, a un grado tal que cualquiera se asombraría y llama la atención que una figura que existe hace tanto tiempo, tenga tan poca difusión y no se ha debido a falta de legislación; aquellos que conocen la reciente recopilación, son conscientes de su amplitud. Por último, la inestabilidad de las interpretaciones ante la figura jurídica, lleva a absurdos tales en los cuales se imposibilita su utilización, debido a los requisitos procedimentales en determinados negocios.

La sugerencia que ayer hacía la Superintendencia, de cambiar el Fideicomiso, por el Mandato, es modificar la razón de ser de Las Fiduciarias; ya que esta es una figura diferente, más sencilla que carece de las cualidades de patrimonio autónomo de su contabilidad independiente, ya que esta va estrechamente ligada al Fideicomiso, no al mandato. El mandatario, rinde cuentas pero no lleva contabilidad independiente, para ese mandato.

Esto marca una diferencia sustancial, entre ambas figuras; muchos de los negocios que se hacen para manejar asociaciones, ya sean de vecinos, de usuarios, de todo tipo, se hacen con entidades, que hoy por hoy son absolutamente informales y que usan la figura del Fideicomiso, para tener una contabilidad independiente y un status formal, con capacidad de contratación, con capacidad de exigencia de sus derechos ante los demás y con capacidad de compro-

miso y endeudamiento. El absurdo de la Escritura Pública, es notorio en este caso, ya que si estamos pensando en una asociación que llegue a tener 300 o 400 personas, sería imposible hacerlas firmar una Escritura Pública; a todas luces ello no es viable.

La parte contable, ha sido últimamente objeto de amplia reglamentación, es fundamental para el negocio y es fundamental la forma que se le dé para el cliente, en muchos casos Las Fiduciarias, hemos pecado por baja información hacia los clientes y no solo es necesario hacer, sino decir qué se hace.

En cuanto a la gestión, el cliente busca la eficiencia, en lo que se le está prometiendo, que no se comprometan a cosas que no van a hacer. Esto nos lleva a una característica que debiera tener el mercado fiduciario: la especialización. Hemos visto en el mercado colombiano, a todo el mundo haciendo de todo y tratando de ser de todo.

Ultimamente, hemos visto a todas las entidades interesadas en el negocio fiduciario, creando esquemas que nada tienen que ver con el negocio habitual por fuera de su nicho de mercado. Están simplemente buscando un negocio en cualquier lado y eso lleva a un servicio completamente ineficiente al cliente; se necesita volumen y se necesitan técnicos para poder hacer las cosas bien. Esta circunstancia indudablemente pesará en deterioro de la imagen del fiduciario.

Por otra parte, es necesario darle al cliente servicios de acceso. Hay un problema básico, en contra de este principio, debido a la forma en que se han estructurado las Fiduciarias o las secciones Fiduciarias. En el esquema piramidal, los niveles de decisión son contrarios al servicio; el cliente no puede llegar a un punto en el cual se le dé atención inmediata y se le resuelvan sus problemas.

La independencia es otra clave de gestión que oímos también en la Conferencia. Es la separación total en términos bancarios de los manejadores de fondos, de los que manejan la banca de intermediación. En Colombia, en muchos casos no la encontramos y resulta que la filosofía de la persona que está vendiendo intermediación, a aquella que está vendiendo manejo es completamente distinta, y que, mientras el uno debe estar ganando por margen, el otro está ganando por comisión, el primero ofrece un producto, interés, el segundo gestión.

Pilar fundamental de la actividad es la seguridad y en ello muy poco contribuye a la seguridad el esquema Fiduciario en Colombia, los permanentes virajes y los permanentes cambios en interpretaciones que se están dando. La única manera de dar seguridad, es estabilidad. No se pueden estar cambiando las reglas del juego cada diez minutos, ni las interpretaciones.

En cuanto al mercadeo, estamos partiendo, de un mercadeo hecho por la misma organización. Si se pretende dar un buen servicio Fiduciario, es necesario tener un staff de asesores internos y de ejecutivos que se encarguen de asesorar al cliente y de plasmar en un contrato la solución al problema que él está planteando. Bajo este ángulo, son necesarios los asesores externos, agentes fiduciarios que plasman para sus clientes las soluciones en contratos, que después son negociados, para su manejo con una Fiduciaria, labor por la cual o recibirán un honorario o recibirán una comisión. Este agente, no necesariamente debe desligarse del negocio; muy probablemente deba permanecer en el negocio, bien sea como un control de la misma Fiduciaria. Quienes están muy metidos en Fideicomiso Inmobiliarios, han notado que, normalmente La Fiduciaria, no promueve. Existe un promotor externo, que trae el negocio a La Fiduciaria, que se denomina promotor. Por otra parte, La Fiduciaria, utiliza el servicio de un innumerable número de firmas especializadas, que se dedican a llevar a feliz término esa construcción. Lo que nos enseña que la única manera racional para poder trabajar Fideicomisos, es tener organizaciones externas a La Fiduciaria, que armen y en gran parte ayuden a la administración del Fideicomiso.

Quiero referirme a ciertos puntos que se tocaron en cuanto a evolución futura, y sobre todo a la parte de fondos, que es un negocio muy interesante y que puede ser de rápido desarrollo. Sin embargo, no faltaban obstáculos. En Colombia, las únicas instituciones que hoy por hoy tienen permitido invertir en Fondos Fiduciarios, son los recientemente creados Fondos de Pensiones; el resto de las instituciones no tienen esta posibilidad, aun cuando el Fondo Fiduciario tenga las mismas inversiones admitidas por la Ley, como es el caso de las compañías de seguros. El caso de los corredores es igual; no pueden por ejemplo recaudar la cartera de sus clientes a través de un Fideicomiso que le pague a la compañía de seguros. Otras instituciones financieras, también tienen absolutamente prohibido hacer Fideicomisos. Entonces surge la pregunta de cómo hacer una labor ágil de promoción?

Ante la situación del Seguro Social en los E.E.U.U., la respuesta fundamental, fué promocionar en la gente a que hiciera sus propios Fondos de Pensiones. Aquí lo hicimos, pero se nos olvidó una cosa fundamental, es que la gente no hace fondos de pensiones, a no ser que les dé un beneficio tributario y ni a las personas naturales ni a los empleados, se les dió, desestimulando cualquier tipo de fondo personal o profesional, porque nadie se va a meter a invertir a largo plazo, con las mismas ventajas fiscales que tiene el invertir a corto plazo.

Ante la necesidad que se crea de encontrar nuevas alternativas de inversión, nosotros hemos visto aquí, que se regula y se sobrerregulan las alternativas de inversión, en las cuales pueden colocar sus dineros los inversionistas institucionales. Con gran facilidad, se establecen porcentajes por decreto, tanto por ciento

tal cosa, tanto por ciento, tal otra. Hace muy poco yo recibía una carta en la cual me decían que no se admitía una sola inversión, en un depósito en garantía, por que había que promover el mercado secundario de valores y surge la pregunta básica, si el mercado secundario de valores no se promueve en base a la competencia del mismo mercado, que vaya generando títulos, que son competitivos entre sí. Por qué tiene alguien que sacrificar su rentabilidad en base a promover un mercado que por razones naturales se debía promover con base en alternativas de inversión, nuevas y distintas, que cumplieran con los niveles de seguridad y rentabilidad que requieren?

Un reflejo de todo ello, está en la reglamentación que obliga a los Fondos Fiduciarios que invierten en depósitos a término de bancos, a hacer un depósito de garantía. Es difícil de comprender, que un cliente común y corriente, va a un Banco y abre un CDT, eso es una operación riesgosa, por la cual tiene que poner un depósito en garantía, poniendo en conflicto intereses del Fiduciario, con interés del cliente, al evitar el depósito invirtiendo en papeles oficiales.

Ese tipo de situaciones, las regulaciones excesivas, llevan en muchos casos a los negocios de este tipo a fracasar. La única manera de poder actuar en un mercado en donde se trabaja en base a una comisión diferencial, es consiguiendo buenas alternativas de inversión para el cliente, ya que de no ser así, el márgen de comisión le va a reducir tanto la rentabilidad que el producto no es vendible.

Otro punto a tener en cuenta, es la publicidad. Como veíamos en E.E.U.U., la publicidad tiene unas regulaciones básicas que debe seguir bien, la hace y el que la hace lo hace en forma agresiva, en forma clara y cumpliendo con esos compromisos. Nosotros aquí, tenemos que pasar hasta la última coma que se piense poner a previa aprobación; eso lleva a frenar en muchos casos el mercado y a no poder aprovechar las oportunidades que se crean en determinados momentos. Publicidad de este tipo son antipublicidades. Solamente unos parámetros claros y definidos y el cumplimiento de las entidades permiten realmente mercadear. Se ha llegado a grados extremos cuando se exige que en un contrato de tinta de color diferente, se ponga que La Fiduciaria no tiene ninguna responsabilidad, esto crea absoluta desconfianza en el cliente.

La parte tributaria no es obstáculo en términos del negocio fiduciario; al contrario en algunos casos es una ventaja bastante grande. La independencia del Patrimonio Autónomo, ha llegado a ser tal que la Administración de Hacienda para algunos de ellos ha aceptado darles un NIT, si existen razones para hacerlo tributariamente independiente, muy riesgoso sería que por definición todos fuesen fiscalmente independientes, porque exigiría una tarifa y exigiría una responsabilidad del Fiduciario, acerca de la declaración de renta y los impuestos que deben pagar esos patrimonios autónomos. Hoy por hoy, la situación fiscal,

aunque no completamente definida en algunos puntos, (lo cual si sería deseable) dá un tratamiento diferente y los tratamientos diferentes siempre tienen ventajas en alguna parte si se sabe usar el mecanismo. Cualquier intento de cambiar lo existente, sin experiencia ni claridad, sería altamente perjudicial.

CAPITULO VI

LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO Y LA ACTIVIDAD FIDUCIARIA

LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO Y LA ACTIVIDAD FIDUCIARIA

Dr. Olver Bernal

Es indudable que la actividad fiduciaria en el país, en los últimos años, ha alcanzado un desarrollo muy importante al tiempo que juega un papel preponderante en el desarrollo del mercado financiero y en el mercado de capitales de nuestro país que tanto lo necesita. Uno de los factores fundamentales para poder pensar en un crecimiento económico sostenido es la necesidad de contar con un mercado financiero robusto y fuerte. Así, el papel de la actividad fiduciaria se vuelve crucial en el logro de estos objetivos. El tema que nos ocupa en el día de hoy son las operaciones de mercado abierto y la actividad fiduciaria. La primera pregunta que surge es: ¿Qué son las operaciones de mercado abierto? En términos generales se conoce como las operaciones de mercado abierto la participación del banco central, en nuestro caso el Banco de la República, en el mercado financiero, en otras palabras, es la participación activa del banco emisor en la compra y venta de títulos valores con el propósito de regular la liquidez de la economía. En términos muy comunes esta participación de los bancos centrales en los mercados financieros normalmente se hace a través de la compra y venta de títulos valores de deuda pública emitidos por los gobiernos para la financiación de sus operaciones corrientes. En el caso colombiano hay algunas diferencias con respecto a este patrón generalizado, de participación de la banca central, en razón a que no existen en el mercado suficientes títulos valores representativos de deuda pública con condiciones financieras de mercado. La mayoría de los títulos de deuda pública que tenemos en el mercado normalmente son producto de colocaciones forzosas que obviamente no tienen unas condiciones financieras que se ajusten a los rendimientos que de alguna manera impone el mercado. Por esta razón en el caso colombiano se hizo necesaria la participación a través de la emisión directa por parte del Banco de la República de títulos valores con carac-

terísticas que realmente tuvieran o reconocieran la rentabilidad que ofrecen los diferentes papeles en el mercado. Cuando decimos que las operaciones de mercado abierto son la participación del banco emisor en la compra y venta de títulos valores en el mercado financiero estamos diciendo indirectamente que es una participación con el ánimo de controlar o adecuar el nivel de liquidez de la economía, en otras palabras las operaciones de mercado abierto son un instrumento de control monetario. El control monetario básicamente se ejerce controlando o bien, la cantidad de dinero primario o dinero base o bien la capacidad de multiplicación que tiene el sistema financiero a través de lo que se conoce como los multiplicadores del dinero primario.

En el caso colombiano con anterioridad a la década del ochenta el control monetario se ejercía fundamentalmente a través de modificaciones en el requisito de encaje que equivale a decir que el crecimiento monetario se regulaba a través de la capacidad de multiplicación del sector financiero y exclusivamente del sector bancario.

En los años ochenta la situación económica y la estructura financiera del país ha cambiado sustancialmente y contamos con un mercado financiero en crecimiento aunque no tan desarrollado como todos quisieramos, pero sí dando unos pasos importantes hacia su consolidación. Si uno mira las estadísticas monetarias del país y empieza por examinar el tipo de activos financieros que existían hasta los años sesenta, básicamente sólo había cuentas corrientes y un nivel muy reducido de depósitos de ahorros tradicionales, con tasas de interés controladas, incluso con tasas de interés reales negativas que no eran realmente promotoras del crecimiento de ahorro financiero en ningún momento; solamente a partir de los comienzos de los años setenta, paralelamente al desarrollo de las corporaciones de ahorro y vivienda, se autoriza la emisión de los CDT's al sistema financiero, a los bancos comerciales y a las corporaciones financieras, empieza a darse una especie de revolución en términos de la admisión de papeles con unas características de mercado. Volviendo sobre el tema del control monetario decía que en el pasado sólo se utilizaba la herramienta o instrumento del encaje para hacer las regulaciones de la expansión o contracción monetaria según fuera el caso. Otra de las formas de hacer control monetario es actuando sobre la cantidad o el volumen del dinero base. Para eso la autoridad monetaria cuenta con otros instrumentos adicionales para regular la cantidad de liquidez primaria; dentro de esto podemos mencionar rápidamente el volumen del crédito que concede el Banco de la República o el Banco Central a la economía. En el caso específico de Colombia solamente le puede otorgar crédito al Gobierno Nacional o al sector financiero y en caso muy especial a algunas actividades del sector privado directamente. Entonces una de las fuentes de generación de dinero primario es la financiación directa del banco central a los diferentes sectores de la economía, otra opción que se tenía o que se ha utilizado en el caso colombiano es la de ge-

nerar contracciones anticipadas del dinero primario a través de la imposición de requisitos de depósito previo para el giro de las importaciones; entonces el mecanismo de establecer un depósito previo para el giro de las importaciones lo que hace es esterilizar anticipadamente los pesos que se necesitan para comprar las divisas para girar.

Solamente, desde finales de los setentas se da la posibilidad efectiva de participar al Banco de la República en un mercado financiero con expedición de títulos de participación con características competitivas. En este momento el país estaba enfrentando una bonanza del sector externo y necesitaba controlar la expansión de la liquidez primaria. Dentro de los instrumentos o mecanismos que se utilizaron se destaca el certificado de cambio como un mecanismo de esterilización temporal de las divisas que entraban al país y negociándolas a través de un descuento, el cual le daba una característica de título valor con rendimiento. Posteriormente, se autoriza la expedición de títulos de participación en el año 79, el cual se constituye en dicho año en uno de los mecanismos de control monetario más importantes. Más adelante se da la posibilidad de emisión de los títulos canjeables por certificados de cambio que es un título valor del Banco de la República representativo de dólares americanos con un rendimiento; esto obviamente es una característica única para el Banco de la República. Ninguna otra entidad en el caso colombiano puede emitir papeles representativos de dólares, de manera que en este caso el banco además de ser el banco central cuenta con la ventaja de poder emitir títulos representativos de dólares lo cual le da una exclusividad y una participación muy especial en el mercado.

En la actualidad el nivel de participación de los títulos del Banco de la República en el mercado financiero es innegable. En este momento lo que son propiamente las operaciones de mercado abierto¹ ascienden alrededor de doscientos mil millones de pesos lo cual significa algo así como el veinte por ciento (20⁰/o) de los medios de pago del país y en términos financieros debe alrededor de quince por ciento (15⁰/o) del total de activos financieros del país.

Dentro de las funciones que debe tener el Banco de la República, de ejecutar la política monetaria que le traza las autoridades monetarias, está la decisión de participar en el mercado financiero con la colocación de títulos; yo diría que es importante hacer dos distinciones en el manejo monetario. El manejo monetario se debe entender desde dos enfoques: Uno que normalmente la literatura conoce como el manejo activo y dinámico de la política monetaria en el cual el

1/ Títulos libremente colocados en el mercado financiero.

propósito fundamental es adecuar la liquidez a la macroeconomía misma en el mediano plazo, de manera que como función fundamental del manejo activo de la política monetaria es adecuar la liquidez o la oferta monetaria a la demanda monetaria sin generar presiones inadecuadas sobre la política que se tenga de estabilización de precios y de crecimiento económico. Así el Banco de la República debe actuar sobre un horizonte de un presupuesto monetario que esté adecuado a las necesidades de liquidez de la economía. El otro componente que es importante mencionar del manejo monetario es lo que se conoce como el día a día de la liquidez o la política monetaria defensiva como le conocen en algunos libros de texto; adicionalmente al horizonte macroeconómico, lo que esté sucediendo en el sector externo, en el sector fiscal, en el crecimiento económico, etc., en todo el programa o programación macroeconómica global, el banco central hace el seguimiento permanente de la liquidez. Esta última es cambiante porque hay una serie de fenómenos que no maneja directamente la autoridad y que implican cambios diarios muchas veces sustanciales en el nivel de liquidez de la economía. Un ejemplo de estos cambios son movimientos en términos de la Tesorería de la Nación en los cuales una recolección de impuestos implica drenar liquidez a la economía o por el contrario los gastos de la Tesorería inyectan liquidez. Al ser el Banco de la República el Banquero del Gobierno, el Banquero de la Tesorería, el manejo de la liquidez de la Tesorería en cabeza del banco central ocasiona que cualquier movimiento de ingreso o gasto de la Tesorería implique cambios en la masa monetaria.

Decía yo que hay que distinguir todos los aspectos del manejo monetario: el manejo activo que consiste en que el manejo de la liquidez de la economía contribuya al logro de la programación financiera macroeconómica global del país, es decir, que contribuya a lograr las metas de crecimiento económico, de estabilidad de precios, etc., De otro lado el manejo defensivo que consiste en estar haciendo un seguimiento diario y permanente de la liquidez y entrar a; digamos, suavizar los cambios intempestivos que puede tener la liquidez primaria del sistema. Allí en los dos aspectos entonces juega papel importante la decisión que se tome en torno de operaciones de mercado abierto. En el presupuesto monetario del horizonte de un año, de un trimestre, de un semestre, existen unas metas de crecimiento monetario que el Banco de la República apunta a lograr en términos de promedio y para lo cual, dados unos presupuestos, unos supuestos de variación de las diferentes fuentes de la generación de la liquidez, se requiere de una participación del banco central en términos de colocación de títulos para alcanzar un nivel deseado de la cantidad de dinero primario. Entonces, por decir algo, en términos del año ochenta y ocho uno diría que el presupuesto monetario, si los supuestos que se tienen se cumplen, apuntarían a decir que el nivel de operaciones de mercado abierto, como ya ha salido publicado varias veces, debe estar alrededor de unos doscientos mil millones de pesos en el año, de manera que esa es una parte activa de la política monetaria. Sin embargo, esos saldos de operacio-

nes de mercado abierto son cambiantes; además, si uno examina lo que ha sucedido recientemente con la participación del Banco en lo que se conoce como las operaciones repos o recompra transitoria de títulos del Banco de la República en circulación, lo que están haciendo es modificar el nivel o el volumen de activos financieros del Banco en circulación; en efecto, cuando el Banco sale a comprar títulos emitidos por él mismo con el propósito de regular o graduar mejor la liquidez diaria de la economía, lo que está haciendo en neto es reduciendo transitoriamente los saldos de operaciones de mercado abierto. De manera que en la parte de manejo defensivo también juega un papel importante la participación del Banco de la República en cuanto a los niveles deseados de títulos en el mercado y la eficiencia y eficacia del Banco de la República en el logro de sus metas de colocación depende en forma importante del funcionamiento del mercado financiero donde la actividad fiduciaria juega un papel de protagonista principal.

Dentro de las ventajas que tienen las OMA's, podemos mencionar primero que es un mecanismo que participa en la economía sin afectar en forma desigual a los diferentes partícipes del sector financiero como cuando se impone un encaje; si el encaje es un encaje total global, lo que hace es posiblemente castigar más a determinado tipo de intermediario financiero que por a ó c motivo o mejor por ser más eficiente tiene determinados saldos; el poner un encaje produce un efecto desigual en términos de los agentes que participan en el sector financiero, en especial los del sistema bancario. En caso de las operaciones de mercado abierto, al salir al mercado el Banco a ofrecer los títulos, el control de la liquidez y el esfuerzo no recae exclusivamente sobre el sector financiero sino que se irriga en una forma más generalizada y más amplia a toda la economía. Eso desde el punto de su equidad digamos como instrumento de control monetario; desde el punto de vista de la posibilidad o el efecto inmediato que tiene la decisión de participar en operaciones de mercado abierto es que en la medida que se tengan condiciones de mercado, su aplicabilidad, su potencial o su efectividad, en términos de lo que se quiere hacer y la cantidad de recursos que se quiere colocar, es fácilmente graduable a través de las características de los títulos, de manera que su efectividad es, digamos rápida.

En el caso de las operaciones de mercado abierto además, podremos decir que en el caso específico colombiano ha contribuido en forma importante al desarrollo en el crecimiento del mercado financiero; como ya lo mencioné, la participación de los títulos del Banco de la República en el mercado financiero en el total de activos financieros es importante y esto pues ha permitido que haya un desarrollo mayor de la actividad financiera. De una parte el contar con más títulos en el mercado da mayores oportunidades a los inversionistas al tiempo que permite el desarrollo de la actividad fiduciaria, la cual adquiere mayor relevancia en la medida que el mercado de valores se amplía.

El Banco de la República obviamente, en el momento en que empezó a trabajar con operaciones de mercado abierto tenía muchas restricciones; si nosotros miramos un año atrás no más, posiblemente encontramos que solamente había la posibilidad de participar en la oferta de títulos de participación a través de los comisionistas de bolsas, lo cual hacía un poco restringida la posibilidad de participación de otros agentes que podrían tener también las mismas posibilidades de participación. Posteriormente se ha venido dando una mayor participación. En la última circular reglamentaria del Banco sobre las operaciones de mercado abierto, realmente no se margina a nadie del mercado, sino que se exige el cumplimiento de unas condiciones mínimas de intermediación que claramente establecen las normas vigentes legales establecidas.

El sector financiero juega un papel importantísimo en el desarrollo económico en la medida que facilita la posibilidad de canalización de recursos de sectores superavitarios hacia sectores deficitarios de la economía y logra el balance de los recursos; de manera que el papel de la intermediación financiera es un papel que definitivamente se les reconoce de importancia en la posibilidad de un mayor desarrollo económico. Al hablar de sector financiero no quiere decir exclusivamente la función de establecimientos de crédito. Debemos entender por sector financiero todas las instituciones que intervienen en la irrigación y reasignación de los recursos financieros lo que no necesariamente lleva implícita la función de generación de crédito.

En la medida en que el control monetario, en el caso colombiano, ha venido sufriendo algunas modificaciones importantes y de fondo, con la participación abierta y libre en el mercado por parte del Banco de la República con la colocación de los títulos da la posibilidad de que todos los agentes económicos participen y que el peso del control monetario no recaiga exclusivamente sobre un sector y es aquí donde la actividad fiduciaria adquiere la mayor importancia. Donde no solamente se requiere de la existencia de sociedades fiduciarias sino fundamentalmente es necesaria la existencia de títulos valores en el mercado que se estén transando y moviendo permanentemente. Por lo tanto, la participación del Banco Central en este mercado financiero a través de los títulos permite fortalecer o robustecer el mercado financiero en nuestro país.

Para no cansarlos ni reiterar lo que ha sido la función de las operaciones del mercado abierto, tendríamos que decir que en el caso de economías desarrolladas tipo Estados Unidos y algunos países Europeos, realmente las operaciones de mercado abierto implican una participación mucho más activa, por así decirlo, del Banco Emisor, en la medida en que entra a comprar y vender títulos que están en circulación en el mercado, fundamentalmente como ya mencioné, títulos de deuda pública. En el caso colombiano, y posiblemente por la estructura misma de la economía en que en los últimos años lo que hay que hacer es un

control a una rápida expansión monetaria, entonces lo que se ha hecho es vender títulos con el propósito de esterilizar recursos; sin embargo, las operaciones de mercado abierto no se deben entender solamente en ese sentido, en el sentido de esterilizar recursos, las operaciones de mercado abierto deben servir igual para inyectar recursos a la economía. Es decir la participación de un Banco Central no se debe limitar a la venta de títulos, sino en forma permanente debe participar en la adecuación de la liquidez bien sea contrayendo o expandiendo el dinero primario. En el último sentido, expansionista, en el caso colombiano la experiencia no es muy grande; sólo tenemos la experiencia muy reciente, de unos dos meses para acá, en que el banco ha venido participando en lo que se conoce como las operaciones Repos en que, se recompran transitoriamente unos títulos del Banco de la República con el propósito de inyectar liquidez al sistema.

Desafortunadamente el sector bancario y el sector financiero no cuentan con la posibilidad de tener acceso automático, no lo llamaría automático sino inmediato al recurso del Banco de la República que se denomina como el cupo ordinario de la banca central al sistema financiero. Este es un mecanismo de permitir gradualizar en el día a día la cantidad de dinero que requiere el sistema para atender sus compromisos. En el caso colombiano, este instrumento, por razones que no son del caso discutir aquí en el foro, no ha mostrado la agilidad y la flexibilidad que requiere. Entonces ha habido necesidad de utilizar mecanismos alternos como es el mecanismo de las operaciones Repos. Las operaciones Repos, que se han establecido recientemente, yo diría que cumplen una función importante en la liquidez al sistema financiero en momentos en que no existe, digamos, una adecuada estructura a las condiciones de utilización del cupo ordinario del Banco de la República. Este tipo de operaciones claramente debe entenderse como operaciones temporales y en ningún momento como un mecanismo de generación permanente de recursos para el sistema.

El mecanismo de repos debe ser entendido como una inyección transitoria y temporal no permanente de recursos al sistema, al igual que el mecanismo de crédito ordinario o crédito del Banco Central al sector financiero, de manera que estamos entrando a un proceso de desarrollo muy importante del sector financiero en el cual la agilidad y eficacia en la reasignación transitoria de recursos determina en buena parte el éxito de la gestión del Banco de la República. Es aquí donde la actividad fiduciaria ha venido ganando una participación importante y su desarrollo debe facilitar las posibilidades de manejo monetario que enfrentan las autoridades, de manera que las operaciones de mercado abierto puedan constituirse, como se ha venido haciendo, en el instrumento líder del control de la liquidez en la economía.

Las personas que no comparten la posición que el Banco Central debe participar activamente en el mercado financiero, normalmente lo hacen desde el punto

de vista de decir que: uno, tienen un costo y que no es claro quien lo debe asumir, y dos que posiblemente tienen unos efectos negativos sobre los niveles de tasas de interés. Normalmente, la participación del Banco Central en un mercado financiero, con unos títulos en condiciones de mercado, le ponen cierta rigidez a las tasas de interés.

Sin embargo, éstas son opiniones que no comparto plenamente. Primero, el Banco de la República en ningún momento ha pretendido que con la colocación de títulos se lideren movimientos al alza con inflexibilidades a la baja en las tasas de interés. Obviamente, esto lo que si demanda es una participación muy activa y muy eficiente del Banco de la República en hacer un seguimiento permanente de las condiciones del mercado financiero para ver cuáles son las condiciones de tasas de interés para no incurrir en este tipo de fenómenos, es decir realmente en presionar en algún momento las tasas de interés al alza o introducir algunas rigideces a la baja en términos de la tasa de interés; en la medida en que la información con que se cuente del sistema financiero sea oportuna y sea buena, con seguridad la participación del banco emisor en un mercado financiero no debe introducir este tipo de fenómenos. Sin embargo, sí debería uno precisar que siempre que la autoridad económica y la autoridad monetaria, enfrenten la necesidad de hacer controles monetarios de reducción de la cantidad de dinero, esto siempre va a tener unas implicaciones en el sector financiero, independiente de cuál sea el mecanismo que se use.

Indudablemente una política monetaria restrictiva en términos del crecimiento de los agregados monetarios, en el corto plazo, debe estar acompañado con algún tipo de presión sobre las tasas de interés, bien sea a través de mecanismos de encaje o a través de reducciones a la cantidad de dinero primario con cualquiera de los instrumentos con que puede contar la autoridad, incluyendo las operaciones de mercado abierto. Una política restrictiva en el corto plazo que implica restricciones a la posibilidad de financiación de crédito etc., va a determinar en el corto plazo como dije una presión al alza de las tasas de interés, y aquí hago énfasis en la implicación de corto plazo; normalmente una política monetaria restrictiva lo que tiene en mente posiblemente es un proceso inflacionario, y si es exitoso en términos de manejo monetario en una reducción de las tasas de inflación en últimas debe reflejarse entonces en el mediano plazo también en una reducción de las tasas de interés. Sin embargo, como digo hay un fenómeno de muy corto plazo; en el momento en que se hace la restricción, la primera respuesta es una presión al alza en las tasas de interés; normalmente los agentes no quieren perder su participación en el mercado, no quieren reducir su tamaño, incluso lo que quieren es ganar participación, entonces pugnan por unos recursos escasos y hacen que las tasas de interés aumenten en el corto plazo. Una vez se ha logrado el reacomodamiento de la economía las presiones al alza sobre las tasas de interés deben desaparecer.

Por lo tanto la participación del Banco de la República en el mercado de valores no debe generalizarse como de un efecto nocivo sobre las tasas de interés por el contrario no sólo es un mecanismo eficaz en la regulación del dinero primario sino que permite el desarrollo y fortalecimiento del mercado financiero y por ende de la promoción y consolidación de la actividad fiduciaria, condiciones éstas necesarias para el logro de un desarrollo económico sostenido.

CAPITULO VII

BANCA DE INVERSION

INTERVENCION DEL DOCTOR JAVIER FERNANDEZ GUERRA

1. BANCA DE INVERSION EN MEXICO.

Me referiré inicialmente a las Casas de Bolsa, los organismos que básicamente en forma privada desarrollan la actividad de financiamiento corporativo o banca de inversión en México. Desde la creación de las Casas de Bolsa se inició esta actividad de banca de inversión, destinada a la obtención de recursos en forma de deuda, de capital o alguna combinación de ellas, desde el punto de vista más amplio de la palabra. En 1975 se dictó la Ley de Mercado de Valores sentando la plataforma base del crecimiento para los mercados de dinero o de capital. De 1975 a 1979 se dá un período en el cual parece desarrollarse realmente el Mercado de Capitales satisfactoriamente, con emisión de obligaciones de acciones básicamente. En 1978, no obstante el despegue del mercado de valores del período 75–79, comenzó a desarrollarse el mercado de dinero básicamente por los siguientes motivos:

- El lanzamiento de los Certificados de Tesorería conocidos como CT's, la activación de los petrobonos y la autorización por parte de la Comisión Nacional de Valores para que las empresas cotizadas en Bolsa pudieran emitir papel comercial a través de la Bolsa Mexicana de Valores; estos fueron los factores fundamentales que imprimieron dinamismo al mercado de dinero.

Sin embargo , desafortunadamente, en 1980 se inició una crisis que se convirtió en obstáculo del desarrollo incipiente de la banca de inversión en México. Las elevadas tasas de interés que en esa época imposibilitaron la

colocación de bonos u obligaciones bajo el esquema viejo de tasa fija impidieron, de igual manera, el desarrollo del mercado accionario, dado que provocó la baja en los múltiplos de las acciones, (el múltiplo es el que determina el valor del mercado de las acciones) lo cual llevó a que las empresas se desanimaran y no emitieran sus papeles a través del mercado de valores.

Sin embargo, en 1982 se presentó la nacionalización de la banca, con lo cual se abrió la puerta a la creación de nuevos mecanismos de financiamiento para desvincular la necesidad financiera netamente de los bancos y del Gobierno. En ese mismo período ocurrió la separación de las casas de bolsa; muchas de ellas estaban dentro del sistema bancario y con la nacionalización bancaria se venden a particulares y viene un explosivo crecimiento en el mercado de dinero, manifestado por el papel comercial extrabursátil.

El dinamismo y la necesidad de crear nuevos mecanismos de financiamiento originó la emisión de obligaciones con tasa variable que hoy por hoy siguen siendo una alternativa viable de financiamiento.

El mercado accionario volvió a evolucionar sólomente a partir de 1986 a raíz de una serie de medidas económico—políticas muy atractivas como fueron en 1987 el fomento al comercio exterior y la restructuración de la deuda externa.

La venta y liquidación de entidades para—estatales, iniciada con la reprivatización del 34^o/o de los bancos, sirven para ilustrar con una cifra la importancia que han tenido las casas de bolsa y en especial la banca de inversión. Comparativamente, con respecto a los años 82 y 87 las cifras en función de la captación total, medida como captación bancaria y no bancaria, muestran que la captación bancaria en 1982 con respecto a 1987, no obstante no ha aumentado.

2. SERVICIOS E INSTRUMENTOS DE LOS DEPARTAMENTOS DE BANCA DE INVERSION.

Cuatro instrumentos ,en mi opinión, son fundamentales para el desarrollo del mercado de capitales en México: a) Financiamientos y mecanismos vía oferta pública; b) Los financiamientos no bursátiles, que son aquellos que no requieren de la Comisión Nacional de Valores; c) La compra y venta de empresas, valuación de las mismas o colocaciones privadas y que se comprende bajo el vocablo de fusiones y adquisiciones y d) La representación de los obligacionistas ante el emisor, que es una función legal, y a la vez contrapartida de emitir bonos.

- a) Dentro de los financiamientos y mecanismos vía oferta pública, el abanico o la gama de instrumentos que se manejan actualmente, en México desde el punto de vista del capital, son: la oferta pública de acciones, que constituyeron la colocación del 34^o/o de los bancos y la amortización de acciones. Desde el punto de vista de financiación de la deuda, existe la emisión de obligaciones en todas sus gamas, tales como los Certificados de Participación Inmobiliaria, un nuevo instrumento diseñado en México. El papel comercial bursátil (que requiere de la autorización de la Comisión Nacional de Valores) y las aceptaciones bancarias que son valores registrados en la Bolsa Mexicana de Valores.

En cuanto se refiere a la oferta pública de acciones, estas se venden al gran público inversionista a través de la Bolsa Mexicana de Valores. Las ofertas pueden ser de emisiones primarias, secundarias y mixtas. La primaria es un aumento de capital y es una operación netamente de financiamiento; la secundaria es simplemente una venta de capital y no se refiere a una inyección fresca de dinero para la empresa; este dinero que pasa de los inversionistas al accionista que esta vendiendo, que muchas veces es el accionista mayoritario, y finalmente, una mixta que es una operación tanto de financiamiento como de venta de capital.

Los motivos que originan una oferta pública son precisamente planes de expansión, operaciones de financiamiento, venta de algún accionista, (este es el caso típico de una oferta secundaria), sustitución de deuda e imagen corporativa. Muchas empresas se colocan en el mercado de valores porque obtienen beneficios o logran acceso a nuevos mecanismos de financiamiento.

Las ventajas que trae para la empresa y para los accionistas, estas ofertas públicas, son las siguientes:

Desde el punto de vista de la empresa, se consolida la institucionalización accionaria dándole así continuidad a la firma; en el momento de la salida del accionista, la empresa no necesita destinar recursos propios para permitir su salida. Cuando existe una base de accionistas más amplia se permiten nuevos aportes de capital. Esa es precisamente la ventaja que dá el registrar o hacer pública una empresa: el tener acceso a nuevas fuentes de financiamiento, a fuentes líquidas de financiamiento. Esto refuerza su posición frente a la competencia y ante las autoridades y el gobierno en general. Se tiene también el acceso o financiamiento a través del mercado de valores en condiciones y términos muy competitivos como lo ofrecen el papel comercial bursátil, una operación de financiamiento de corto plazo, y la emisión de obligaciones. Se presenta una mejora de imagen ante acreedores, gobierno e instituciones de crédito. Finalmente, desde el punto de

vista de los beneficios que origina para los accionistas, pues se puede lograr obtener el control de la empresa sin tener el 100^o/o de la misma.

Igualmente se obtiene liquidez de la inversión ya que las ganancias de capital, por estar registrada en la bolsa, no son gravables al vender o comprar acciones y a que el accionista puede diversificar la obtención de créditos de márgenes depositando las acciones en garantía. Se pueden diversificar las inversiones personales y ayuda a resolver problemas gerenciales como los mencionados cuando un grupo de accionistas quiere salir de una empresa y está registrado en bolsa, lo puede hacer, sin poner en peligro a la institución.

En cuanto a la oferta pública de compra de acciones o amortización de acciones, es un instrumento de vital importancia porque es una forma de asegurarle al accionista original, formas alternas de financiación y a la vez que se apoya el mercado accionario.

Con el mercado de acciones hacia la baja, en México, existe hoy una gran dificultad para apoyar el mercado. Uno de los mecanismos de apoyo podría estar en que la empresa recompre sus propias acciones, pero sin embargo, la Ley de Sociedades Mercantiles lo prohíbe.

La Operadora de Bolsa tiene cuatro mecanismos para apoyar el mercado accionario a) A través de la oferta pública de compra de acciones b) Con fondos de pensiones o primas de antigüedad, c) Con fideicomisos creados para empleados y d) Finalmente una opción muy particular, la creación de un fideicomiso para la compra de acciones para la propia sociedad.

Más adelante veremos la serie de motivos por los cuales se puede llevar a cabo una oferta pública de compra, que es también en caso de que exista un decremento en la demanda del producto. En este caso, la empresa que pudiera considerar que está sobrecapitalizada puede retirar capital y utilidades retenidas sin la causación del impuesto sobre dividendos.

La oferta pública de compra de acciones es precisamente la compra de acciones a través de la Bolsa Mexicana de Valores. ¿Cuáles son las ventajas que trae consigo? Desde el punto de vista del inversionista se tiene que a través de este mecanismo, los accionistas actuales aumentan su participación en el capital social de la empresa. Así mismo en caso de que los accionistas mayoritarios no quisieran mantener o aumentar su participación, sirve como una forma de pagar un dividendo sin la causación del impuesto sobre dividendos; tiene entonces dos objetivos: Primero, el pago de dividen-

dos sin la causación del impuesto y segundo, aumentar la participación cuando se sabe que los inversionistas no cuentan con la liquidez suficiente para su inversión.

Desde el punto de vista de la sociedad, esa oferta transmite noticias optimistas en relación a las perspectivas futuras de la empresa. Esto es, para poder llevar a cabo una amortización, una oferta pública de compra de acciones, la sociedad requiere haber tenido o tener liquidez suficiente para canalizar esa liquidez a la compra de sus propias acciones y mantener utilidades retenidas para poder repartirlas vía esta amortización, ambas, sin duda, noticias optimistas. De otra parte, si se reduce el capital contable pero también el número de acciones, esto hace que la rentabilidad normalmente se incremente y que dadas las condiciones con las que se usa esta alternativa, se presenten atractivos precios en el mercado de valores.

Cuales son los motivos por los que generalmente se lleva a cabo este tipo de operación?

- a) Uno, es cuando existe la disminución del ritmo de crecimiento de la empresa;
- b) Cuando los rendimientos de los proyectos de inversión de la sociedad son menores a las alternativas externas del costo de oportunidad. Esto es sumamente interesante, porque se pueden vivir épocas de desarrollo y capitalizar a la empresa; y sobre todo en países como los nuestros donde todavía no se tienen economías estables, podemos capitalizar o retirar capital con utilidades repartibles a modo de no tener capital ocioso en la empresa.
- c) Cuando existe un excedente redundante de efectivo de la sociedad, el cual a través de los productos financieros se ve gravado con el impuesto sobre la renta.
- d) Como sustituto del pago de dividendos; este es uno de los atractivos más interesantes para el accionista y
- e) Surgen en los mercados decaídos como apoyo a las acciones y al inversionista.

La anterior alternativa requiere de autorización por la Comisión Nacional de Valores por ser oferta pública; sin embargo, si el apoyo de la acción es en un porcentaje menor, puede hacerse a través del Fondo de Pensiones, el cual es un mecanismo ágil y sin complicaciones fiscales. El 100^o/o de las

aportaciones del Fondo es deducible y tiene actualmente, en los mercados deprimidos, unos precios atractivos. Cuáles son las desventajas? Que el monto que se puede destinar a los Fondos de Pensiones para la compra de las propias acciones no puede ser superior al 10⁰/. Aunque existen mecanismos, V. Gr. si la razón social del Fondo cambia, el monto que puede destinarse a la compra de las propias acciones sólo sería el 70⁰/.

Otra de las ventajas que se presenta es que el beneficio por las ganancias de capitales no se le refleja a la empresa sino al empleado; entonces, el accionista mayoritario no estará dispuesto en la mayor parte de los casos a utilizar este mecanismo como un mecanismo de apoyo fuerte a la acción, porque tendría que canalizar muchos recursos de la empresa hasta este Fondo y con la ganancia potencial de capital que se diera en un futuro no se vería beneficiado el accionista sino el empleado.

Se requiere de un fondo ya constituído, para el cual las políticas y lineamientos serán dictadas por el mismo Comité Técnico.

La tercera alternativa es la creación de un Fideicomiso para la opción de compra de acciones para empleados. Estos fideicomisos tienen muchas veces dos objetivos: uno es el de disminuir la rotación del personal a través de un programa de compra de acciones, un programa patrimonial para el empleado y un claro apoyo a la propia acción.

Este mecanismo, al igual que el Fondo de Pensiones, es un mecanismo ágil que no requiere de autorización, es totalmente transparente y no hay restricción en cuanto al monto que se puede destinar para la compra de las mismas, como lo veremos en el Fondo de Pensiones. Al igual que en el Fondo, tiene también atractivos precios de mercado, dada las situaciones del mercado Mexicano actual.

Cuáles son las desventajas? Al igual que el anterior mecanismo, la ganancia de capital esperado no se canaliza al accionista o a la empresa, sino al empleado.

Por último, dentro de esta alternativa, está el fideicomiso para la compra de acciones para la propia sociedad.

Las leyes de sociedades mercantiles como se mencionó prohíben que la empresa compre sus propias acciones. Sin embargo, en ciertas ocasiones, como ocurrió en la venta de activos bancarios, a algunas empresas se les permitió comprar sus acciones a través de un fideicomiso creado expreso para dicha compra, y este mecanismo no requiere de autorización de la

Comisión Nacional de Valores, pero tiene los efectos de la oferta pública de amortización de acciones que es la reducción de capital contable. Con esto, aumenta el apalancamiento de la empresa, obteniéndose la transferencia de recursos de la empresa al fideicomiso; hay también disminución de la liquidez sobrante de la sociedad sin la causación de impuestos, y una reducción del monto de productos financieros, todo esto en beneficio de la empresa y del accionistas mayoritario y que al igual que en la primera alternativa, hay un cambio en la utilidad neta.

El problema que tiene el esquema, es que en el momento de extinción del fideicomiso, si se extingue normalmente, se considera como una compra-venta; y si para las fechas en que se pretenda extinguir el fideicomiso el mercado ya reaccionó, puede originarse una ganancia de capital considerable.

Sin embargo, esto se ha manejado a través de fusiones y el fideicomiso se constituye en una subsidiaria: la subsidiaria hace la recompra de las acciones; al recomprar las acciones y tenerlas en el fideicomiso, se fusiona y a través de este único mecanismo, no se consideraría compra-venta al extinguirse el fideicomiso y puede de esta forma llevarse a cabo la amortización sin tener el problema fiscal. Dos empresas realizaron este mecanismo en México.

3. INSTRUMENTOS DE DEUDA.

Uno de los instrumentos más dinámicos en México, ha sido la emisión de obligaciones de largo plazo y mecanismos que no están limitados a las empresas registradas en bolsa. Se maneja con empresas institucionales, empresas que tengan un consejo de administración y no un administrador único; y se les ofrece también acceso a las empresas transnacionales para financiarse de este modo. Los tipos existentes de obligaciones son: quirografarias, hipotecarias con garantía de fianza y convertibles.

Las quirografarias, son aquellas que no están sujetas a ninguna garantía específica, pero sí se les establece limitaciones a la estructura financiera y corporativa de la empresa. Las limitaciones corporativas consisten en no poder pagar dividendos si no se cumplen las limitaciones financieras y en no poder reducir el capital social de la empresa sino en proporción al reembolso de las obligaciones otorgadas. Las hipotecarias son aquellas que están garantizadas por un bien inmueble y si se mantienen, se requiere un aforo del 20^o/o adicional del monto que se quiere acceder.

El esquema de obligaciones con garantía de fianza se ideó para las empresas transnacionales, que no quieren estar sujetas a garantías específicas de hipoteca y por otro lado no quieren estar sujetas a limitaciones financieras en su manejo

diario. Se presenta entonces un contrato de fianza, una garantía (más bien un aval) de la casa matriz, incondicional del pago de interés y del principal, en caso de incumplimiento de la emisora.

Las obligaciones convertibles fueron utilizadas por los bancos para colocar el 34^o/o de su capital; inicialmente no se sabía del éxito que iba a tener la colocación de los certificados de aportación patrimonial y salieron al mercado a precios muy atractivos, pero para que la captación a través del mercado de valores no les afectara, se manejó el esquema de obligaciones convertibles que establecen que en la fecha de pagos de interés o en fechas establecidas se hiciera la conversión del instrumento de deuda a CAVs de las Instituciones Bancarias.

Sin embargo, este mecanismo no ha funcionado para las empresas comerciales, industriales y de servicios, porque el inversionista, dadas las altas tasas de interés prevalecientes en México, es todavía un inversionista de corto plazo.

En el caso de las obligaciones convertibles que emitieron las Sociedades Nacionales de Crédito, existe el interés por parte de aquellos que las adquirieron originalmente, de mantener un asiento en el consejo, porque significa acceso a información y esa es una de las razones y uno de los atractivos que se utilizó para la venta de obligaciones convertibles.

Pasando a las características de las obligaciones, se tiene que estas tradicionalmente se emiten a plazos de 3 a 7 años, que los intereses son variables, pero que están atados a la tasa del CETE, de la aceptación bancaria o del CEDE. Pero con esto quiero decir que el concepto de diseño para la obligación señala que esta debe estar montada a la tasa de interés del instrumento líder del mercadeo de dinero, llámese éste como se le llame. Actualmente el abanico está constituido por esos tres instrumentos: EL CETE, EL CEDE y la ACEPTACION BANCARIA, pero si llegara a desaparecer cualquiera de esos instrumentos, tendería, si no se adecúa la fórmula de cálculo de interés, a desaparecer el instrumento. Ahora bien, por ser deuda corporativa se debe pagar una sobretasa; calculada como puntos porcentuales o adicionales. Los puntos adicionales se podrán manejar por ejemplo para disponer de planes especiales de choque, para que el inversionista no se vea afectado por la reducción de las tasas de interés.

En estas operaciones tendrán un período de gracia y se podrán amortizar anticipadamente. Los intereses se cancelan en forma mensual o trimestral según se convenga.

Como se aprecia, adicionalmente hay otra característica de la emisión de obligaciones que recae sobre el emisor; en caso de tener liquidez o acceso a

fuentes de financiamiento mucho más baratas, tienen la posibilidad unilateral de amortizar anticipadamente la emisión.

Las principales ventajas de este instrumento radica precisamente en que es una emisión de obligaciones. Sin embargo, hay que considerar que esto está hecho en un entorno de tasas altas, e inflacionario, y muchas de las ventajas van relacionadas en función de esto.

En una emisión de obligaciones, la sobretasa pactada inicialmente se conserva sin cambio durante la vida de la emisión, lo cual quiere decir, comparado con un crédito bancario, (en donde normalmente tenemos la revisión de las cláusulas) que muchas veces el tiempo se dedicará a la negociación del spread y no propiamente a la operación de la empresa. Sin embargo, con este instrumento la sobretasa se pacta desde el origen y es inmodificable.

Una segunda ventaja es que al hablar en las obligaciones de un porcentaje como sobretasa y no como puntos adicionales, como es el caso de los créditos bancarios, se guarda perfectamente la proporcionalidad entre la tasa base y los puntos adicionales; esto no sucede muchas veces en los créditos bancarios en los cuales se dá el costo porcentual promedio y se fijan puntos adicionales como sobretasa.

La tercera ventaja es que, asumiendo una tendencia a la baja de las tasas de interés, los instrumentos de mercado de dinero sobre los cuales está montada la tasa de las obligaciones y en este caso los CETES y los CEDES tienen o responden mucho más rápido a todos los cambios económicos y por lo consiguiente beneficia al emisor al bajar su costo.

MESA REDONDA

PANELISTAS:

Dr. Julio Manuel Ayerbe
Presidente
Corporación Financiera del Valle

Dr. Ernesto Caballero
Vicepresidente Asistente
Banco de Bogotá

INTERVENCION DEL DOCTOR JULIO MANUEL AYERBE

La circunstancia de que yo esté aquí como comentarista del tema de banca de inversión constituye para mí un honor, porque no tengo credenciales distintas de las de ustedes en el sentido de que somos todos estudiosos del tema y estamos interesados en introducir a Colombia los elementos fundamentales y la cultura de banca de inversión.

La posición de las corporaciones financieras colombianas frente a la banca de inversión es algo que a mí personalmente me ha preocupado desde hace varios años, movido, debo reconocerlo, por varias críticas amables que desde sus años en la Junta Monetaria nos hacía el doctor Carlos Caballero alrededor del papel de estas entidades en la movilización de recursos y en la promoción de proyectos de inversión, en oposición a una actividad de simple intermediación de corto plazo, poco original.

Con este preámbulo les pido entonces que excusen mi falta de seguridad en un tema que es bastante complejo.

Quiero para comenzar comentar algunos de los aspectos de la presentación del doctor Fernández, para poner de relieve precisamente las condiciones que en mi criterio están dadas en Colombia para impulsar activamente los productos de banca de inversión. El caso Mexicano nos muestra que el desarrollo de la banca de inversión empieza cuando el país presenta síntomas de estabilidad; cuando hay ventas de las compañías públicas al sector privado, cuando se eliminan los impuestos a las ganancias de capital derivadas de transacciones de acciones inscritas en Bolsa; cuando se da un nuevo auge en las exportaciones y cuando se

reestructura la deuda externa. Entonces no es una coincidencia simplemente, sino que la banca de inversión está inseparablemente unida a la existencia de un mercado de capitales y este a su vez supone estabilidad, reglas de juego claras, confianza en los instrumentos y en los intermediarios.

Lo que es impresionante es cómo desde entonces los mexicanos han tenido la capacidad para innovar dentro de condiciones desfavorables y generar instrumentos para colocarlos entre el público a través de sus casas de bolsa, hasta el punto de que prácticamente todos los productos que existen en países de mayor desarrollo están adaptados a la escala que permite el país.

Entre tales productos me parece que frente a nosotros son muy novedosos los CPIs, los certificados de participación inmobiliaria, que dada su naturaleza, permiten descongelar activos inmobiliarios y colocar en el mercado instrumentos representados en hipotecas o bienes raíces, transmitiéndole al comprador de una manera muy original una tasa de interés y, lo más importante, la expectativa de una valorización, que a su turno no es gravada dentro de un mecanismo similar al del costo fiscal ajustado que existe en Colombia.

Entonces relieves frente al caso colombiano la capacidad de innovación y la forma genuina como las Casas de Bolsa Mexicanas han trabajado para desarrollar una serie de productos de banca de inversión en un ambiente poco propicio de altas tasas de inflación.

Otro aspecto que me parece importante poner de relieve es la separación de las casas de bolsa de los bancos comerciales y esto simplemente para contrastarlo con la polémica que existe por lo menos en Estados Unidos de separación de la banca comercial de la banca de inversión, donde los primeros quieren penetrar al campo de la banca de inversión y esta a su vez lucha por mantener su nicho de mercado.

Yo le atribuyo el éxito del caso mexicano a la separación de banca de inversión de banca comercial. Me parece que la banca de inversión requiere una cultura totalmente distinta de la de banca comercial y no porque unos sean mejores que otros, sino por la diferencia de enfoques. En el caso de la banca de inversión se buscan transacciones y la solución de problemas a través de fórmulas no convencionales, distintas de la intermediación crediticia; la separación de los bancos que se presenta en el caso mexicano da lugar a pensar que hay una bondad implícita en el hecho de que sean unos los banqueros de inversión y otros los banqueros comerciales.

Trasladándonos a Colombia y específicamente a las corporaciones financieras, se encuentra que está dada la estructura legal para la realización de opera-

ciones de banca de inversión. Desde el decreto que les dió origen, en 1960, se consignaba el underwriting de valores entre las operaciones elegibles para las corporaciones financieras. En sus primeras etapas ellas realizaron este tipo de transacciones; sin embargo, la competencia de los papeles del estado, la situación regresiva de impuestos para las inversiones y la alta inflación que impidió la colocación de papeles de largo plazo, impidió a las corporaciones encontrar los fondos adecuados para hacer frente a estos riesgos y por ello se frustró esta tarea incipiente en un producto típico de banca de inversión como el underwriting en firme de valores.

Ese desestímulo generó naturalmente en las corporaciones la necesidad de encontrar una salida, que fué el énfasis en la intermediación de crédito, intermediación que llegaría a niveles muy importantes con el uso de los recursos del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo para financiar proyectos de largo plazo. Tenemos entonces durante más de una década a las corporaciones concentradas en la actividad de crédito, mientras la realización de nuevas inversiones presentaba importancia secundaria.

Lo anterior explica, no justifica, el hecho de que las corporaciones, que tenían desde 1960 la capacidad para realizar operaciones clásicas de banca de inversión como el underwriting de valores, estuvieran marginadas del desarrollo de ese mercado. Ahora encontramos una situación cuyos perfiles son en mi opinión muy propicios para que haya nuevamente, en beneficio del sector privado y del mercado, el surgimiento de las operaciones de banca de inversión, llamense estas la colocación de títulos de deuda, o de acciones, así como todas las actividades mencionadas por el doctor Fernandez: fusiones, adquisiciones, etc.

En primer lugar, tenemos en el país una situación económica favorable, unos índices de crecimiento muy significativos y muy estimulantes para el sector privado. En segundo lugar, y esto creo que es una pieza clave en todo el juego, el nuevo régimen fiscal que inició su vigencia en diciembre de 1986 y cuyos efectos son un desestímulo al endeudamiento y un incentivo a la inversión.

Eso constituye un aliciente para que las empresas que anteriormente buscaban recursos por la vía de deuda, se interesen por financiaciones de otra naturaleza y concretamente por la emisión de acciones.

Otro ingrediente significativo son las nuevas formas de asociación de capitales como los fondos mutuos de inversión, que representan en el mercado el papel clásico de inversionistas institucionales.

Pues bien, en los fondos mutuos de inversión que se constituyen por parte de trabajadores y empresas, hay un apoyo para el fortalecimiento del mercado

de capitales, ya que ellos aportan recursos idóneos de largo plazo, con la obligación de tomar papeles de deuda y papeles de riesgo de largo plazo, buscando maximizar rentabilidad, pero con una característica muy importante y es que por esa vía no se puede llegar al control de las empresas, de manera que se vence la reticencia natural de muchos empresarios, de abrir sus puertas a través de la emisión de acciones. Además de que los fondos mutuos de inversión no pueden tener mas de un cierto porcentaje en las empresas y su forma de propiedad tan diversificada y heterogénea se refleja en sus propósitos que no son otros que el de obtener un dividendo y la valorización del capital para sus socios. De esta manera se pueden hacer coincidir dos elementos muy importantes: de un lado el emisor de títulos, inhibido de hacerlo por temor a perder el control de su empresa, y de otro lado la disponibilidad de unos recursos de largo plazo que buscan inversiones.

Otro factor muy importante en mi opinión es la existencia de un ente especializado en el control y supervisión del mercado, representado por la Comisión Nacional de Valores. Tenemos allí el organismo de supervisión que puede tutelar el mercado y que puede generar las reglas del juego y los ajustes para que ese mercado se desenvuelva en forma ordenada.

Finalmente y en cuanto a las corporaciones financieras, el Decreto 2041 expedido en octubre de 1987 les permite no solo intervenir en operaciones de underwriting, sino que en forma explícita contempla la posibilidad del cobro de honorarios por la venta de productos de banca de inversión, esto es la realización de servicios de reestructuración, evaluación, fusiones, adquisiciones, consejería e ingeniería financiera. Aunque esto último parece que no tuviera importancia, resulta válido si se piensa que en el pasado y por expresa disposición de la Superintendencia Bancaria, las corporaciones no podían cobrar honorarios.

Sin embargo, la actividad de banca de inversión es frágil por que depende del mercado y este es de por sí frágil. Por otra parte, es un negocio basado en la confianza. Para ilustrar este punto basta recordar que los primeros bancos de inversión en los Estados Unidos y en Inglaterra eran asociaciones de personas; no eran compañías. Ello demuestra que en sus orígenes, la relación personal, la confianza entre individuos, era muy importante para el desarrollo de este tipo de operaciones.

El interés que compartimos alrededor de las operaciones de banca de inversión, pienso que nos debe hacer conscientes de la responsabilidad que tenemos en el manejo de esta criatura que apenas nace en nuestro medio. Por esa razón quisiera terminar haciendo explícitas algunas de mis preocupaciones sobre el particular.

En el proceso de emisión de valores existen varios actores. Uno es el emisor, otro es el de underwriter que puede ser con responsabilidad o al mejor esfuerzo; figuran también el distribuidor, el representante legal de los tenedores de los bonos y la Comisión Nacional de Valores. El hecho de que la figura apenas comience a emplearse nos lleva a descubrir que por ejemplo, para emitir, para hacer un prospecto de colocación de bonos, cuya tasa de interés supuestamente debe ser fijada cuando se tenga la percepción clara de lo que el mercado quiere, resulta que, muy a la colombiana, nosotros tenemos que definirla con bastante anticipación para someterla a aprobación del emisor y de la Comisión de Valores, ya que estas gestiones naturalmente toman un tiempo. Pero lo grave es que las condiciones de la emisión, al quedar escritas, son inmodificables. En cambio, la practica usual en otros países con mayor desarrollo es que el precio, o en otras palabras el rendimiento del bono, se define en la mañana de la emisión cuando se supone que se tienen todos los elementos para definir las preferencias del mercado. No se puede concebir que para colocar unos instrumentos en el mercado público de valores haya una predefinición de las condiciones de interés del título y parece entonces necesario utilizar un rango entre el emisor, el underwriter y la Comisión de Valores para proceder con aprobaciones parciales. De lo contrario, si hay un cambio en las condiciones del mercado se perdería tiempo, ya que se requiere volver a empezar todo el proceso, con la realización de una Asamblea General de Accionistas para autorizar la emisión de bonos.

La segunda inquietud versa sobre las responsabilidades de cada actor. Si existe un contrato en firme, el underwriter, por definición, tiene la obligación de comprar la emisión hasta donde haya comprometido su responsabilidad, si el mercado no la absorbe. Entonces es una responsabilidad de tipo financiero que varía según el monto de la emisión, y por lo tanto debería tener una remuneración acorde con el riesgo financiero.

A su turno, el distribuidor de la emisión cobra sus servicios de manera contingente: si se venden los valores cobra sus comisiones o de lo contrario no tiene remuneración. Esa es otra responsabilidad que hay que determinar y ponerle el precio correspondiente.

Otra actividad muy importante es la que cumple el representante legal de los tenedores de bonos, quien es responsable de lo que en Estados Unidos se llama "due diligence", es decir el trabajo de investigación de la compañía emisora de los papeles para cerciorarse de su manejo, su contabilidad y en una palabra, de manera que sea idónea para sacar sus papeles al mercado, asociados al prestigio de underwriter, del distribuidor y del representante legal de los tenedores.

El representante legal de los tenedores tiene una responsabilidad grande ya que en la emisión de valores y particularmente de bonos, si se presenta un colapso y como consecuencia no pueden redimirse los títulos, se tiene un escenario muy diferente de aquel en el que un deudor no puede cumplir a sus bancos acreedores. En este último caso habría una confrontación como las que hemos tenido y seguiremos presenciando y manejando, pero en el primer caso se introduce el ingrediente del público representado en una multiplicidad de operaciones y de inversionistas que se pueden sentir defraudados por el indebido cumplimiento de las obligaciones de quien eligieron como representante legal de los tenedores de los bonos o de quien hizo el underwriting y promovió la venta de los papeles en el mercado.

Si por desgracia tuviéramos fracasos por la incapacidad de empresas emisoras de bonos para cumplir con la redención de estos instrumentos al vencimiento, en mi opinión eso nos llevaría por lo menos 10 años atrás antes de volver a tener mediana credibilidad para persuadir al público a que tome papeles de deuda. Además de que estoy seguro de que una situación como esa acabaría con la reputación de quien fuera el representante legal de los tenedores o del underwriter, agravándose esta situación por el hecho de que sería un blanco apetecible de acciones legales por parte de los tenedores de bonos que contarían con la simpatía de la comunidad porque encarnan ellos la parte debil en la confrontación frente a una entidad que puede ser tachada de no cumplir debidamente sus responsabilidades y por lo tanto no advertir los peligros.

Con esto subrayo el grado de tutela que debería recibir el concepto de underwriting de valores por todos los que estamos interesados en participar allí.

Finalmente, con respecto a banca de inversión, yo considero que hay perfecta coexistencia de entidades grandes, medianas y pequeñas, o personas que pretendan ofrecer servicios de banca de inversión; no veo que la existencia de uno vaya contra la de otros. De la misma forma en que las boutiques pueden existir al lado de grandes almacenes de departamentos, las sociedades de personas especializadas en determinados productos de banca de inversión pueden coexistir frente a compañías grandes, como las Corporaciones Financieras.

Muchas gracias nuevamente señoras y señores.

**PROLOGO AL TEMA DE
LA BANCA DE INVERSION Y LA BANCA COMERCIAL
(Una aproximación al enfoque colombiano)**

ERNESTO J. CABALLERO M.

Generalmente el Análisis Económico le atribuye a los Bancos dos funciones características: por una parte, dispensar un servicio financiero a la Economía, (en razón de la capacidad que tiene para hacer acopio de los medios monetarios en manos de la comunidad, e irrigarlos a través del crédito); y, por otra, ser instrumentos de política monetaria. Estas dos particularidades también suelen destacarse, afirmando que los bancos son instituciones que concurren a la determinación de la oferta y la demanda de recursos monetarios, gracias a sus captaciones y operaciones crediticias.

Parece oportuno, no obstante, señalar que esta definición simplificada no siempre evidencia las implicaciones del "Servicio Bancario" como canalización del ahorro económico. Es decir, no transmite automáticamente la importancia que tiene para una economía la función bancaria de convertir en Inversión los "sacrificios de no consumo", o ahorro de la comunidad. Evidentemente esta acción mediadora en el flujo Ahorro—Inversión, es de una trascendencia singular, especialmente en aquellas economías en las cuales no solo la creación de ahorro requiere un esfuerzo singular, sino, además y fundamentalmente, en donde trasladar dicho Ahorro hasta las oportunidades de Inversión resulta doblemente extenuante.

Es en este campo precisamente donde la Banca de Inversión desempeña un papel definitivo para el equilibrio económico, como intermediaria que propicia el acopio de dinero proveniente del ahorrista, transfiriéndolo dinámicamente al actor de la Inversión. Naturalmente, como bien es sabido, tal proceso lleva implícito el problema de "plazos", o de temporalidad de los mercados, ya

que el Ahorro—Inversión es un fenómeno de largo plazo económico, en el sentido que los economistas damos a su igualdad. Esta afirmación no pretende insinuar que la dinámica económica, en cuanto toma la influencia del tiempo en el proceso de equilibrio, se identifica con la dinámica financiera, en cuanto esta última califica el periodo durante el cual un flujo financiero tiene vigencia; afortunadamente no todo lo económico es financiero, aunque sí todo lo financiero es económico. Lo que se busca indicar es que la Banca de Inversión tiene como vocación substancial, actuar con objetivos de largo plazo propios del "Mercado de Capitales" ¹, si bien por deficiencias estructurales se ve forzada a participar en el "Mercado Monetario" o de corto plazo.

En Colombia se asignó a las Corporaciones Financieras buena parte de la actividad esencial de la Banca de Inversión. Su estatuto inicial ² y el remozado alindamiento que se les dió en octubre de 1987 ³, establecen una amplia gama de servicios que hace viable desarrollar la figura de Banca de Inversión. Si ocurrió la mencionada re—orientación fue porque supuestamente sus realizaciones se habian quedado cortas frente a las aspiraciones atribuibles a esta herramienta, situación aparente resumida por el Banco Mundial así:

"El sistema de las CF (Corporaciones Financieras) se creó en Colombia como componente de la banca de inversión, dentro de un modelo de banca especializada, para proporcionar crédito a mediano y largo plazo, y capital de riesgo al sector productivo, y coadyuvar al desarrollo de los mercados de capital en Colombia. Aunque se logró alcanzar parte de esos objetivos, durante los últimos años han surgido varios motivos de inquietud a propósito del desempeño del sistema de las CF. Entre los más importantes están: a) la tendencia de las CF privadas a operar cada vez más en el mercado a corto plazo; b) la movilización de recursos relativamente menos dinámica de las CF en comparación con las instituciones financieras de otros tipos, y c) el efecto limitado de las CF en cuanto a estimular las inversiones de capital de riesgo en el sector productivo. Estos factores han llevado a la dilución de la identidad de las CF como genuinos bancos de inversión" ⁴.

1. "En los Estados Unidos un grupo importante de instituciones financieras asiste a las corporaciones y entidades oficiales en la consecución de dinero para objetivos a largo plazo. Las actividades de este grupo de instituciones financieras se conocen colectivamente como BANCA DE INVERSION. A diferencia de los bancos comerciales, las instituciones comprometidas en el campo de la banca de inversion no solo son prestamistas en sí mismas; antes bien, son intermediarios que cumplen el servicio de reunir el dinero de prestamistas o inversionistas y trasferirlo a los prestatarios".
Kent, Raymond, "Moneda y Banca", Bogotá: Universidad Javeriana, 1964, Pág. 810.
2. Decreto—Ley 2369 de 1960 (Octubre 11), "Sobre Corporaciones Financieras".
3. Decreto 2041 de 1987 (Octubre 27), "Por el cual se dictan disposiciones sobre Corporaciones Financieras".
4. A World Bank Country Study. "Colombia.— The Investment Banking System and Related Issues in the Financial Sector". The World Bank Washington, D.C., U.S.A., 1985. Pág. xxxii.

No ha sido el objeto de este Seminario Internacional analizar la consistencia del Mercado de Capitales en Colombia, pero es lugar común reconocer su debilidad bien sea de conformación (fenómeno estructural), o de situación (fenómeno coyuntural) ⁵.

De ahí que no resulte sorprendente la primera de las inquietudes formuladas por el Banco Mundial, puesto que las instituciones ajustan sus actuaciones a las realidades económicas que encuentran. Al fin y a la postre las economías tienen las instituciones financieras que se merecen. Pero, más allá de la controversia suscitable por el tema, baste advertir por ahora, que a la formación de un "Mercado de Capitales" puede aportar la Banca Comercial su versatilidad, traducida ésta en operaciones identificables con la Banca de Inversión.

Desde otro ángulo, si observamos nuestra propia circunstancia, se encuentra que las Corporaciones Financieras nacieron como un eslabón especializado de la cadena financiera, ya que la composición de su capital constituye una de las limitadísimas excepciones en la cual los bancos comerciales, podemos mantener

-
5. a) "Un Extranjero que observara el mercado de capitales actual en Colombia concluiría posiblemente, de no contar con información adicional, que se trata del típico caso de un país donde aún no se han presentado las condiciones propicias de desarrollo de la economía y de las instituciones económicas que requiere la emisión y transacción activa y abierta de acciones. Los índices descriptivos y sistemáticos de esta situación han sido citados hasta el cansancio: una participación exigua de las transacciones de acciones en las bolsas de valores; sociedades anónimas estrechamente cerradas; cotizaciones bursátiles artificiales o manejadas de los precios de las acciones; y una población de inversionistas en acciones estancada o decreciente. Sin embargo, si nuestro visitante se saliera un poco del estrecho ámbito del mercado puro de capitales y ampliara su pesquisa hacia el mercado financiero en general, se sorprendería del volumen relativamente alto de ahorro y transacciones de títulos de renta fija, típico de un país con un grado de desarrollo mayor que el que sugirió el tamaño del mercado accionario. Si consultara las cifras sobre ingreso nacional por habitante, debería entonces sorprenderse de la incipiente del mercado accionario y comentaría sin duda que un país como Colombia merece y además le conviene una participación más activa de las acciones como instrumento para encauzar el ahorro de sus nacionales y de los inversionistas extranjeros interesados en vincularse al desarrollo nacional. Solo le faltaría a este observador leer material pertinente de la historia financiera del país para darse cuenta que su mercado de acciones no se encuentra en estado incipiente sino preagónico, comoquiera que advertiría aquella época cuando las acciones pesaban mucho más en la vida financiera nacional que los títulos de renta fija que hoy abundan en el sector financiero". Carrizosa Serrano, Mauricio. "Hacia la Recuperación del Mercado de Capitales en Colombia". Bogotá, Septiembre 1986. Págs. 25 – 26.
- b) "Cómo se financia la ampliación de la gran industria colombiana es uno de los misterios todavía no descifrados por la Comisión Nacional de Valores". Pinzón Herzog, Juanita. "ESTRATEGIA Económica y Financiera", Marzo 1988. Pág. 18.

una participación apreciable ⁶ . Y si observamos lo que acontece en el campo internacional, nos encontramos con que a los bancos comerciales se les asigna en la banca moderna un papel cada vez más determinante en los mercados financieros. Tal es la situación propiciada por la "Big Bang" londinense ⁷ , y por la esperada Reforma Garn—Proxmire en el mercado de los Estados Unidos ⁸ , reforma esta última que supondría un cambio fundamental frente al espíritu

-
6. a) Artículo 13, Decreto — Ley 2369 de 1960: "Los Bancos Comerciales podrán adquirir y conservar acciones de las Corporaciones financieras Nacionales, por valor que no exceda del 10^o/o del capital pagado y fondo de reserva legal del Banco que hace la inversión, y en proporción no superior al 50^o/o de las acciones de la respectiva Corporación Financiera Nacional".
- b) Artículo 17, Decreto 2041 de 1987 (Octubre 27): "Los bancos comerciales podrán adquirir y conservar acciones de las Corporaciones Financieras por un valor que no exceda del diez por ciento 10^o/o del capital pagado y reserva legal del banco que hace la inversión y en proporción no superior al cincuenta por ciento 50^o/o de las acciones de la respectiva Corporación Financiera".
7. a) "La Big Bang" ("Gran Explosión") de los mercados financieros en Londres ocurrió el 27 de octubre de 1986 cuando fue modificada la estructura de la Bolsa de Valores. A raíz de un acuerdo celebrado en 1983 entre la Bolsa de Valores y el secretariado para el Comercio y la Industria, fueron abolidas las comisiones fijas sobre compras de acciones y fueron liberadas las operaciones de la Bolsa mediante la introducción de nuevas prácticas y sistemas de transacción. Desde el 1 de marzo de 1986 se ha permitido a quienes no sean miembros formar nuevas firmas miembros, así como también adquirir el 100 por ciento de la propiedad de firmas existentes. Así pues, se permite a los bancos comerciales y mercantiles entrar directa o indirectamente en el corretaje de valores y el negocio de transacciones. Además desde octubre de 1986, todos los miembros de la Bolsa de Valores pueden tratar directamente con los inversionistas, es decir, comprar y vender valores ya sea como agentes o como principales..." "Finanzas y Desarrollo", Marzo 1988, Pág. 3.
- b) "London's "Big Bang" in October 1986 handed Britain's Commercial banks the chance to enter a domestic stock and bond—trading business previously handled only by small, weakly capitalised firms with no national or international branch networks. A golden chance, it might be thought, to dominate the business".
The Economist. Survey International Banking "Into the valley of death". March 26, 1988, Pág. 44.
8. "A large crack appeared in the Glass—Steagall act on March 30th, when 94 senators voted to discard most of the restrictions it imposed on America's banks 55 years ago. Only two senators voted to oppose the bill, which is almost certain to bear the names of Senator William Proxmire, the chairman of the Senate Banking Committee, and of Senator Jake Garn. Mr. Proxmire is retiring at the end of this Congressional Session.
If the Senate majority has its way, its freedom charter will straight away allow the commercial banks to underwrite commercial paper, mortgage—backed securities, securities backed by other assets and municipal revenue bonds. the banks would have to wait six months before they could underwrite mutual funds (unit trusts) and corporate bonds. The greatest, because most profitable, prize, the underwriting of corporate shares, would not be granted until 1991 and would have to be approved by Congress".
The Economist. American Survey "Banking: Glass—Steagall cracked". April 9, 1988. Pág. 38.

de la Ley Glass–Steagall de 1933 ⁹. Valga decir que los Bancos Comerciales han sido redescubiertos como entidades activantes del mercado de capitales puesto que:

- a) Son conocedores de las necesidades, posibilidades y capacidades de los inversionistas.
- b) Evalúan los proyectos objeto de inversión.
- c) Conocen y mantienen un contacto permanente con el Ahorrista, o potencial fuente de inversión.
- d) Tienen un cubrimiento económico y geográfico que difícilmente deja por fuera algún sector.
- e) Poseen una organización que generalmente ofrece una ventaja comparativa en términos de costos, lo cual les permite aplicar tarifas razonables a sus servicios.
- f) Su experiencia les permite asesorar profesionalmente sobre los proyectos de inversión.
- g) Mantienen una estrecha relación con entidades financieras internacionales, factor que les permite actuar en operaciones sindicadas de gran envergadura, cuando éstas exijan recursos foráneos o mixtos.

Esta acción de los Bancos Comerciales se hace más patente en un mercado como el nuestro en el cual la ampliación del Capital mediante la Emisión de Acciones, o el afianzamiento de mediano y largo plazo a través de la emisión de “bonos de deuda”, son hoy día episodios esporádicos, sustituidos por la demanda del denominado “crédito de fomento”, el cual por ser una emisión dirigida hacia una actividad económica prioritaria, no siempre ofrece el grado de

9. “La Ley Glass–Steagall de 1933 había prohibido a los bancos comerciales dedicarse al reaseguro y distribución de cualesquier valores que no fueran obligaciones generales de las municipalidades”. Samuel L. Hayes III. “La Transformación de la Banca de Inversiones”. Biblioteca Harvad de Administración de Empresas, No. 245, 1979, Pág. 4.

disponibilidad o las cuantías requeridas por el inversionista ¹⁰. En la medida en que los Bancos Comerciales sean mecanismos para compartir con otras instituciones, y con los demandantes de este dinero de mediano y largo plazo, la tarea de conformar un Mercado de Capitales (por ejemplo, generando iniciativas en la instrumentación de emisiones de "papeles" cuya colocación otorgue una mayor movilidad al Ahorro), estarían contribuyendo junto con las Corporaciones Financieras, las Bolsas de Valores y las Sociedades Fiduciarias a configurar y decantar un mercado de recursos más allá de la frontera simplemente monetaria. Solo para ilustrar esta actitud, valga sugerir que cuando los bancos comerciales se encontraran ante la eventualidad de desarrollar operaciones que supongan adquirir posición propia en el capital de una empresa (o en los papeles de deuda que se emitan), posición propia que no les está permitido asumir como instituciones comerciales, bien puede actuar coordinadamente con las Corporaciones Financieras, entidades idóneas para tomar dichos activos ¹¹.

-
- 10.a) "Desde los años setentas se había venido presentado una marcada preferencia de las empresas por el endeudamiento como fuente principal de financiamiento, en detrimento de la capitalización a través de acciones o emisión de bonos. Como consecuencia de lo anterior, en las bolsas de valores venían predominando las transacciones de activos financieros de renta fija particularmente los que representan deuda pública, operaciones de mercado abierto del Banco de la República y otros activos financieros con respaldo oficial".
Coyuntura Económica. "V. Mercado de Valores". Septiembre 1987. Pág. 103.
- b) "La sociedad anónima colombiana ha registrado un proceso de descapitalización y endeudamiento progresivos desde por lo menos comienzos de los años cincuenta, acompañado, especialmente durante los años setenta, por un desarrollo de los intermediarios financieros (Bancos, Corporaciones Financieras, Corporaciones de Ahorro y Vivienda, y Compañías de Financiamiento Comercial). Estos captaron los recursos de los hogares para prestárselos a las empresas, sustituyendo así la modalidad de inversión directa a través de acciones. Para explicar este fenómeno, se acude al concepto del costo de capital, el cual indica la carga que implica el utilizar recursos de acciones o deuda durante un periodo determinado de tiempo. Las estimaciones realizadas para el caso colombiano muestran un costo sistemáticamente más bajo de la alternativa de endeudamiento, la cual se hace progresivamente más favorable que la alternativa de emisión de acciones, en razón de la creciente carga de la tributación directa. Se advierte además un riesgo creciente en el rendimiento de las acciones, originado en las fluctuaciones de actividad económica y tasas de interés, y en los procesos de toma de empresas y concentración accionaria."
Carrizosa Serrano, Mauricio. "Hacia la recuperación del Mercado de Capitales en Colombia". Bogotá, Septiembre 1986. Pág. 19-20.
- 11.a) Artículo 1o., Decreto—Ley 2369 de 1960 (octubre 11): "Corporación Financiera es el establecimiento de crédito, organizado conforme a las normas del presente Decreto y cuyas finalidades principales son promover la creación, reorganización y transformación de empresas, participar en el capital de ellas o gestionar la participación de terceros y otorgarles crédito".
- b) Artículo 1o., Decreto 2041 de 1987 (Octubre 27): "Objetivos.— Las Corporaciones Financieras son Establecimientos de crédito de inversión organizados conforme a las normas del presente decreto y cuyo objeto fundamental es la movilización de recursos y asignaciones de capitales para promover la creación, reorganización, fusión, transformación y expansión de empresas manufactureras, agropecuarias, agroindustriales, mineras, hoteleras y parques industriales; para participar en el capital de ellas y promover la participación de terceros en tales empresas, como también otorgarles financiación a mediano y largo plazo y prestarles servicios financieros especializados que contribuyan el desarrollo de empresas productivas".

Bien conocido es el hecho de que en muchos centros financieros, los Bancos Comerciales han replanteado su función de "servicio". El alto costo de sus captaciones, las consideraciones de política macroeconómica sobre los tipos de interés activos, y las consiguientes reducciones en sus márgenes, han favorecido un ambiente creativo para diseñar nuevos productos bancarios que respondan a las necesidades de una clientela que presenta características cada vez más específicas. Precisamente parte de esa clientela — la constituida tanto por el inversionista como por el generador de ahorro —, urge a la Banca Comercial Tradicional para que le proporcione fondos adecuados y, respectivamente, oportunidades de rentabilidad con diversificación de riesgo. De ahí la respuesta que la Banca Comercial está dando a esa necesidad: crear Unidades de Banca de Inversión que puedan efectuar algunas de las actividades propias de este servicio, y cooperar con otras instituciones en el diseño de servicios integrales. Dentro de las primeras, cabría señalar en nuestro país la intermediación en la compra—venta de títulos valores (en virtud del instrumento fiduciario de que disponen); la asesoría o arbitraje en fusiones y adquisiciones de empresas; la valoración de empresas; y, la identificación tanto de inversionistas como de proyectos de inversión. Dentro de los segundos, operaciones Underwriting (particularmente cuando se apele a la modalidad "en firme" o "garantizado"), y la sindicación de préstamos para la financiación de grandes proyectos.

Cabe aquí hacer algunas anotaciones finales sobre las exigencias inherentes a la formación de Unidades de Banca de Inversión dentro de los Bancos Comerciales, ya que de su adecuada constitución dependerá el profesionalismo de su labor. Hacer Banca de Inversión supone ante todo formar "Banqueros de Inversión" ¹², valga decir individuos que no pueden actuar como oficiales de crédito, sino como gestores y oficianes que colocan sobre los hombros de su prestigio el éxito de su acción, y, por ende, la remuneración de su función. No es asunto de poca monta decidirse a desarrollar en una Institución esta actividad, ni tema de un rápido comité gerencial diseñar los servicios que la clientela espera. Solo puede hacerse Banca de Inversión, si toda la institución está comprometida, de la misma manera que no puede hacerse Mercado de Capitales sin el concurso de todo el Sector Financiero. No implica aquello que cada oficina bancaria sea centro especializado de la banca que nos ocupa; mas si que la organización en su conjunto otorgue a esa actividad rango de prioridad, recursos humanos y

12. "La banca inversionista juega el papel más importante al ayudar a las empresas a conseguir dinero en los mercados de capitales. El banquero inversionista es responsable de encontrar compradores para emisiones nuevas de valores. El nombre "banquero inversionista" es un tanto engañoso ya que su banquero inversionista no es ni inversionista ni banquero, ya que ni hace inversiones a largo plazo ni custodia los ahorros de otros. En vez de eso, actúa como intermediario entre el emisor y el vendedor de emisiones nuevas de valores; compra valores a corporaciones y gobiernos y los vende al público...".

Gitman, Lawrence J. "Fundamentos de Administración Financiera". Pág. 501. México, 1978.

técnicos, criterios particulares para la evaluación de cometidos, clara segmentación de clientela y servicios, todo ésto complementado con un criterio de grandes volúmenes, pero pequeños ingresos unitarios. Si estos son solamente algunos de los aspectos que una institución ha de programar para identificarse como vaso comunicante del Ahorro y la Inversión, cuáles y cuántos serían los interrogantes que nuestros financistas habrían de plantearse si hay la decisión de reconocer el papel de la Banca de Inversión en el Sector Financiero Colombiano?

Entiendo que la Asociación Bancaria de Colombia se apresta a revivir los simposios destinados a estudiar el "Mercado de Capitales", ámbito natural para la discusión de este tema crucial. Quedamos así a la expectativa de que tal reunión se concrete, dándole forma y contenido a las elementales anotaciones que se bosquejaron en estas líneas.

SESION DE CLAUSURA

CONCLUSIONES DEL SEMINARIO

Dr. Sergio Rodríguez A.

1. Quiero simplemente adherir a las palabras del doctor Caballero Argáez, porque pienso que a estas alturas, ya caída la tarde y ya cerrando el Seminario tenemos que expresar en común nuestro agradecimiento y nuestro regocijo porque este Seminario no hubiera sido exitoso, en la medida en que hemos podido constatarlo, de no contar con un conjunto de expositores de primerísimo nivel, de no tener la participación muy destacada de la Superintendencia Bancaria y de no contar con la presencia de un auditorio que sorprende a la par por su calidad y su número. No es fácil reunir, en efecto, un grupo de personas de primerísimo nivel, dentro de las cuales tenemos además el honor y el placer de recibir participantes de otros países cercanos que quisieron inscribirse para darle con su presencia un sentido internacional desde todo punto de vista, por los expositores invitados y por los participantes en el auditorio.

Pero pienso que esta presencia numerosa y de excepcional nivel no es fruto del azar; significa apenas el interés que suscita el tratamiento de unos temas en torno a los cuales, no tengo duda, se está construyendo la banca de los años noventas. Digo los años noventas sin pretensiones futuristas porque en esta materia ya no hay mediano plazo, todo parece venirnos de corto plazo.

De otro lado creo que los expositores han reiterado todos en su forma cómo el proceso de años recientes desplaza al banquero tradicional, intermediario de crédito, por el banquero prestador de servicios, y ello no es extraño. La banca, esa banca contemporánea que se ha construído en torno a la moneda, que comenzó por custodiarla, que más adelante la transfirió, la colocó, la creó incluso, hoy la asesora o si ustedes quieren, hoy asesora a los tenedores de la moneda

dentro de sociedades de consumo que en el marco de unas estructuras de mercado han hecho del flujo de fondos una constante y un imperativo.

No quiero dejar de manifestar la complacencia con la cual, entonces, hemos podido realizar este esfuerzo conjunto con la Asociación Bancaria de Colombia, que se ha extendido a la preparación en equipo de una obra que acaba de salir al mercado, cuyo mantenimiento futuro correrá a cargo de la Asociación, pero que refleja bien otro buen éxito de los trabajos de equipo.

Quisiera limitarme a hacer dos cosas, espero que sin excederme del tiempo porque avanzada la hora lo haría especialmente fatigante para ustedes. En primer lugar, aún cuando lo recortaré, me había propuesto hacer una especie de relatoría del Seminario. Es decir, hubiese querido referirme, incluso, con más detalle a todas y cada una de las ponencias, pero me parece que las que hoy tuvimos, especialmente en la tarde, que han sido excelentemente comentadas en los paneles, no lo justificarían y que, además, en aras, pues, de esa brevedad, apenas destacaré unos puntos fundamentales de las anteriores y luego quisiera formular algunas reflexiones personales a manera de conclusión.

2. Comencemos por lo primero. Instaló el Seminario el Doctor Caballero Argáez y quisiera destacar de su intervención la forma aguda como analizó lo que está ocurriendo en los sistemas financieros mundiales, en los cuales los bancos y corporaciones pierden terreno y la clientela encuentra nuevos mecanismos de financiación no bancarios, acudiendo entre otros al mercado de capitales; piensa el doctor Caballero que debe desarrollarse la fiducia con un sentido práctico dentro de un criterio de mayor libertad para las entidades financieras, que supone revisar el marco legal, admitiendo que la especialización no es lo más importante y que bancos, corporaciones financieras y sociedades fiduciarias pueden coexistir ventajosamente en el mercado.

Anotó adicionalmente que la plaza que cada uno ocupe en el mercado debe surgir de una sana competencia y de una especialización originada en la eficiencia con que vayan atendiendo los distintos campos.

Luego tuvimos la intervención del Superintendente Bancario, el doctor Néstor Humberto Martínez, quien lamentablemente nos había anunciado desde un comienzo que no podría estar presente hoy, intervención en la cual se refirió a la evolución de la actividad fiduciaria y, en concreto, de las Sociedades Fiduciarias durante los últimos años, mostrando el crecimiento muy significativo de los últimos meses y los movimientos pendulares en las cifras de sus distintos negocios.

Formuló algunas críticas sobre distintos aspectos, tales como la circunstancia de haber participado en algún momento en negocios que aparentemente

podrían no corresponderle, en tomar posición propia y asumir riesgos en otro tipo de negocios, lo que encontraba particularmente peligroso de no existir un suficiente respaldo de capital y para mencionar una tercera crítica diría, en la posibilidad de financiar algunos proyectos inmobiliarios con recursos captados a través de fideicomiso de inversión y no previstos específicamente para ellos.

Adicionalmente, se refirió a las recientes disposiciones a partir de la Resolución 3914 de 1986 y las Resoluciones 4979 y 5639 de 1987, estas últimas regulando el sistema del llamado depósito en garantía y proscribiendo en opinión del Señor Superintendente cualquier forma de intermediación financiera.

Nos propuso, adicionalmente, un programa de trabajo que desde ya aceptamos encantados, para continuar profundizando en algunos aspectos relacionados con los distintos productos que la actividad fiduciaria puede ofrecer. Me parece que con un deseo que fué explícito de expedir regulaciones adicionales, completas y aparentemente complejas sobre varios de estos negocios. Sobre este punto en particular quisiera volver más adelante, como sobre varios de los que mencionaré.

Finalmente hizo ver un poco la inquietud que surge para los analistas cuando advierten que el desarrollo de los últimos años ha sido disparaje entre las distintas entidades que pueden realizar operaciones fiduciarias en Colombia y mencionó, a su turno, cómo la banca oficial ha tomado una participación preponderante frente a la banca privada.

Tuvimos luego la intervención del señor Guy Vallée, Vicepresidente de la Fiducia en Canadá, cuyo documento escrito que ustedes lean en la publicación que haremos, me parece que es un excelente trabajo. A lo largo de la exposición, lo enriqueció con numerosos comentarios marginales que pudieron haberle restado alguna importancia a varios de los aspectos más importantes de su presentación. Pero yo quiero, simplemente por ello recordar algunos aspectos que me parecen fundamentales y que los considero así porque como lo dije entonces, hay que mirar otras realidades así sea simplemente para llegar a la conclusión de que es mejor la nuestra, pero de ese cotejo permanente van obteniéndose reflexiones y ventajas indudables.

El sistema financiero canadiense como lo escuchamos se fundaba en 4 pilares fundamentales a partir de los años 50: los bancos, las sociedades fiduciarias, las compañías de seguros y los corredores.

Sin embargo, con el paso del tiempo y esto no ha ocurrido simplemente en Canadá, sino que se ha producido, prácticamente, en todos los países industrializados, el principio riguroso de la especialización funcional hizo crisis, y en la

verdad, se inició un proceso en el cual cada uno de estos cuatro arquetipos fue ganando participación en los terrenos de los otros, como resultado de lo cual podríamos decir que hoy ese sector financiero tiene entidades que comparten, en mucho, las facultades.

Uno podría preguntarse, desde luego, si esto es conveniente. No quiero hacer discusiones muy largas en torno a los puntos que mencioné en el recuento, pero desde que estuvimos sentados en los debates de la Comisión de Reforma Financiera, en el año 83, me permití expresar lo lamentable que resultaba, en términos de investigación, que el gobierno que nos convocaba hubiere definido para Colombia como sistema el de la banca especializada. Y no porque no crea en las muchas bondades que las entidades financieras especializadas puedan producir. Es más, en debates relativamente recientes con el doctor Fernando Londoño Hoyos, he opuesto mi posición a la suya que es la de un defensor acérrimo de la banca múltiple.

Pero creo, de otra parte, que es un tema de tal trascendencia que merece una reflexión profunda. No puede simplemente seguirse sosteniendo en 1988 como una axioma inmodificable el principio de la validez de la banca especializada, sin reflexionar sobre el mismo. Probablemente cuando ello se haga pudiésemos llegar a idéntica conclusión; pero lo cierto es que uno de los fenómenos más nítidos de los procesos de desreglamentación o desregulación en países como los Estados Unidos y el Canadá, ha sido la circunstancia de que las distintas entidades financieras entran al mercado con instrumentos mucho menos nítidos para diferenciar sus campos de acción. ¿Y cómo defienden los analistas este fenómeno? Fundamentalmente con un argumento: es que parecería ser que en momentos de dificultades, esa posibilidad de tener un marco ampliado en el cual las distintas entidades ofrezcan servicios relativamente similares debe traducirse en mayor eficiencia, por virtud de la competencia y, desde luego, en mejores condiciones para el consumidor final. Y las instituciones debatidas hoy por hoy como, por ejemplo, las que en este momento se discuten profundamente en Europa con motivo del programa que ha de llevar a la comunidad en el año 92 a ser una Europa única, giran mucho en torno a la posición de ese consumidor; de manera que hay allí todo un campo para explorar que me permito dejar de lado para alguna propuesta que haré más adelante al Señor Superintendente Delegado que nos acompaña.

De todas maneras lo interesante de esta experiencia canadiense, así sea por retenerla, es que es la ley más moderna en la materia y es bien distinta a las que nosotros conocíamos en muchos aspectos. Las sociedades fiduciarias del Canadá son verdaderos intermediarios financieros. Las sociedades fiduciarias del Canadá pueden hacer préstamos personales y comerciales, leasing o arrendamiento financiero, tener programas de ahorro contractual y de renta fija, expedir cartas de

crédito o de débito, hacer consejería en inversiones y manejo de portafolios, ser corredores de valores, cualquier otra operación, que en un momento dado sea autorizada por el Gobierno, previo visto bueno del Ministro del Ramo.

Y no puedo dejar de regresar, disculpen ustedes, a los debates de la Reforma Financiera. Una de las cosas que considerabamos verdaderamente anacrónica en Colombia era que, justamente, so pretexto de realizar una nueva función financiera, de repente las gentes se lanzaran a abrir un nuevo tipo de intermediario o de sociedad de prestación de servicios. Lo que debería existir como solución técnica pensabamos sería el establecimiento de una cláusula general de competencia (por ejemplo a favor de los bancos comerciales por decir una cosa, que son los arquetipos del sistema o como sucede en el Canadá respecto de las sociedades de fiducia y respecto a las demás entidades). La posibilidad de que el gobierno dijese: este nuevo servicio va a prestarlo tal entidad porque corresponde bien a su naturaleza, ahorraría debates y tentaciones de ofrecerlo por quienes no sean profesionales. Pero con la lentitud que aquí supone una reforma en el campo, gastamos años de debates para que las Corporaciones Financieras puedan cobrar unos honorarios, cosa que uno no se puede imaginar.

Para rematar esta reflexión sobre la ley del Canadá, o la ley de Quebec más exactamente, pero que va a ser forzosamente seguida por los demás estados del Canadá, quiero señalar que las nuevas regulaciones, o cambio de la libertad creciente que les han dado a las entidades participantes, hacen especial énfasis a las transacciones con lazos o vínculos de dependencia, al tema de los conflictos de interés, al incremento de los poderes de vigilancia y control y a la competencia y profesionalismo de los administradores. La verdad es que cuando uno lee esto, y le dá cierto énfasis para recalcar la novedad, recuerda simplemente que es repetir una vez más los principios clásicos y fundamentales de un buen servicio bancario. Pero cuando las leyes contemporáneas (igual ocurre con la ley Chilena del año 86 y con la ley Francesa del 84, en materia de bancos), hacen tanta insistencia en otros factores es simplemente por recordar, con el señor Kemmerer que, fundamentalmente, la banca es el banquero y el banquero ha de tener una serie de cualidades que lo coloquen por encima de toda sospecha. Estas conductas, estos regímenes, no hay que verlos con el criterio restrictivo, sino más bien con el reconocimiento de que una gestión profesional como la del banquero exige un comportamiento que haga transparente su posición frente al mercado y frente a los consumidores.

Escuchamos después la intervención del doctor Hugo Díaz, quien se refirió a la fiducia de inversión y al mercado de capitales; analizó el crecimiento de las sociedades fiduciarias frente a otros intermediarios del mercado, destacó como positiva (en lo que lo acompaño sin vacilación) la Resolución 3914 del año 86, la cual reconoció por primera vez desde el punto de vista del derecho positivo

la prestación de un importante servicio que existía ya, pero que naturalmente se veía afianzado por tener un soporte legislativo; por lo menos desde el punto de vista del derecho material, y nos presentó 6 modalidades en la prestación de servicios en fiducia de inversión: La primera, el manejo de dinero con 3 posibilidades concretas. La segunda, el manejo de portafolio de terceros. La tercera, la intermediación fiduciaria en el mercado de capitales. La cuarta, la posibilidad de ser agentes de transferencia. La quinta, la representación de accionistas, y tenedores de bonos y la sexta y la última, el underwriting y la toma de posición propia en ciertas circunstancias.

De manera que por lo que toca con este particular servicio aparece una gama inventariada de posibilidades concretas, específicas. Respondiendo a una pregunta el doctor Felipe Vallejo, ilustró con un caso que muestra las luces, no solo la versatilidad de la figura, sino el ingenio, absolutamente dentro de la ley, con el cual se le puede dar una solución evidente al mercado.

Tuvimos enseguida la intervención del licenciado Eduardo Carpizo, sobre los nuevos usos del fideicomiso en México, quien nos recordó una frase que valga la verdad ha hecho carrera en América Latina al menos y es que todo negocio fiduciario puede realizarse si las finalidades son lícitas, determinadas y posibles. Yo diría, con todo el respeto que el Superintendente Bancario me merece, que es un sentido simplemente descriptivo de una posibilidad legítima cuando decimos que cumplidas esas condiciones se pueden dar.

Recientemente, en cifras que aún no se han publicado, pero que la Superintendencia Bancaria conoce bien, hemos hecho por primera vez un estudio de las cifras fiduciarias a 31 de diciembre del año pasado, y hemos visto como los resultados mismos y los márgenes, están perfectamente dentro del mercado, en algunos casos por debajo de algunas entidades contra lo que alguien pudiera suponer. Y es que en el proceso de desarrollo, en los negocios de fiducia, hay que hacer enormes inversiones, muchas de las cuales no producen resultados concretos, sino al paso del tiempo. Son productos o proyectos de larga madurez. Déjenme ponerles un ejemplo: Si uno se dedica a hacer fiducia de seguro de vida, en la cual designa como beneficiario de una póliza a una Sociedad Fiduciaria para que en el caso de muerte, con el producto cumpla una determinada finalidad como la de educar a sus hijos, pasar una pensión a la viudedad, etc. etc., y uno se imagina que en Colombia la gente suele tomar seguro de vida individual a una edad que puede estar entre los 30 y 40 años, y que hay una edad probable que puede ser el doble, tiene que imaginarse lo que significaría para quien se dedicara exclusivamente a ese negocio, comenzar a operarlo. De suerte que hay que entender, también lo digo y me dirijo muy especialmente a la Superintendencia Bancaria porque a veces otros negocios, que en el costo pueden soportar mejor la operación, tienen que utilizarse, mientras productos mas sofisticados se desarrollan.

Naturalmente, la señora Mitchel nos reiteró el fenómeno que estoy seguro que todos ustedes registraron con el mayor interés y es cómo los fondos de dinero en los Estados Unidos, de los cuales nos contó que hay más de 2.000 en el mercado y 5.000 en Europa, están llevando a los depositantes tradicionales a desplazar sus recursos hacia esos fondos. Yo no creo que tengan que hacer una reflexión muy larga en este auditorio para decirles lo que eso significa en nuestras posibilidades a corto plazo.

Esta tarde escuchamos al Licenciado Javier Fernandez, sobre el tema de la banca de inversión al cual naturalmente no me refiero porque acabamos justamente de vivirlo y dió lugar a unos comentarios excelentes.

3. Muy bien, quisiera entonces hacer unas rápidas reflexiones a manera de conclusión:

La realidad del negocio fiduciario en Colombia.

En primer término quiero referirme a la realidad del negocio fiduciario en Colombia, realizado por las sociedades fiduciarias que, por obvias razones, tengo más a la mano. Aún cuando algunas indicaciones como las que nos daba ayer el doctor Hugo Díaz podrían mostrar que, en la mayor parte de los campos, los negocios de los bancos son superiorísimos, si bien los de las corporaciones pueden ser de menor importancia.

Ante todo diría que el presente de la Fiducia es más sólido que nunca. Me bastarían este Seminario y las reflexiones iniciales que hice para decir lo que eso significa; es un producto que suscita todo el interés, toda la atención y cuyo crecimiento, citado por el mismo Superintendente en su intervención constituye prueba de la dinámica con que ha venido participando en el mercado.

Ello no es casual. Ningún negocio y menos financiero crece por casualidad. Si lo logra es porque ha llegado a convertirse en adecuada respuesta a las necesidades del mercado. Pues bien, me detuve, luego de la charla del Superintendente Bancario anoche, revisando algunas cifras sobre los principales productos que se manejan hoy en el mercado y que naturalmente son de las Sociedades Fiduciarias de los bancos y me encontré con estos datos que corresponden a los de él, pero que quiero tratar de iluminar con otras luces.

a) Fideicomisos de Inversión.

En primer lugar, a 31 de diciembre del año 1987 los fideicomisos de inversión tenían un valor de 39.228 millones de pesos y representaban el 41.2% de las operaciones del sector. Pero hay que tener en cuenta, y lo destaco, y es que

por lo menos el 70^o/o de esta cifra estaba representada en operaciones constituidas en fondos comunes de inversión y permiten afirmar sin vacilación alguna, que las sociedades fueron mecanismos de apoyo y de soporte al mercado bursátil en una forma significativa el año pasado.

En alguna medida son cifras muy inferiores a las del promedio del año, porque la disposición en materia de depósitos de garantía llevó a que parte de un volumen significativo que por este rubro figuraba se desmontara para ajustarse, precisamente, a la instrucción implícita del Superintendente al establecer este mecanismo.

b) Fideicomisos de Administración.

En segundo lugar, los fideicomisos llamados de administración, una de las formas más puras de hacer fiducia, una manifestación nítida de simples servicios de gestión, valían 31.000 millones de pesos, o sea el 32^o/o de los negocios en cabeza de la sociedad. Estos fideicomisos de administración incluyen toda clase de productos, de un interés tal que no alcanzo a contarles en este momento pero que, comprenden por ejemplo todo el renglón de los llamados fideicomisos públicos que naturalmente son gratísimos monopolios de la Previsora, que ha desplegado en ellos una imaginación y una capacidad realmente ejemplares.

La verdad, es que, imagínense ustedes lo que significa desde el punto de vista estatal, como algunos intervinientes lo recordaban, saber que el fondo de calamidades públicas se maneja a través de un fideicomiso con la Previsora, saber, como nos lo contó María José, que la venida del Papa se organizó por un fideicomiso, saber que varios de los programas de rehabilitación nacional son fideicomisos constituidos y en marcha, permite verificar que hay un volumen importantísimo que le permite al Estado contar con un instrumento particularmente ágil para cumplir sus funciones y explican el éxito de la fiducia no solo en Colombia sino en el mundo.

c) Fideicomisos Inmobiliarios.

En tercer lugar los fideicomisos inmobiliarios valían 23.659 millones, o sea, el 25^o/o del total de los negocios. Realmente no se si ustedes alcancen a saber lo que viene significando este negocio en Colombia y yo diría, que con modalidades, valga la verdad, mucho más complejas en la práctica que buena parte de las modalidades del fideicomiso inmobiliario en México, que por razones constitucionales muchas veces, se limitó a tener una titularidad formal sin mayor participación de gestión.

Pues bien, en el Congreso de Fedelonjas al cual tuve el honor de ser invitado hace algunos meses y hablar de este tema, les conté como, con nombres propios, en una pequeña evaluación que hicimos sobre proyectos inmobiliarios realizados en los últimos tres años, se identificaron proyectos por más de 700.000 mts. 2 de construcción. Si aquí hay algún constructor o hay personas vinculadas al sector, podrán entender lo que eso significa máxime si se tiene en cuenta que no todas las sociedades fiduciarias hacen fiducia inmobiliaria y que algunos de ellas lo han comenzado a hacer en fechas relativamente recientes.

Entonces, no voy a hablar de la Fiducia Inmobiliaria a estas alturas, pero señalo lo que significa como motor dinámico y coordinador para los distintos intervinientes en los proyectos de construcción, la garantía de seguridad y eficiencia que dan en el manejo de los fondos, las posibilidades dinámicas de obtener los recursos de los fideicomitentes inversionistas para la construcción, y la racionalización en las utilidades que en algunas partes se reparten entre los intervinientes. Son muchas de las razones que explicarían el suceso de estas figuras.

Entre otras cosas, y hay que anotarlo también, ha servido la fiducia, no para simples proyectos de construcción de un edificio, de un conjunto, sino que cada vez van apareciendo, como aparecen en México, modalidades novedosas. No tenemos el desarrollo de los tiempos compartidos; pero tenemos por ejemplo programas de renovación urbana hechos a través de fideicomiso, permitiéndole a entidades de derecho público movilizar activos perdidos y poniendo a su lado el esfuerzo de la inversión particular para realizar proyectos de la mayor importancia.

d) Otros Fideicomisos.

Y, finalmente, otros fideicomisos montaban a la suma de 1.236 millones; un 1.3^o/o incluyendo fideicomisos de garantía, de rentas, de seguros, etc. Pero la verdad es que son tan ingeniosas las posibilidades que en la práctica uno llega a encontrar en la fiducia, que tendríamos un tema inagotable y de hecho la Universidad de los Andes va a realizar en la última semana de junio un seminario dedicado exclusivamente a empresarios, para mostrarles cual sería la respuesta que la fiducia podría darle a sus necesidades; seminario que vamos a hacer en mesas de trabajo y por el sistema de casos. Pero, además, haciendo una retroalimentación, pues los gerentes de empresas que se inscriban van a llevar sus propios problemas al Seminario, a preguntarnos cómo podríamos darles una respuesta a través del mecanismo fiduciario a sus necesidades y esto para pasarnos a un campo absolutamente concreto y allí quienes tengan la posibilidad de participar verán cuantas cosas realmente llamativas puede uno encontrar en la práctica.

El Desarrollo en otros países.

La segunda reflexión que quisiera hacer es muy corta. Me refiero al desarrollo en otros países y quiero decir simplemente esto; cuando uno tiene oportunidad de escuchar las experiencias que se han tenido en otros países e intercambiarlas como hemos tenido ocasión de hacerlo en este Seminario, cuando hemos podido hablar de la fiducia en Canadá, Estados Unidos, Venezuela, México y Colombia, probablemente encontramos profundas similitudes en muchas materias, mecanismos similares, reflexiones básicamente idénticas que de alguna manera no nos aportan mucho pero al mismo tiempo encontramos diferencias de distinta magnitud que nos hacen pensar cómo y en que medida podríamos aprovecharla de la manera más positiva para nuestro propio negocio. Yo soy un convencido de la necesidad absoluta de hacer este tipo de intercambios, para poder hacer ese cotejo y pienso que, por ejemplo, entre las diferencias, uno encuentra cómo países en los cuales estas entidades son verdaderamente financieras, mientras en otras no existen y, sin embargo, el negocio mismo de la fiducia se realiza de una manera muy activa.

Unas y otras, diferencias y similitudes, son profundamente enriquecedoras y deben servirnos para justificar una vez más la validez de un encuentro de esta naturaleza.

Los aspectos jurídicos y las glosas de la Superintendencia.

En tercer lugar, quisiera referirme a los aspectos jurídicos y las glosas de la Superintendencia. Yo quisiera comenzar en la forma más positiva porque corresponde a una profunda convicción. Soy testigo de excepción y tengo que hacer público reconocimiento de la dedicación con la cual la Superintendencia Bancaria ha trabajado el tema de la fiducia en los últimos años, dedicación que no solo ha permitido expedir las Resoluciones que ya mencionamos, sino que llevó a la creación de la División de Sociedades Fiduciarias. Dedicación que nos permite escuchar intervenciones tan brillantes y profundas jurídicamente como las que hicieron ambos Superintendentes en el día de ayer.

Pero naturalmente, en el tono más respetuoso y en el plan más académico tengo que pensar que la función vital de la Superintendencia de ser organismo de control y ser organismo sancionatorio por mandato legal tiene que producir de alguna forma, si se me permite, deformación profesional. Parece que es inevitable porque es parte de su función cotidiana, tener que inventariar las cosas que no marchan bien, y eso desde luego no es culpa de la Superintendencia, es su función respetabilísima, por cierto, pero no es agradable tenerlo que hacer y cuando con toda la inteligencia, con toda la claridad, la Superintendencia formula glosas, uno queda un poco afligido pues, simplemente, al escucharlas parecería

de repente tener un panorama negativo que no corresponde en manera alguna a la realidad.

Y yo lo digo pensando mucho en las personas que no estan en el sector financiero, los industriales que nos acompañan, los visitantes del exterior, pues la verdad es que quienes estamos aquí conocemos bien criterios muy positivos sobre la actividad fiduciaria.

Pero, oimos unas reflexiones formuladas en mi sentir, con un énfasis innecesario en las partes negativas. En mi opinión y repito la expresión de respeto que me merece su posición jurídica, ella es muy profunda, pero se resiente de rigorismo jurídico que felizmente en algunos casos, como el que mencione al principio, se logra salvar, por una vía que concilia la interpretación jurídica con la realidad mercantil. Es que las actividades fiduciarias son mercantiles, es que la ley suele seguir esa realidad mercantil, es que a veces la única manera de desarrollarlas es tener que utilizar un poco el sistema de error corrección para crecer, y avanzar. Entonces, la posición empresarial legítima también puede chocar un poco con la interpretación jurídica estricta. Por eso simplemente, yo creo que si bien hay aspectos que corregir, tendría que decir que en el caso de la actividad fiduciaria todos somos plenamente concientes de ellos, los hemos conversado hace mucho tiempo con la Superintendencia, pero no solo los hemos conversado, hemos trabajado con ella con todo el entusiasmo, con todo el deseo de acertar, en buscarle las mejores soluciones. Pero eso no es grave, eso es lo más positivo que nos puede pasar.

Esa concertación que en buena hora nos ha invitado a mantener ayer el Señor Superintendente y que aceptamos gustosos es la garantía de que el resultado final tiene que ser excelente. De manera pues que la observación que hice al final de la exposición del doctor López ayer, sólo traducía mí impresión de que, habiéndose dicho cosas muy importantes y probablemente refiriéndose a fenómenos en los que no le falte razón a la Superintendencia en algunos casos, podía quedar un panorama para el auditorio bastante negativo cuando yo tengo la convicción de que la situación del sector fiduciario no puede ser mejor. Cuando además anoto que en algunos casos el motivo de aflicción, es que no es justo que en un mercado en que todos están haciendo un esfuerzo, pero que, además, algunos no merecen censura, se formulen reflexiones muy severas que darían la impresión de que el sector, como tal, ha estado incurso en comportamientos que merecen reprobación por parte de la Superintendencia.

Yo quisiera pensar que el Superintendente me acompaña en esta parte de la reflexión, que entienda la admiración que tengo por el nivel jurídico de ese Despacho y que va a entender porqué le hago una propuesta pública. Hemos dicho en estos días que nos fatiga un poco el tema jurídico pero, al mismo tiempo,

llegamos a una mesa de debate y las voces claman diciendo que no se conoce esta figura. Hay debates sobre sus alcances, la naturaleza y las facultades. Algunos asistentes muy distinguidos me han hecho ver cómo, por culpa nuestra, hemos iniciado el seminario partiendo de la base de que todos perfectamente sabíamos que era fiducia y como con tanta gracia y agudeza lo dijo el doctor Lleras, terminamos entendiendo claramente lo que ocurrió en otros países y quizá, no tenemos todavía una noción de lo que es en Colombia.

En Colombia, si vale entonces este parentesis, el negocio de Fiducia Mercantil consagrado en el Código de Comercio, permite la transferencia de bienes en propiedad a la sociedad fiduciaria para que ella realice una determinada finalidad, es decir que con su enajenación o administración cumpla una determinada finalidad.

Yo he dicho, y excúsenme algunos de ustedes, la justificada repetición, que hay 3 elementos que explicaban bien el suceso de la figura en el mundo: de una parte la circunstancia de la existencia de un patrimonio autónomo en relación con los bienes que se transfieren porque esa es una noción que, aunque incompleta en la legislación colombiana e incompleta desde el punto de vista fiscal, como bien se anotó es rica en consecuencias jurídicas en el derecho mercantil y en las disposiciones sobre fiducia están bien consagradas. En segundo lugar la existencia de un gestor profesional que está personalmente dedicado a realizar el negocio. Pero, en tercer lugar, la estructura finalista del negocio. Todo en la legislación está enderezado a que la finalidad se cumpla y no se frustré. De manera pues que en un mundo en que tantas cosas no se realizan, o se realizan mal, o se realizan ineficientemente, tener un mecanismo que esté estructurado para realizar las cosas, vinculando la responsabilidad del gestor o que se consigan, me parece que explica porqué la fiducia sigue creciendo a unas tasas muy significativas.

Tal vez esto podríamos haberlo dicho el primer día; lo que pasa es que le agrego al doctor Lleras, que él tampoco vino al Seminario anterior en el cual debatimos largamente los temas jurídicos. Pero bueno, regreso a este punto simplemente para decir que yo invitaría a la Superintendencia y a todos los que estén interesados a que hagamos un seminario exclusivamente jurídico, digámoslo con claridad para que no aburra anticipadamente a nadie; y en ese seminario identificamos 5, 6 ó 7 puntos sobre los cuales llevamos unas ponencias tan importantes como las que la Superintendencia aportó y estoy seguro que con el excelente espíritu con el cual siempre conversamos, vamos a sacar cosas interesantes. Nosotros tenemos muchas reservas en algunos puntos; nos parece, por citar un ejemplo, que el mecanismo del depósito de garantía no funciona para un negocio de gestión, que no se le pueden imponer coeficientes de apalancamiento financiero a un negocio de gestión financiera, pero ese es un punto que conversamos, amablemente con la Superintendencia, lo discutimos, llevamos estudios

cuidadosos y estoy seguro que vamos a obtener muchos frutos, de manera que la propuesta es, a pesar de las protestas contra los debates jurídicos: vamos a hacer un Seminario Jurídico.

Las regulaciones recientes.

En penúltimo lugar, quiero referirme rápidamente a las regulaciones recientes para decir que a pesar de los alcances predicables, especialmente de una de ellas, las Resoluciones 3914 del 86, 4979 y 5639 del 87, constituyen un indudable avance, pues permiten el reconocimiento de productos financieros que como mencioné un poco más atrás, si bien se operaban en el mercado hoy cuentan con un soporte incuestionable.

Pero ellos son muestra de esa participación que mencionaba, esas son pruebas fehacientes de la concertación que hemos tenido y yo estoy seguro que con la misma fortuna con la cual participamos en su expedición tendremos oportunidad de debatir otros temas dentro de esa misión de trabajo que la Superintendencia nos ha propuesto.

Sin embargo, yo quisiera hacer una reflexión o mejor quisiera formular casi atrevidamente una recomendación a este respecto. Antes de comenzar el Seminario pensando un poco en los temas, hubiese querido felicitar a la Superintendencia por el talento con el cual había manejado este sector sin caer en la manía de regularlo todo, porque es que cuando comienza a regularse todo el negocio que comienza a crecer, que está encontrando sus ajustes internos, de repente se puede frustrar. Así como una disposición mal dada en México cortó el desarrollo del negocio de garantía, pues puede suceder mañana con cualquier otro negocio que esté comenzando a formarse y que de repente sea abruptamente impedido por una disposición. Y voy a citar como ejemplos clarísimos del talento de la Superintendencia el no haber entrado por ejemplo a señalar tarifas; ese es el horror de los horrores. No me detengo porque no sería justo hacerlo a estas alturas y ya voy a terminar en unos minutos en lo que fue el debate que tuvimos en torno a las tarifas, hasta que la Superintendencia le dijo a la Asociación — eran la Asociación y la Superintendencia las que debatieron el tema — que no tenía sentido fijar tarifas en unos negocios que ni siquiera se conocían y además para unos negocios que por su versatilidad son complejos. Pues bien, yo reitero mi felicitación a la Superintendencia, creo que no hay que regularlo todo para que funcione mejor.

El doctor López por cierto ponía un ejemplo y me cae como anillo al dedo. Decía que los fondos comunes ordinarios y especiales deben regularse en una forma mucho más completa y esto forma parte de la agenda señalada por el Superintendente, pero yo les quiero decir esto: debió de ser por allá en el año

71 cuando hacíamos los primeros simposios de mercado de capitales entre el Banco de la República y la Asociación Bancaria que tuvimos uno, en el cual se habló de los Fondos de Inversión, recuerdo que fue un trabajo de Luis Alberto Zuleta y Alvaro Velásquez y recuerdo como si fuera ayer como enumeraron los diversos riesgos de los Fondos de Inversión. Miren que aquí puede pasar esto, esto, o aquello. Pues bien, la Legislación Colombiana se dictó recientemente en forma más severa, pero ya existía mucho más completa que la que hoy existe para los Fondos de las Sociedades Fiduciarias y a pesar de los anuncios del Simposio hechos 10 años antes, liquidación, derechos, etc. etc., tuvimos dolores de cabeza que no son del caso repetir, ni recordar con el Fondo de Inversión. Es decir, no es porque las cosas esten reguladas hasta el último detalle que se manejaran mejor, no es porque dictemos más leyes que no habrá problemas. Tal vez en la reciente Convención Bancaria no se si en el mismo panel o contestándole a algún periodista que me decía si yo estaba proponiendo de nuevo que se creara una comisión de reforma financiera, dije: no, de reflexión financiera. De reforma no, porque si se nombra una comisión de reforma la gente quiere reformar. Pero yo si creo que habría que nombrar una comisión de reflexión sobre el sector, es decir, una comisión que esté pensando en el sector. Eso si me parecería conveniente. Pues bien, remato entonces esa penúltima reflexión diciendo que ojalá la muy nutrida agenda que hemos aceptado desarrollar con el Señor Superintendente nos lleve a conocer muy bien los mecanismos, nos lleve a controlarlos bien, sin necesidad de dictar normas adicionales innecesarias.

¿Qué hacer en el futuro inmediato?

Por último, señores, que hacer en el futuro inmediato? Vamos bien yo lo creo, pero quiero agregar estas consideraciones finales: Creo que el presente de la fiducia es sólido y que su futuro es promisorio. Pienso que además de que la Asociación prepare un memorando para aclarar los interrogantes presentados en esta sala, tenemos otras cosas por hacer en los próximos meses, el futuro inmediato, porque comenzando la charla dije que aquí no había mediano plazo.

a) En primer lugar me parece que hay que desarrollar los productos regulados por la ley que fueron reconocidos explícitamente en los últimos dos años; es que yo no sé también si sea reiterativo decir que los fondos de inversión, fondos comunes ordinarios o especiales, los fondos de pensiones y la participación en las operaciones de mercado abierto, son tres posibilidades concretas reconocidas en el curso de los últimos dos años. Yo creo que deberíamos estar todos muy satisfechos de pensar que tenemos un campo concreto por desarrollar.

b) En segundo lugar, hay otros productos que pueden desarrollarse así no tengan una referencia específica legal, dentro de este concepto de partida que supone la realización del negocio fiduciario. Veámos esta tarde en la exposición

sobre banca de inversión cuan cercanos están las actividades fiduciarias del trustee y las del banquero de inversión, si es que finalmente ambos son consejeros profesionales, ambos conocen intimamente los mercados en los cuales se mueven, ambos están en condiciones de movilizar recursos a través de distintos mecanismos para llevarlos a una finalidad. Es más, veíamos como buena parte de los productos mejicanos se instrumentan en Fideicomisos, de manera pues que pienso que tanto el doctor Julio Manuel Ayerbe como el doctor Ernesto Caballero, cada uno en su campo, tienen razón en pensar que sus instituciones pueden participar en la banca de inversión y naturalmente creo que las sociedades fiduciarias, con menos capacidad, en algunos campos, podrían también coadyuvar.

c) En tercer lugar me parece que tenemos que continuar sin desmayo divulgando esta figura. Cuando a uno le preguntaban si será conveniente hacer un nuevo Seminario, yo no dude sobre cuantas personas vendrán siempre que se organicen sobre temas importantes. Y se también por los debates que se suscitan en las salas, cuanto conocen la figura los especialistas; algunos de ustedes naturalmente conocen también el tema, que probablemente es una revisión de conceptos, pero como se desconoce la figura en el mercado y si en el mismo sector financiero se desconoce, piensen ustedes a nivel de usuarios el grado de desconocimiento que existe. Hay que seguir haciendo seminarios, dictando conferencias, publicando libros, haciendo foros, recopilando conceptos, hay que seguir dando a conocer la figura porque es la única manera de mantenerla en el primer lugar e incentivar a los participantes para mejorarla y utilizarla cada vez más. Hay que mantener la política de concertación, lo he dicho ya dos veces, con la Superintendencia; creo que ella es la que brinda los mejores frutos, y no olvidar nunca otras realidades por que ellas enriquecen e ilustran al-máximo.

Señores miembros de la Junta Directiva, señores participantes: tengo una pasión que no puedo disimular por las actividades financieras y una particular por la fiducia. Por diversas circunstancias me vinculé muy joven al tema, e hice mi tesis de grado sobre la fiducia y me quedé casado con ella. Creo en el instrumento, lo he visto crecer, he recorrido América Latina toda hablando de la Fiducia y viendo como se desarrolla en cada uno de los países, he visto en Colombia como después de años de ser un simple esquema teórico comienza a tomar una posición en el mercado. Yo estoy seguro que si entendemos la importancia que tiene, todos, autoridades, entidades financieras y usuarios, podemos hacer de este instrumento uno de los más vigorosos para el desarrollo de la actividad financiera en los próximos años.

Muchas gracias.

ASOCIACION BANCARIA DE COLOMBIA
MIEMBROS

BANCOS

Banco de la República (Honorario)
Banco Anglo Colombiano
Banco Cafetero
Banco Colombo Americano
Banco Colpatría
Banco Comercial Antioqueño
Banco de Bogotá
Banco de Caldas
Banco de Colombia
Banco de Crédito
Banco de Crédito y Comercio de Colombia
Banco de Occidente
Banco de los Trabajadores
Banco del Comercio
Banco del Estado
Banco Extebandes de Colombia
Banco Ganadero
Banco Industrial Colombiano
Banco Internacional de Colombia
Banco Popular
Banco Real de Colombia
Banco Royal Colombiano
Banco Santander
Banco Sudameris de Colombia
Banco Tequendama
Caja de Crédito Agrario, Industrial y Minero
Caja Social de Ahorros

CORPORACIONES DE AHORRO Y VIVIENDA

Corporación de Ahorro y Vivienda "Ahorramás"
Corporación de Ahorro y Vivienda "Colpatría"
Corporación de Ahorro y Vivienda "Granahorrar"

CORPORACIONES FINANCIERAS

Corporación Financiera Colombiana
Corporación Financiera de Caldas
Corporación Financiera de Occidente
Corporación Financiera de Santander
Corporación Financiera del Norte
Corporación Financiera del Oriente
Corporación Financiera del Tolima
Corporación Financiera del Valle
Corporación Financiera Indufinanciera
Corporación Financiera Internacional
Corporación Financiera Nacional
Corporación Financiera Progreso
Corporación Financiera Suramericana
Corporación Financiera Unión

ALMACENES GENERALES DE DEPOSITO

Almacenadora del Comercio Depósitos Generales S.A. "Alcomercio"
Almacenes Generales de Depósito Mercantil S.A. "Almacemar"
Almacenes Generales de Depósito S.A. "Almadelco"
Almacenes Generales de Depósito Gran Colombia S.A. "Almagrán"
Almacenes Generales de Depósito de la Caja Agraria, Idema y el Banco Ganadero S.A. "Almagrario"
Almacenes Generales de Depósito Almaviva S.A. "Almaviva"
Almacenadora Popular S.A. "Alpopular"
Almacenes Generales de Depósito del Banco Santander S.A. "Alsantander"

SOCIEDADES FIDUCIARIAS
MIEMBROS

Fiduciaria Alianza S.A.
Sociedad Fiduciaria Bermúdez y Valenzuela S.A.
Fiduciaria Bolsa de Medellín S.A.—Fidubolsa—
Fiduciaria Bursátil S.A.
Fiduciaria Cáceres y Ferro
Fiduciaria Caldas S.A.
Colfiducia S.A.
Fiduciaria Corredores Asociados S.A.—Fiducor—
Fiduciaria Ganadera S.A.
La Nacional Fiduciaria S.A.
Fiduciaria La Previsora
Fiduciaria Scala S.A.
Fiduciaria Skandia S.A.

Este libro se terminó de imprimir en el mes de
septiembre de 1988 en los Talleres Gráficos de la
Asociación Bancaria de Colombia