

De club de caballeros a foro electrónico de negociación: Un análisis institucional de la Bolsa de Valores de Colombia

*César Rodríguez Garavito**
Universidad de Los Andes

(Versión previa a revisión final para ser publicada en: Alejandro Portes, ed.
Instituciones y Desarrollo Económico en América Latina, en prensa)

“La bolsa de valores es un medio de poder en la lucha económica”, escribía Max Weber en 1894 en un folleto pedagógico sobre el tema. De la misma manera como en la guerra se necesitan “rifles y cañones”, “una bolsa fuerte” es necesaria en tiempos de paz, cuando “las naciones continúan su lucha inexorable e inevitable por la existencia nacional y el poder económico” (en Swedberg 1998: 184).

Aunque los tiempos de paz siguen siendo esquivos en Colombia, en los últimos años la bolsa ha adquirido el protagonismo y la centralidad que Weber vaticinaba hace más de un siglo. Tras el *boom* sin precedentes del mercado de valores de los últimos dos años, la bolsa ha pasado de ser una entidad fragmentada y conocida sólo por una pequeña élite especializada, a ser un centro nacional de operaciones financieras que rara vez abandona los titulares de los diarios. En este capítulo me propongo documentar y explicar esta profunda transformación y sus efectos sobre la economía y el desarrollo colombianos. Para ello, presento los resultados de un estudio de caso sobre la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), basados en una investigación empírica que incluyó el análisis sistemático de fuentes documentales y un trabajo de campo consistente en entrevistas semi-estructuradas con actores del mercado bursátil nacional (funcionarios y clientes de la bolsa, corredores, analistas, funcionarios estatales y periodistas especializados).

Para ello, adopto el ángulo de análisis propuesto por Weber y por la tradición de la sociología económica (Smelser y Swedberg 2005), que indaga el funcionamiento del mercado dentro de su contexto social y político. En particular, utilizo las herramientas conceptuales del análisis institucional denso propuesto por Portes en el Capítulo 1 de este libro, y encaro las preguntas de investigación y las variables de interés allí mencionadas. De acuerdo con esto, divido el texto en cuatro partes. En la primera examino de manera sumaria la trayectoria de la bolsa colombiana en el siglo XX y me concentro en los cambios

* Este artículo hace parte de un proyecto internacional colectivo sobre instituciones y desarrollo económico, organizado y dirigido por Alejandro Portes (Princeton) y financiado por la National Science Foundation y la Universidad de Princeton. El proyecto incluye el análisis comparado de la bolsa de valores y otras cuatro instituciones en Argentina, Colombia, Chile, México y República Dominicana. Los resultados preliminares de la primera fase del proyecto pueden ser consultados en: <http://cmd.princeton.edu/buenosaires.shtml>

recientes que le han dado su forma actual. Igualmente, siguiendo el marco teórico expuesto en el capítulo 1, identifiqué las fuerzas que explican este profundo cambio institucional. En la segunda parte, tras mirar brevemente el tamaño y desempeño de la BVC, examino su estructura institucional, esto es, los valores, reglas y roles que la componen. En la tercera sección paso del estudio de la BVC como institución al de la BVC como organización. Para hacer este análisis de “la bolsa en acción,” comienzo por esbozar la estructura y la lógica del campo social en el que está inscrita la BVC. Contra este telón de fondo, me concentro en los aspectos organizativos internos y externos resaltados en el marco analítico de este libro. En la sección final concluyo el estudio evaluando la correspondencia entre la BVC como institución y la BVC como organización y el aporte de ésta al desarrollo nacional.

2. La trayectoria de la bolsa en el siglo XX: de club de caballeros a foro electrónico de negociación financiera

2.1. El surgimiento del mercado bursátil y su tímida evolución

Para comprender las profundas transformaciones recientes y el funcionamiento actual de la bolsa en Colombia, es necesario comenzar por una rápida mirada a su historia en el siglo XX. Los orígenes de la bolsa se remontan a los años veinte, cuando la industrialización iniciada a finales del siglo XIX había creado el capital excedente y la necesidad práctica de un sistema financiero moderno. Fue entonces cuando se establecieron en el país sucursales de la banca extranjera, se constituyeron varios bancos comerciales, se crearon --a través de las leyes 25 y 45 de 1923--, el banco central (Banco de la República) y la Superintendencia Bancaria y se promulgó la legislación bancaria que habría de durar hasta 1990 (Molina 2002).

A mediados de 1928, se organizó una junta promotora de la Bolsa de Bogotá, conformada por un grupo de empresarios y dirigentes políticos colombianos y extranjeros, que diseñó y redactó los estatutos de la Bolsa de Valores de Bogotá. La entidad fue formalmente fundada y registrada como sociedad anónima el 28 de noviembre de 1928 (Caballero 2002). Como lo muestran sus estatutos y la composición de su primer Consejo Directivo -- conformado por siete banqueros, empresarios y miembros de la aristocracia local--, la bolsa original, como institución y como organización, correspondía con nitidez al mismo tipo ideal del “club de caballeros” que Weber había postulado unas décadas antes en su análisis de la bolsa alemana (ver Swedberg 1998).

Al año siguiente, la bolsa tomó forma mediante el remate de los 17 puestos de bolsa disponibles a prestantes banqueros de la capital que se convirtieron en los primeros corredores del país. Así mismo, se inscribieron las primeras acciones, correspondientes a 25 empresas y bancos. Entre las entidades que listaron sus acciones se encuentran varias que aún hoy continúan siendo transadas en bolsa, como el Banco de Bogotá, el Banco de Colombia, Cine Colombia, la Compañía Colombiana de Tabaco y la Compañía Colombiana de Seguros. Con la presencia de emisores y comisionistas, la Bolsa de Bogotá tuvo su primera rueda el 2 de abril de 1929 (Caballero 2002).

A pesar de la recesión global de finales de los veinte y comienzos de los treinta, las primeras dos décadas de la Bolsa de Bogotá coincidieron con un rápido crecimiento de la economía colombiana y una notoria expansión de la industria nacional. En dicho período, la bolsa fue un actor económico central en la promoción y expansión de las empresas nacionales (Jiménez 1981).

El protagonismo de la bolsa, sin embargo, no perduraría. En los años cincuenta, la legislación financiera optó por fortalecer el crédito bancario como forma de financiación empresarial, por encima de la capitalización mediante la emisión de acciones. El primer paso hacia esta política estatal fue la reforma financiera de 1951, que —como lo habían hecho años antes estados desarrollistas vecinos como Brasil— introdujo el crédito de fomento industrial. Así, la ley autorizó al Banco de la República para abrir cupos de crédito con el fin de redescantar operaciones realizadas por los bancos comerciales que financiaran el desarrollo de industrias seleccionadas. La opción por el sistema bancario fue reforzada en 1953 mediante leyes que gravaron las acciones con doble tributación y, al hacerlo, incentivaron la financiación de las empresas por la vía del endeudamiento, en detrimento de la capitalización accionaria (Jiménez 1981).

Por tanto, en términos de la clasificación de los sistemas financieros mundiales propuesta por Zysman (1984), los años cincuenta marcaron el ingreso de Colombia al sistema centrado en los bancos, que existe en buena parte de Europa continental y que contrasta tanto con el modelo centrado en la financiación a través de los mercados accionarios (predominante en los capitalismos anglosajones) como el modelo centrado en la articulación estrecha entre bancos y empresas (cuya versión emblemática son los *keiretsu* japoneses). Una vez arraigado en el país, el modelo enfocado en el endeudamiento vendría a marcar el desarrollo posterior de todo el sistema financiero y a crear, así, un efecto de inercia institucional (*path dependence*) que, como veremos más adelante, constituye una de las fuerzas centrales en la evolución y situación actual de la bolsa y el mercado de capitales en Colombia.

El foco de la actividad y la cultura bursátiles se trasladaría, entonces, a Medellín, centro empresarial e industrial que experimentó un rápido desarrollo en los años sesenta. Como observadores y entrevistados coinciden en afirmar, tras la fundación de la Bolsa de Medellín en 1961, fue en esa región del país donde la cultura de la inversión y capitalización accionaria tomaría mayor arraigo — cultura que, como lo veremos más adelante, contrasta con la predominante en el resto de Colombia.¹

Las décadas de los setenta y ochenta estuvieron marcadas por dos tendencias que debilitaron el mercado bursátil y cuyo impacto es visible aún hoy. De un lado, la proliferación de capitales ilegales surgidos del narcotráfico creó serios riesgos de infiltración del mercado accionario, con el consecuente aumento de los costos de transacción por los controles requeridos y la merma de la reputación de un mercado permeable a dichos capitales.² De otro lado, se consolidó la fragmentación del mercado en pequeñas bolsas regionales, tras la

¹ Entrevista con Luis Enrique García (Jefe de “back office” de la firma comisionista Correval, Bogotá, marzo 1 de 2006); entrevista con Juan Pablo Córdoba (Presidente Bolsa de Valores de Colombia, Bogotá, junio 8 de 2006).

² Entrevista con Rosario Córdoba (Directora de la *Revista Dinero*, Bogotá, marzo 1 de 2006).

fundación de la Bolsa de Occidente en 1983. Centrada en la actividad industrial y financiera de Cali, esta bolsa funcionaría durante 18 años como el tercer centro bursátil más importante del país.

Como lo muestra este rápido recuento, el precario rumbo institucional y organizacional de la bolsa en Colombia estuvo marcado por la escasa liquidez y profundidad de los mercados regionales y el dominio de los bancos como fuentes de financiación empresarial. El efecto de esta inercia institucional (*path dependence*), sin embargo, comenzó a ser contrarrestado por fuerzas de cambio que moldearían profundamente la economía y la sociedad colombianas a partir de finales de los años ochenta. En efecto, con el gobierno de Virgilio Barco (1986-1990) y, sobre todo, bajo la administración de César Gaviria (1990-1994), la política económica colombiana se sumó a los programas de ajuste estructural y liberalización que se habían difundido por toda la región (Kalmanovitz 2003). Aunque, como lo muestran Hubert y Solt (2004), el giro neoliberal colombiano estuvo marcado por el gradualismo típico de la política económica nacional, los cambios fueron amplios y profundos.

Para los efectos de este escrito, las reformas neoliberales más relevantes son aquéllas que promovieron la “financierización” de la economía (Arrighi 1994, 2003), esto es, la creciente canalización de los recursos económicos hacia los circuitos financieros, incluyendo la bolsa. Entre ellas, como lo afirman analistas y actores de la bolsa y el mercado, destacan tres. En primer lugar, la reforma a la seguridad social que, a través de la Ley 100 de 1993, privatizó parcialmente el sistema y dio lugar a fondos de pensiones y cesantías con capital para invertir en instrumentos financieros. En segundo lugar, las reformas impulsaron el endeudamiento público a través de la emisión de bonos del gobierno (los llamados TES). Como se verá enseguida, las transacciones en TES pasarían a constituir la gran mayoría de las operaciones de la bolsa a finales de los noventa y comienzos de esta década. Finalmente, las medidas de liberalización de los flujos de capitales promovieron la inversión extranjera en activos financieros y la repatriación de capitales nacionales que antes estaban depositados en bancos en el exterior o eran invertidos en mercados extranjeros para evitar los controles nacionales.³

Estos cambios no sólo aumentaron exponencialmente las transacciones financieras a través de la bolsa, sino que desataron fuerzas de cambio institucional –bajo la forma de transplantes de modelos organizacionales extranjeros, la adopción de nuevas tecnologías y el ascenso social y político del capital financiero nacional– que transformarían decisivamente a la bolsa desde finales de los noventa. Al análisis de estas fuerzas de cambio y los efectos que tuvieron sobre la BVC está dedicada la siguiente sección.

2.2. La transformación institucional de la bolsa

³ Entrevista con Fernando Mallarino (Socio de la firma comisionista Interbolsa, Bogotá, febrero 27 de 2006; entrevista con Marta de la Peña, ex tesorera ING Barings, Bogotá, 20 de octubre de 2005); entrevista con Rosario Córdoba.

El punto de inflexión que marcó el paso de la bolsa como club de caballeros a la bolsa como foro público de negociación, fue la gestión de Augusto Acosta como presidente de la entidad entre 1997 y 2005. En términos sociológicos, durante este período la bolsa atravesó un típico proceso acelerado de modernización y racionalización burocrática (Durkheim 1893, Weber 1922). Cuatro procesos modernizadores explican el profundo cambio institucional de la bolsa en esta época: 1) su unificación nacional, 2) su conversión de un sistema personalista de transacciones a un sistema impersonal de negociación pública, 3) su actualización tecnológica, y 4) su internacionalización. Veamos brevemente cada uno de estos procesos y las fuerzas de cambio que los explican.

2.2.1. La unificación

La existencia de tres bolsas regionales era un obstáculo poderoso para la formación transparente y homogénea de los precios de los instrumentos financieros en el país. Como lo explican varios funcionarios y clientes de la bolsa, la fragmentación del mercado implicaba que una misma acción se transaba a distintos precios en los tres nodos regionales. También acarrea triplicación de costos de funcionamiento e ineficiencias típicas de las bolsas pequeñas incapaces de aprovechar economías de escala. La atomización, además, agravaba la falta de liquidez y profundidad del mercado de capitales colombiano.⁴

Sin embargo, las ineficiencias y limitaciones de la pequeña escala no son suficientes para explicar la decisión de liquidar las tres bolsas regionales y consolidarlas, en 2001, en la nueva Bolsa de Valores de Colombia (BVC). La fuerza de cambio que catalizó dichas limitaciones y las convirtió en razones para la transformación institucional fue la presión de la creciente competencia a la que se vieron expuestas las bolsas regionales, que amenazaba su supervivencia. Como lo anotó Hernando Castro, corredor de bolsa y vicepresidente comercial de la BVC durante los últimos años de gestión de Acosta, a finales de los años noventa surgieron diversas plataformas de transacción que pusieron en peligro el monopolio de las bolsas de Bogotá, Cali y Medellín. Por ejemplo, el Banco de la República puso en funcionamiento un sistema de transacción de títulos de deuda pública que amenazaba con “dejar fuera del negocio” a las bolsas. Igualmente, tomaron fuerza empresas extranjeras que --en virtud de las leyes de liberalización e internacionalización financieras-- ofrecían plataformas telefónicas de transacción menos costosas que las de las bolsas.⁵

Por tanto, en términos del análisis institucional denso propuesto por Portes en el capítulo 1, fue la competencia entre élites financieras la que indujo el nacimiento de la BVC como mecanismo de supervivencia de las empresas regionales que venían prestando el servicio de bolsa en Colombia. El resultado de estas presiones fue la entrada en funcionamiento, en julio de 2001, de la BVC, con capital aportado por la Bolsa de Bogotá (48%), la Bolsa de Medellín (37%) y la Bolsa de Occidente (15%) (Dinero 2004).

⁴ Entrevista con Hernando Castro (corredor de Ultrabursátiles y ex Vicepresidente Administrativo de la BVC, Bogotá, marzo 8 de 2006); entrevista con Mauricio Botero (Presidente de la comisionista Corredores Asociados, Bogotá, junio 7 de 2006).

⁵ Entrevista con Hernando Castro.

2.2.2. La “desmutualización” de la bolsa

Como se vio, la institución de la bolsa en Colombia fue concebida durante todo el siglo XX bajo el modelo de un espacio cerrado de negociación entre miembros de una élite altamente cohesionada, en el que las relaciones y contactos personales constituían el principal vehículo de negociación. María Elisa Bernal, ex vicepresidente administrativa de la Bolsa de Bogotá, ilustra este punto en términos dicentes: la bolsa “era una pequeña secta”, una suerte club social o entidad mutual “medieval” en el que “todos se conocían con todos” y se intercambiaban favores.⁶ Dado que las transacciones eran hechas por teléfono, la información era privada y los precios no eran uniformes.

La transformación reciente de bolsa como institución es patente si se contrasta esta afirmación con la definición de la BVC que ofrece hoy su Presidente. La bolsa “se convirtió, tras la consolidación de 2001, en el foro de negociación principal de instrumentos financieros del país. Por tanto, más allá de su misión de facilitar la financiación de empresas mediante acciones, la BVC presta un servicio más amplio de plataforma de negociación de múltiples instrumentos financieros, desde bonos hasta acciones y divisas”.⁷ Como lo sostiene el director de operaciones de una de las firmas comisionistas más grandes del país, “el mercado ahora es ciego” en la medida en que compradores y vendedores interactúan de manera anónima a través de pantallas de computador donde se publica la información de los precios de compra y venta de los instrumentos financieros. Utilizando esta información, los comisionistas y demás actores del mercado “pujan” y compiten en tiempo real por los instrumentos en negociación, y el sistema computarizado “cierra” automáticamente las transacciones cuando coinciden las ofertas (“puntas”) de compra y venta.⁸

Para entender cómo y por qué se dio el paso de la asociación mutual al foro impersonal –y, con ello, de la lógica social del estatus a la lógica del contrato--, es necesario examinar brevemente dos innovaciones institucionales que transformaron la estructura interna y el entorno de la bolsa. En primer lugar, *nuevos actores* entraron al mercado. Mientras que antes los únicos intermediarios autorizados eran las 41 firmas comisionistas existentes en el país, a partir de las reformas financieras de los noventa entraron a operar en la bolsa otros actores financieros: los nuevos fondos de pensiones, los bancos, las compañías de seguros y las fiduciarias. Hoy, por tanto, están habilitados para negociar en bolsa 130 intermediarios –incluyendo las firmas comisionistas, que siguen siendo las únicas autorizadas para negociar acciones.

A pesar de esta ampliación del elenco de actores que transan los demás instrumentos financieros, el efecto de inercia institucional (*path dependence*) hace que los únicos accionistas de la BVC continúen siendo las firmas comisionistas. Como se verá más adelante, esta discrepancia ha creado múltiples

⁶ Entrevista con María Elisa Bernal (ex vicepresidente Administrativa de la Bolsa de Bogotá, Bogotá, marzo 23 de 2006).

⁷ Entrevista con Juan Pablo Córdoba (Presidente de la BVC, Bogotá, junio 8 de 2006)

⁸ Entrevista con José Alfredo Castellanos (Director del Departamento de Operaciones de la comisionista Ultrabursátiles, Bogotá, febrero 27 de 2006).

tensiones al interior de la BVC y provocado cambios en su estructura de gobierno. Por ahora, interesa resaltar que la presencia de intermediarios distintos a los comisionistas ha iniciado un proceso de desmutualización de la bolsa y generado presiones competitivas que explican varios de sus cambios organizativos recientes.

En segundo lugar, las ruedas de negociación de la bolsa han incorporado *nuevos instrumentos financieros*. Restringidas antes a las operaciones sobre acciones, las ruedas incluyen hoy cuatro tipos adicionales de instrumentos: 1) otros títulos de renta variable (esto es, bonos obligatoriamente convertibles en acciones), 2) títulos de renta fija (bonos del Estado colombiano, CDT, bonos emitidos por empresas privadas, cédulas hipotecarias, etc.), 3) divisas, y 4) derivados.

Además de multiplicar el volumen de las transacciones bursátiles, la legislación que abrió la puerta a esta diversificación de los instrumentos negociables transformó profundamente los actores tradicionales del mercado, esto es, las firmas comisionistas. Como lo sostuvo Mauricio Botero, presidente de la firma Corredores Asociados, antes las firmas eran “pequeñas, familiares y dedicadas sólo a renta variable”.⁹ La ampliación del mercado —como lo sostiene Fernando Mallarino, socio de la firma más grande del país (Interbolsa) y corredor desde hace 15 años— obligó a las comisionistas a fortalecerse patrimonialmente y creó oportunidades de negocios y niveles de utilidades sin precedentes.¹⁰ Con las oportunidades vinieron los riesgos, dado que la misma legislación permite a los comisionistas tener “posición propia” en el mercado, esto es, arriesgar su propio capital en las ruedas de negociación.

El principal factor de cambio institucional que subyace a este proceso es el de difusión internacional (Campbell 2004). En efecto, la liberalización de la legislación financiera colombiana y las transformaciones institucionales provocadas por ella siguen de cerca las reformas adoptadas en otros países del Norte y el Sur globales durante la era neoliberal. En particular, transplantan al contexto colombiano las medidas que han impulsado la “financierización” de las economías nacionales desde que, a comienzos de los años ochenta, las medidas de la Reserva Federal de los Estados Unidos giraron hacia una política monetarista restrictiva (Greider 1989, Henwood 1997). Junto con las leyes posteriores que eliminaron los controles financieros heredados de la Depresión de los años treinta (p.ej., la ley Glass-Steagall de 1933), estas reformas estimularon la inversión en instrumentos financieros (Duménil y Lévy 2004, Arrighi 2003). Facilitados por la liberalización de los flujos internacionales de capital, estos procesos han estimulado la convergencia institucional en el sector financiero (Carruthers, Babb y Halliday 2001).

En el caso de la bolsa colombiana, el trabajo empírico revela los mecanismos concretos mediante los cuales tiene lugar este proceso de transplante institucional. Como lo anotan los funcionarios de la BVC, todas las innovaciones institucionales recientes —desde la creación de un área independiente de supervisión hasta la adopción de nuevas tecnologías— han sido

⁹ Entrevista con Mauricio Botero.

¹⁰ Entrevista con Fernando Mallarino.

adoptadas después de visitar y estudiar los modelos de las bolsas latinoamericanas (especialmente la mexicana) y la bolsa de Nueva York.¹¹ Así mismo, el proceso de internacionalización de la bolsa analizado más adelante implica la participación de la BVC en federaciones regionales y mundiales de bolsas que funcionan como espacios de difusión transnacional de modelos institucionales.

2.2.3. La modernización tecnológica de la bolsa

El despegue del proceso de desmutualización de la bolsa no habría sido posible sin la adopción de tecnologías que le permitieran funcionar, en tiempo real, como plataforma pública en la que múltiples actores transan de forma anónima instrumentos financieros. La incorporación de estas tecnologías, por tanto, ha sido una poderosa fuerza de cambio institucional que explica en buena medida la estructura organizativa actual de la BVC, expuesta en la próxima sección.

Los avances tecnológicos han tenido lugar tanto en los canales de *negociación* de los instrumentos financieros como con los medios de *cumplimiento* de las operaciones. En cuanto a los primeros, la principal innovación fue la adopción de la plataforma electrónica MEC (Mercado Electrónico Colombiano). Lanzado en 2001, poco tiempo después de la consolidación de la BVC, el MEC ofrece un foro centralizado e instantáneo para las transacciones del mercado de renta fija, que representan el 95% de las operaciones de la BVC.

Como se explica en páginas siguientes, la capacidad del MEC fue desbordada por el *boom* reciente de la BVC. Por ello, en un proceso que ilustra la difusión internacional de tecnologías bursátiles, en junio de 2006 la BVC adoptó una nueva plataforma de negociación de instrumentos de renta fija (MEC Plus). La plataforma, de origen argentino, es la misma que opera en Brasil, Uruguay y Argentina. Un proceso similar es visible en el mercado de divisas. En enero de 2003 comenzó a operar la plataforma SET-FX, un sistema electrónico de transacción de moneda extranjera implementado en colaboración con la Bolsa Mexicana de Valores (BVC 2003, 2004).

Dos innovaciones tecnológicas completan la modernización de los mecanismos de negociación de la bolsa y la conversión de ésta en una plataforma pública de transacción financiera. De un lado, en 2002 la BVC adoptó un sistema de valoración, el SISVAL, que ofrece estándares para que los actores del mercado bursátil valoren sus portafolios de renta fija (BBC 2003). De otro lado, en 2005 se implementó un sistema centralizado de registro y control de todos los usuarios de la BVC. Este sistema de información de actores de mercado (SIAM) busca darle transparencia a la actuación de los intermediarios financieros.

Pasando de la negociación al cumplimiento de las operaciones bursátiles, otra innovación tecnológica y organizativa ha sido determinante en el proceso de desmutualización de la BVC. En organizaciones cerradas como las bolsas

¹¹ Entrevista con Mauricio Rosillo (Rector del Mercado de Valores, Bogotá, 23 de mayo de 2006); entrevista con Hernando Castro.

regionales existentes hasta 2001, los títulos pasaban físicamente de las manos del vendedor a las del comprador. Esto creaba múltiples riesgos de robo y fraude que limitaban las transacciones en bolsa. Para enfrentar esta situación, en 1994 las bolsas establecieron un depósito centralizado de valores (Deceval) que, junto con otro depósito fundado por el Banco de la República (el DCV), alberga los títulos físicos y registra los cambios de propietarios sin desplazar los documentos físicamente. Como lo anotaron los funcionarios operativos de las firmas comisionistas entrevistados para este estudio, la centralización de los títulos valores que se negocian han disminuido considerablemente los costos de transacción bursátiles.¹²

En síntesis, procesos de difusión e innovación tecnológica ayudan a dar cuenta de la modernización y transformación institucional de la bolsa. Sin embargo, como se verá más adelante cuando evaluemos la capacidad de la BVC y su aporte al desarrollo nacional, la adaptación tecnológica de la organización ha quedado rezagada frente al crecimiento rápido del volumen de transacciones. Así lo muestra el hecho, recordado por la mayoría de entrevistados, de que en enero de 2006 el MEC colapsó ante el volumen de operaciones, lo que llevó al cierre de la rueda por un día y a cuantiosas pérdidas para los intermediarios financieros (Portafolio 2006b).

2.2.4. La internacionalización de la bolsa

El último proceso que explica la transformación institucional de la bolsa en Colombia es su inserción en los circuitos globales de capital y en las redes regionales y globales de bolsas de valores. En relación con lo primero, como se anotó, la liberalización financiera de los noventa implicó la apertura del mercado bursátil colombiano a los flujos financieros internacionales y a la repatriación de capitales nacionales que, violando la antigua legislación de control de cambios, estaban invertidos o depositados en el exterior. Aunque Colombia, a diferencia de otros países de la región, exige un período mínimo de un año de estadía a los capitales internacionales para evitar el impacto de los capitales golondrina, para todos los efectos prácticos, como lo afirmó el Presidente de la BVC, “el mercado de capitales está globalizado” en el país.¹³ Así lo muestran las cifras sobre la inversión extranjera en el mercado de valores colombiano, que pasó de niveles insignificantes en los noventa a 2.525 millones de dólares en 2001, 2.115 millones en 2002 y 1.801 en 2003, para luego ascender a niveles sin precedentes en los últimos años —coincidiendo con el nuevo *boom* de los llamados mercados emergentes—, hasta llegar a 3.005 millones en 2004 y 5.890 millones de dólares en 2005 (BVC 2006).

Igualmente importante para explicar el cambio institucional de la bolsa es su ingreso a redes regionales y globales. Como lo han documentado estudios recientes sobre el rol de las comunidades epistémicas y las redes profesionales en la transplante transnacional de conocimiento y modelos institucionales (Keohane

¹² Entrevista con Luis Enrique García; entrevista con José Alfredo Castellanos.

¹³ Entrevista con Juan Pablo Córdoba.

2002, Slaughter 2004, Dezalay y Garth 2002), es en estos espacios de interacción y apoyo técnico transfronterizo donde está inmersa (*embedded*) la acción transnacional de las élites locales y donde tiene lugar buena parte de la difusión de ideas y diseños institucionales.

La evolución reciente de la BVC ilustra bien este proceso. En 2002, la BVC pasó a ser parte de la World Federation of Exchanges (WFE) y de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores (FIAB) (BVC 2003). A través de foros, misiones técnicas y otros mecanismos, estas organizaciones funcionan como conductos eficaces de intercambio de información, establecimiento de contactos personales y cooperación entre las élites bursátiles del mundo y la región, respectivamente. No sorprende, entonces, que en el mismo período los trasplantes institucionales hechos por la BVC hayan resultado de la observación o colaboración directa con bolsas de otras partes del mundo, como la Bolsa Mexicana de Valores para la adopción de una plataforma de negociación electrónica de divisas, o la Bolsa de Madrid para la modernización del gobierno corporativo de la BVC (BVC 2003).

El campo social transnacional en el que está inserta la BVC incluye, finalmente, agencias de cooperación internacional. En particular, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) ha sido muy activo en la promoción del mercado de valores colombiano. Como administrador del Fondo Multilateral de Inversiones, el BID se ha asociado con la BVC para financiar un ambicioso programa de dos millones de dólares que busca profundizar y profesionalizar el mercado de valores colombiano (BVC 2003).

En suma, como resultado de procesos de difusión y competencia internacionales, la BVC ha pasado de ser una institución doméstica a ser un nodo de la red global de mercados bursátiles. Por tanto, en términos de la red financiera global documentada por Sassen (1991, 1999), constituye un nodo de la red financiera internacional cuyos centros regionales son San Pablo y Ciudad de México y cuyos puntos focales globales están en Nueva York, Londres y Tokio.

Se trata, sin embargo, de un nodo secundario. Por un lado, las cifras presentadas más adelante muestran que en términos de volumen de operaciones, capitalización y número de actores, la BVC está detrás de las bolsas regionales líderes (salvo en el mercado de renta fija). Por otro, a pesar del proceso de internacionalización descrito, los actores bursátiles coinciden en afirmar que el colombiano “sigue siendo un mercado muy doméstico”.¹⁴ En la BVC se pueden negociar sólo acciones de compañías colombianas, bonos del Estado colombiano y otros instrumentos nacionales. A pesar de que las firmas comisionistas –que tienen la expectativa de que un tratado de libre comercio con Estados Unidos promueva la apertura de la BVC a instrumentos financieros internacionales—

¹⁴ Entrevista con Fernando Mallarino; entrevista con corredor de bolsa anónimo de firma comisionista mediana (Bogotá, noviembre 23 de 2005).

están forjando alianzas con pares extranjeros, las ruedas de negociación continúan siendo domésticas.¹⁵

En síntesis, como lo he mostrado a lo largo de esta sección, este proceso de inserción internacional se ha unido a procesos de unificación organizativa, desmutualización y modernización tecnológica para transformar profundamente la BVC. Pasando del análisis diacrónico al análisis sincrónico, en la siguiente sección examino el desempeño y la estructura institucionales que han resultado de estos procesos de cambio.

3. La BVC como institución y organización: desempeño, estructura y reglas de funcionamiento

Antes de examinar los contornos de la BVC como institución –esto es, su estructura y reglas de operación formales--, conviene mirar rápidamente el desempeño reciente de la BVC como organización.¹⁶ Esta mirada a la BVC en acción permite ver los resultados de los procesos estudiados en la sección anterior y apreciar, en perspectiva comparada, qué tipo de bolsa y mercado de valores son los colombianos.

3.1. El boom del mercado de valores y el auge de la bolsa

De ser una entidad conocida sólo por especialistas, en esta década la bolsa ha pasado a ocupar con frecuencia los titulares de los periódicos. La visibilidad de la organización es el resultado de una verdadera explosión del mercado de valores nacional a partir de 2001, es decir, durante el período que coincide con el de funcionamiento de la BVC. Dado que este *boom* confluyeron factores externos e internos, estructurales y permanentes, no es posible determinar con precisión en qué medida el aumento de volumen de operaciones bursátiles se debe a la consolidación misma de la BVC y en qué medida a otros factores tales como la disponibilidad de capitales extranjeros por las bajas tasas de interés en Estados Unidos, la mejoría de la percepción de seguridad bajo el gobierno de Álvaro Uribe, o la secular reputación de buen deudor del Estado colombiano. Para los fines específicos de este capítulo, interesa sólo trazar los rasgos generales de ese desempeño para entender el tamaño y la composición del mercado en el que está inserta la BVC.

La evolución del Índice General de la Bolsa de Colombia (IGBC), que mide el comportamiento promedio de los precios de las acciones en el mercado nacional, da una idea cierta de la magnitud del auge de los últimos años (Gráfica 1) (La República 2005a, 2005b, 2005d, 2005e, 2005f).

¹⁵ Entrevista con José Alfredo Castellanos.

¹⁶ Para la distinción entre institución y organización dentro del marco teórico de este libro, véase el capítulo 1.

 Gráfica 1 aquí

Como se observa en la gráfica, el crecimiento del IGBC fue sostenido desde 2003, y dramático desde 2005. Si se amplía el período de observación, se observa que en términos porcentuales creció un 800% entre julio de 1999 y julio de 2005, un 600% entre julio de 2000 y julio de 2005, y en un 100% entre julio de 2004 y julio de 2005 (BVC 2006).

Este *boom* sin precedentes hizo de la colombiana la bolsa más rentable del mundo en 2005, y la segunda más rentable (después de la de Egipto) en 2004 (La República 2006a; Portafolio 2005b, 2006a). El despegue del mercado de valores es evidente también cuando se mira la evolución de los volúmenes mensuales transados, reflejada en la Gráfica 2.

 Gráfica 2 aquí

Esta evolución significó que, en términos anuales, en 2001 el volumen total transado fue de 81.6 billones de pesos. En el 2002, subió a 287.3 billones de pesos, es decir, un 252%. En el 2003, se transaron 391 billones de pesos, lo que significó un incremento del 36.16% frente al volumen operado el año anterior (BVC 2004). En el año 2005 se presentaron máximos históricos de negociación. Se transaron en total 3.001 billones de pesos en todo el año. La negociación promedio diaria fue de 12.2 billones de pesos, mientras que en el 2004 había sido de 6.1 billones de pesos (Dinero 2006).

La distinción por tipos de mercado que hace la Gráfica 2 permite apreciar con claridad que el auge de la bolsa se debe a la negociación de bonos de deuda pública y otros instrumentos de renta fija, y no a transacciones sobre acciones. En efecto, la renta fija (constituida casi en su totalidad por bonos del tesoro colombiano) concentró más del 95% del volumen en 2005, mientras que las acciones constituyen cerca del 2% del mercado (BVC 2006).

En perspectiva comparada, estas cifras ubican a la BVC como la de mayor volumen de transacción en renta fija en la región, superando incluso a las bolsas de San Pablo, Santiago y México. Las modestas cifras de las acciones, sin embargo, ubican a la BVC detrás de estas tres bolsas en relación con el mercado accionario (FIAB 2006). La debilidad de este mercado en Colombia se corrobora si se mira el número de empresas que cotizan acciones en bolsa (Gráfica 3).

 Gráfica 3 aquí

Como se ve, la renuencia de las empresas colombianas a listarse en bolsa y el poco éxito de la BVC en la promoción de la emisión accionaria hacen que el mercado nacional se ubique en un modesto sexto puesto en la región, detrás de bolsas de economías más pequeñas como la peruana.

En resumen, aunque los indicadores señalados bajaron en el segundo semestre de 2006, la tendencia nítida del mercado bursátil colombiano es hacia niveles de negociación mucho más altos que los históricos. Esto es así particularmente en el mercado de TES, en el que la reputación del gobierno colombiano como buen deudor ha generado un foro dinámico de transacción internacional que, como se verá más adelante, ha superado incluso la capacidad tecnológica de la BVC.

3.2. *La bolsa como institución: valores, normas y roles de la BVC*

Siguiendo el marco teórico presentado por Portes en el capítulo 1, en esta sección analizaré la bolsa como institución, esto es, como una representación mental de las reglas que gobiernan las relaciones entre quienes ocupan roles dentro de una organización social. En otras palabras, se trata de mirar la BVC tal como aparece en el papel y en las declaraciones oficiales de sus representantes. Contra este telón de fondo, en la próxima parte del escrito indagaré la BVC como organización, es decir, como una entidad en funcionamiento. Veremos entonces si la bolsa en acción coincide con la bolsa sobre el papel.

3.2.1. Reglas, valores y roles

Las fuentes principales para identificar la bolsa como institución son las normas jurídicas que la regulan. Y en este punto la BVC tiene una característica institucional particular. A diferencia de muchas otras instituciones públicas y privadas que cumplen funciones de interés general (p.ej., el Congreso, las cortes, las universidades o las empresas de servicios públicos), el principio general de organización de la BVC es la *autorregulación*.

Proveniente de la tradición mutualista de la bolsa, este principio es altamente apreciado y defendido por la comunidad bursátil¹⁷ y ayuda a explicar muchas de las características y tensiones evidentes en el funcionamiento de la BVC. Por ahora, importa señalar que la autorregulación implica que las reglas y roles de la bolsa como institución están contenidos en buena parte en normas expedidas por la propia BVC, dentro de un marco general establecido por la ley nacional. De hecho, la BVC es una fuente prolífica de reglas jurídicas que incluyen, además de los estatutos, numerosos códigos, manuales, reglamentos, instructivos y circulares. La multiplicación de normas propias se explica porque la BVC, además de regular su funcionamiento interno, rige la operación de los diferentes mercados (renta fija, renta variable, divisas y derivados), para cada uno de los cuales expide un reglamento particular. En este sentido, la BVC es un

¹⁷ Entrevista con Juan Pablo Córdoba.

ejemplo paradigmático de la tendencia a la autorregulación económica que estudiosos de la “gobernanza global” y el “derecho reflexivo” han postulado como una característica de la globalización contemporánea (Sabel 1995, Teubner 1983).

Tanto la ley nacional como los instrumentos de autorregulación de la BVC han sufrido recientemente modificaciones profundas que reflejan los procesos analizados anteriormente. En efecto, con la entrada en vigencia en 2005 de la Ley General del Mercado de Valores (Ley 964), la legislación nacional consolidó la unificación del mercado a través de la creación de un registro nacional de operadores financieros, fortaleció el sistema de autorregulación bursátil y reorganizó los mecanismos privados y públicos de vigilancia de los mercados.

Los estatutos de la bolsa, por su parte, fueron reformados integralmente en octubre de 2005. Los cambios estatutarios recogen la nueva legislación y, sobre todo, ajustan el gobierno corporativo de la BVC a la realidad de su desmutualización.¹⁸ Estas modificaciones son desarrolladas en el Reglamento General de la BVC, que especifica la estructura y reglas de funcionamiento de la entidad.¹⁹ Como veremos en las páginas siguientes, los cambios en la estructura y el proceso de toma de decisiones de la BVC no fueron pacíficos, sino que resultaron de tensiones y luchas internas por el poder dentro de la organización.

Finalmente, las fuentes de reglas institucionales de la BVC incluyen su Código de Bueno Gobierno y su Manual de Ética. Conforme con el principio de autorregulación, el primero es un instrumento redactado por la propia BVC para regir el funcionamiento del híbrido institucional de la bolsa como sociedad comercial, como entidad que realiza una actividad de interés público y como entidad de promoción del desarrollo del mercado de capitales, valores y divisas. Se aplica a los accionistas, administradores y empleados de la BVC y estipula las funciones de sus órganos y los procedimientos que se siguen para la elección de órganos como el Consejo Directivo.

El Manual de Ética y Conducta, por su parte, establece las reglas que deben regir el comportamiento de quienes ocupan tres tipos de roles institucionales: los accionistas-comisionistas, los administradores y los empleados de la BVC. De acuerdo con el manual, los valores en que están inspiradas dichas reglas son la lealtad, la buena fe, la transparencia, la honestidad, el cuidado, la diligencia y el cumplimiento de la legislación vigente.²⁰ Las reglas específicas resaltan la importancia del manejo confidencial de información reservada o privilegiada. Por ello, prohíben la divulgación de datos obtenidos en ejercicio de los roles mencionados o su utilización para la realización de operaciones ilícitas en provecho propio (*insider trading*). Las reglas están respaldadas por sanciones que pueden ser impuestas por el organismo interno de vigilancia y control.

¹⁸ Véase <http://www.bvc.com.co/bvcweb/administracion/editor/homeFiles/ESTATUTOS>

¹⁹ Véase <http://www.bvc.com.co/bvcweb/administracion/editor/homeFiles/Reglamento>

²⁰ Véase <http://www.bvc.com.co/bvcweb/mostrarpagina.jsp?codpage=97>. Para la distinción entre reglas, roles y valores institucionales, véase el capítulo 1.

3.2.2. Misión, funciones y estructura

De acuerdo con las fuentes normativas mencionadas y las publicaciones oficiales de la BVC, la misión de la entidad es “contribuir al crecimiento y desarrollo del mercado de capitales a través de la canalización del ahorro hacia la inversión productiva mediante la administración de mercados eficientes, transparentes, equitativos, competitivos, seguros y supervisados, en beneficio de emisores, inversionistas e intermediarios del mercado de valores, y generar valor para sus accionistas mediante un adecuado equilibrio entre los objetivos de rentabilidad y el desarrollo de mediano y largo plazo.”²¹

Según el Reglamento General, la BVC cumple cuatro funciones primordiales:

- 1) Administrar y reglamentar los sistemas centralizados de operaciones para los diferentes mercados electrónicos (renta fija, renta variable, divisas y derivados). Es en virtud de esta función que la BVC cumple su tarea central de servir de foro de negociación financiero.
- 2) Reglamentar el funcionamiento del mercado de valores y vigilar la conducta de sus actores, de tal manera que se garanticen condiciones de “seguridad, honorabilidad y corrección”.
- 3) Promover el desarrollo del mercado de capitales mediante el fomento de la emisión y la inversión en bolsa.
- 4) Producir y difundir información sobre la marcha de los mercados bursátil y financiero.

Es importante destacar aquí el carácter híbrido (privado/público) de las funciones de la BVC, que permea toda su operación y estructura. De un lado, jurídicamente la BVC es una empresa privada constituida bajo la forma de sociedad anónima. Como tal, está sujeta a las regulaciones del derecho privado y sus reglas de reclutamiento y promoción de personal, como veremos, son las típicas del mundo empresarial. De otro lado, cumple funciones que involucran el interés general y la confianza pública. Como lo expresó el Presidente de la BVC acudiendo a la jerga económica, “es una empresa privada que produce externalidades positivas para toda la economía”.²² Como tal, está sujeta a la vigilancia estatal (Superintendencia Financiera) y a mecanismos de autorregulación y códigos de conducta más estrictos que los de una empresa convencional.

²¹ Véase <http://www.bvc.com.co/bvcweb/mostrarpagina.jsp?codpage=97>.

²² Entrevista con Juan Pablo Córdoba.

Para cumplir con estas funciones híbridas, la BVC tiene una organización interna fijada por los estatutos y el Reglamento y, en menor medida, el Código de Buen Gobierno y el Manual de Ética. Su organigrama está representado en la Gráfica 4.

Gráfica 4 aquí

El brazo izquierdo del organigrama es el típico de una sociedad comercial convencional. El Consejo Directivo es el máximo órgano administrativo.²³ Hasta 2005, la mayoría del Consejo estaba constituida por representantes de las firmas comisionistas, que a su vez son las accionistas de la BVC. Como se verá, a medida que la bolsa se ha ido desmutualizando, esta composición ha generado múltiples tensiones con los demás operadores de la bolsa, como los bancos y fondos de pensiones. De ahí que la reforma estatutaria de 2005 y el nuevo Código de Buen Gobierno cambiaran la integración para darles la mayoría de los 13 asientos del Consejo a miembros independientes (7) y dejar en 6 el número de miembros accionistas.

Del Consejo depende el Presidente, que cumple la función de gerente de la compañía. De él, a su vez, dependen los vicepresidentes especializados en las funciones mencionadas. Dado el fuerte componente tecnológico y operativo que implica la función principal de la BVC de servir de plataforma de negociación, la mayor parte de sus cerca de 50 empleados labora en las divisiones de tecnología y gestión de mercados. Las demás divisiones del brazo izquierdo del organigrama se encargan de las funciones de promoción de los mercados financiero y bursátil (departamentos financiero y de desarrollo) y de asesoría legal (división jurídica).

En contraste con esto, el brazo derecho del organigrama revela el carácter atípico de la bolsa como institución y sus funciones de autorregulación y sanción disciplinaria. En efecto, como se aprecia en la Gráfica 4, el departamento de supervisión y vigilancia está aislado del funcionamiento del resto de la entidad y está encabezado por un Rector del Mercado enteramente independiente de la Presidencia de la BVC. Esta estructura es una innovación institucional fundamental que fue introducida en 2004 para enfrentar una de las tensiones estructurales de la institución: el conflicto de roles e intereses surgido del estatus ambiguo y potencialmente contradictorio de la BVC como representante de los comisionistas-accionistas y, a la vez, como supervisor y sancionador de las conductas de estos.

²³ El Consejo, a su vez, depende de la Asamblea General de Accionistas. La Asamblea es la suprema autoridad de la sociedad y está compuesta por las firmas comisionistas-accionistas de la BVC. La Asamblea aprueba las reformas de los estatutos, nombra y remueve los miembros del Consejo Directivo y aprueba las cuentas.

Como lo mencionó el Rector de Mercado en nuestra entrevista, fue por esta razón que la BVC buscó modelos de gobierno corporativo alrededor del mundo que le dieran independencia al área de supervisión, y finalmente se decidió por un esquema similar al estadounidense.²⁴ En la próxima sección, al evaluar la autonomía de la BVC en la práctica, analizaré con detalle esta importante tensión. Por ahora, interesa resaltar que el Rector del Mercado cuenta con autonomía organizativa y presupuestal y encabeza un equipo de investigación y sanción de las conductas de los actores del mercado que contraríen el Código de Buen Gobierno y el Manual de Ética. La Gráfica 5 condensa la información sobre la estructura y funcionamiento de esta división de la BVC.

Gráfica 5 aquí

Como lo sugiere la gráfica, el área de supervisión tiene una estructura y sigue procedimientos cuasi judiciales para indagar y castigar las conductas de los operadores del mercado. Mientras los organismos de investigación dependen del Rector, la Cámara Disciplinaria funciona como órgano autónomo de juzgamiento. El trámite se ajusta, así, a las exigencias típicas del debido proceso (doble instancia, derecho de defensa, controversia de las pruebas, etc.).

Más allá de los detalles de funcionamiento de esta división de la BVC, desde una perspectiva sociológica importa resaltar la tensión organizativa interna suscitada por la presencia de un órgano de vigilancia dentro de una sociedad comercial. Aunque volveremos sobre este punto, para cerrar esta discusión de la estructura de la BVC es útil resaltar la forma como dicha tensión ha actuado como fuerza interna de transformación institucional. En efecto, el siguiente paso en el proceso de reinención de la BVC es la salida del área de supervisión del seno de la BVC. Conforme con la Ley General de Valores de 2005, esta área pasa a ser el núcleo de una nueva entidad independiente de autorregulación y supervisión de todo el mercado de valores. Como lo afirma Mauricio Rosillo, Rector del Mercado que encabezaría la nueva organización, con este paso culmina el proceso de diferenciación de las tareas de negociación, promoción y vigilancia y, con ello, el transplante del modelo bursátil estadounidense.²⁵

Las tensiones generadas por la ambigüedad de roles de la BVC nos adentran ya en el análisis de la realidad de la bolsa en acción. A este estudio está dedicada la siguiente sección. Para ello, la descripción de la BVC como institución servirá como telón de fondo para determinar la medida en que la realidad de la bolsa corresponde con las reglas, los roles y los valores institucionales reseñados a lo largo de los párrafos anteriores.

²⁴ Entrevista con Mauricio Rosillo.

²⁵ Entrevista con Mauricio Rosillo.

4. La bolsa en acción

Desde el punto de vista del institucionalismo denso que sirve de marco analítico para este trabajo, el funcionamiento de la bolsa está inmerso en un conjunto de relaciones sociales que pueden moldear el mapa institucional descrito en la sección anterior (ver capítulo 1, Grannoveter 1985). Por ello, propongo comenzar el análisis de la bolsa en acción con un esbozo del campo social (Bourdieu 1990) en el que la BVC está inscrita. Este análisis estructural ofrece las herramientas para evaluar, en la segunda parte de esta sección, las variables independientes de interés para el estudio.

4.1. El campo social de la BVC

La BVC está inscrita en una esfera de interacción social que llamaré el “campo bursátil”. Éste, a su vez, hace parte del campo financiero y, desde una perspectiva más amplia, de los campos económico y social en general. Como todo campo social, el bursátil tiene una lógica de acción característica y está compuesto por actores dotados de cantidades desiguales de capital (económico, social, cultural o simbólico) que se disputan los privilegios del campo (Bourdieu 1990). Dado los propósitos específicos de este artículo, no cabe hacer aquí un examen exhaustivo del campo bursátil. Es necesario, sin embargo, delinear dos aspectos –sus actores y su lógica de acción-- cuya comprensión es indispensable para evaluar 1) en qué medida la bolsa como organización corresponde a la bolsa como institución y 2) cuál es el aporte de la BVC al desarrollo nacional.

Comencemos por los actores. Como lo muestra la Gráfica 6, el campo bursátil incluye, además de la BVC, actores individuales y colectivos de distinta naturaleza. Veamos la relación de cada uno de ellos con la BVC.

Gráfica 6 aquí

Las firmas comisionistas: las 41 empresas de este tipo que existen en Colombia tienen el monopolio sobre la intermediación del mercado de acciones y compiten con otros intermediarios en el mercado de renta fija y divisas. El campo bursátil colombiano es relativamente pequeño y concentrado, como lo muestra el número reducido de firmas y el hecho de que las utilidades se concentran en las cinco firmas principales (Interbolsa, Inversionistas de Colombia, Suvalor, Correval y Alianza Valores) (La República 2005c).

La relación entre las firmas comisionistas y la BVC es compleja y ha variado sustancialmente durante la última década. Hasta los noventa, las firmas comisionistas, como accionistas de las bolsas, tendían a considerarlas como representantes de sus intereses gremiales y facilitadoras de las operaciones de sus

círculos cerrados. De ahí que los comisionistas optaran por elegir como presidentes de la bolsa regional a una personalidad pública, “una especie de lobbista” ante el gobierno.²⁶ Sin embargo, la bolsa se encargaba de vigilar y castigar a los comisionistas infractores, lo que creaba frecuentes conflictos de intereses y roles que se agudizaron durante el proceso de desmutualización de la bolsa y que serán analizados al evaluar el grado de autonomía organizativa de la BVC.

Otros intermediarios financieros: como se vio, la legislación de liberalización financiera de los noventa abrió el campo bursátil a nuevos actores encargados de invertir dinero del público en los mercados de renta fija y divisas. Entre ellos destacan los bancos, las compañías fiduciarias, los fondos de pensiones y cesantías y las compañías de seguros.

La entrada de los nuevos actores ha sido una poderosa fuerza transformadora de la BVC y del campo bursátil. Descontentos con el trato preferencial de la BVC a sus accionistas, los nuevos actores forzaron el cambio del gobierno corporativo y del funcionamiento de la BVC que acompañó su desmutualización. En la actualidad, aunque aún no son accionistas de la BVC, son clientes y miembros del gobierno de la bolsa, y compiten entre sí y con los comisionistas por los mercados en que operan.

Las compañías emisoras: el campo bursátil colombiano también es estrecho en el frente de la emisión. Como se vio en la Gráfica 3, las 98 compañías que listan acciones en la BVC son escasas cuando se comparan con las de otras bolsas de la región, incluyendo algunas insertas en economías más pequeñas que la colombiana.

Como veremos en la sección final al examinar las limitaciones de la contribución de la BVC al desarrollo nacional, analistas y funcionarios bursátiles coinciden en afirmar que la timidez de las compañías en relación con la cotización en bolsa es un efecto de la cultura empresarial colombiana, renuente a la pérdida de control y la revelación de los datos internos de las compañías. Para los propósitos de la caracterización del campo bursátil basta señalar que la relación que la BVC establece con estos actores es la de empresa-cliente. Como clientes de la BVC, las compañías son cortejadas para emitir o aumentar su emisión, pero no tienen incidencia directa en el manejo de los asuntos internos de la bolsa.

La Superintendencia Financiera: adscrita al Ministerio de Hacienda, es el principal actor estatal del campo bursátil. Su relación con la BVC es compleja y crea tensiones al interior del campo. Ello es así porque, como lo explicó un ex vicepresidente comercial y miembro del Consejo Directivo de la bolsa, la Superintendencia tiene las funciones de promoción, regulación y sanción similares a las de la BVC. En otras palabras, la regulación estatal y la autorregulación bursátil se sobreponen, especialmente en el ámbito de la

²⁶ Entrevista con Hernando Castro.

vigilancia y el castigo a las conductas ilícitas de los operadores financieros. La diferencia, en opinión de este entrevistado, es que mientras que la bolsa tiene los recursos para cumplir sus funciones, la Superintendencia no tiene los fondos ni el personal y la información necesarios para hacerlo y, por tanto, debe apoyarse en el trabajo de la BVC.²⁷

Aunque no ha habido disputas públicas entre la BVC y la Superintendencia, las entrevistas dejan ver la incomodidad de los funcionarios de la bolsa con un actor estatal que rompe el modelo de autorregulación que prefieren para el campo bursátil. El Presidente de la BVC expresó esta incomodidad en términos dicentes que develan el choque de culturas institucionales que atraviesa al campo:

En Colombia somos santanderistas [legalistas]. Es la tradición latina del derecho... Los países donde los mercados se desarrollaron primero tienen una tradición jurídica anglosajona, que está basada en la autorregulación... Esta es la tradición bursátil, pero eso desafortunadamente es visto como un club... Ese doble papel es difícil porque hay que acomodarlo a un esquema jurídico que no necesariamente está diseñado para esto y a la mentalidad de unos reguladores y supervisores que no se convencen muy bien del tema. Pero, por otro lado, es fácil porque quienes han operado en esta tradición lo entienden muy bien.²⁸

La relación entre la Superintendencia y la BVC continúa evolucionando. De hecho, tras la expedición de la Ley General del Mercado de Valores de 2005, las dos entidades vienen trabajando en una división de funciones que le dejaría a un nuevo ente autorregulador, independiente de la BVC, la responsabilidad principal por la vigilancia y sanción de conductas; a la BVC la regulación de los temas operativos del mercado; y a la Superintendencia la expedición de normas prudenciales de prevención.²⁹

Desde el punto de vista sociológico, el choque de funciones tiende a ser suavizado por mecanismos informales de tránsito de personal del sector privado (comisionistas o BVC) al sector público (la Superintendencia).³⁰ Aunque no existe una puerta giratoria tan evidente como la que hay entre otros campos del sector privado y el Estado, es frecuente que el Superintendente venga de las firmas comisionistas o de la BVC misma. Así sucede con el actual Superintendente, Augusto Acosta, quien, como se recordará, fue el Presidente de la BVC que lideró la transformación reciente de la institución.

Los inversionistas: estos actores incluyen desde grandes compañías nacionales e internacionales cuyos departamentos de tesorería invierten parte de su portafolio en papeles de la bolsa, hasta ciudadanos colombianos y extranjeros que compran acciones o títulos de renta fija atraídos por la tasa de retorno que

²⁷ Entrevista con Hernando Castro.

²⁸ Entrevista con Juan Pablo Córdoba.

²⁹ *Íbid.*

³⁰ Entrevista con funcionario anónimo del Departamento Jurídico de la Superintendencia Financiera, Bogotá, 23 de mayo de 2006.

ofrecen los intermediarios que operan ante la BVC. A pesar de que, por razones culturales y económicas que indagaremos posteriormente, el colombiano promedio no invierte en la bolsa, el *boom* de los años recientes multiplicó el número de clientes particulares de las firmas intermediarias.³¹

Aunque la bolsa no tiene relación directa con los inversionistas, estos son actores relevantes del campo por dos razones distintas. De un lado, la apertura de la BVC a todo tipo de inversionistas explica los valores y reglas institucionales que buscan mantener la confianza del público. De otro lado, en el contexto colombiano de proliferación de dineros del narcotráfico, dicha apertura genera exigencias organizativas adicionales para evitar el lavado de esos dineros a través del mercado financiero. El campo bursátil, en este sentido, está expuesto a las tensiones singulares del campo económico y social colombiano.

En la práctica, esto implica que la BVC y las firmas comisionistas deben aplicar filtros inexistentes en otros mercados. De hecho, uno de los comisionistas entrevistados identificó el riesgo de infiltración de capitales ilícitos como el obstáculo principal para la expansión del negocio del corretaje.³² Otros piensan que el problema no es tan serio, pero toman todo tipo de medidas para evitarlo, como visitar las instalaciones de los clientes corporativos y cultivar relaciones con sus propietarios.³³

Los actores internacionales: ya explicados en la sección anterior, estos son las contrapartes regionales y globales de la BVC. Entre ellos destacan las federaciones iberoamericana y globales de bolsas (FIAB y WFE, respectivamente), el BID y las bolsas nacionales con las que la BVC ha emprendido múltiples proyectos de actualización tecnológica y cooperación técnica. La presencia de estos actores nos recuerda que, a pesar de que el campo bursátil es predominantemente doméstico en Colombia, está inserto en redes financieras y organizativas globales.

4.2. La lógica de acción del campo bursátil

Los mercados que maneja la bolsa tienen modos de operación distintos. Mientras que, como lo ha mostrado el trabajo etnográfico de Knorr Cetina y Bruegger (2002), los mercados de divisas operan a través de verdaderas redes globales de transacciones instantáneas, otros mercados, como los de renta fija y acciones, permanecen concentrados en nodos regionales como los estudiados por Sassen (1991, 2004).

Más allá de estas diferencias, para los efectos concretos de la evaluación de la BVC y su aporte al desarrollo nacional es importante entender dos aspectos de la lógica del campo bursátil colombiano: el valor de la anticipación y la información, y la alta sensibilidad a eventos internos y externos. El primero es

³¹ Entrevista con Luis Enrique García; entrevista con José Alfredo Castellanos.

³² Entrevista con José Alfredo Castellanos.

³³ Entrevista con Fernando Mallarino.

común a todos los mercados financieros. Consiste en la realización de utilidades a través del pronóstico del valor futuro de los instrumentos financieros de información presente (Henwood 1997, Knorr Cetina y Preda 2004). Como lo sostuvo un socio de Ultrabursátiles, la comisionista más grande del país, la lógica del campo consiste en “comprar los rumores y vender las noticias.”³⁴

Esta característica ayuda a explicar la importancia de la segunda, que es propia de los mercados del Sur global pero que se agudiza en el caso colombiano. La inestabilidad de la política y el orden público ocasionadas por el conflicto armado interno, unida a la sensibilidad propia de los “mercados emergentes” a las condiciones económicas internacionales, les dan una alta volatilidad al mercado y el campo bursátiles nacionales. Así lo mostró, por ejemplo, la caída estrepitosa del índice de la bolsa de mayo y junio de 2006 por el efecto combinado de la incertidumbre electoral y el alza de las tasas de interés en los Estados Unidos, que dio reversa al *boom* del año anterior (La República 2006b). En este sentido, aunque la BVC opera en un espacio geográfico e institucional privilegiado de normalidad –que coexiste con los espacios de guerra y desinstitucionalización extrema de las zonas de conflicto armado colombianas—, su funcionamiento y la lógica de acción del campo en el que está inserto están atravesados por la anomalía de la violencia y la ilegalidad, como lo muestran los riesgos de filtración de “dineros calientes” y la extrema sensibilidad a noticias de orden público.

En esta sección caractericé brevemente el campo social en el que se inscribe la BVC. Ubicados en este escenario y guardando en mente las características de la BVC como institución, podemos pasar ahora a evaluar el funcionamiento de la bolsa en la práctica.

4.3. La bolsa como organización

De acuerdo con el marco analítico de este proyecto, presentado en el capítulo 1, para indagar la correspondencia de la bolsa como organización y la bolsa como institución, y el aporte de la BVC al desarrollo nacional, es necesario tener en cuenta variables internas y externas. Las primeras incluyen el sistema de reclutamiento y promoción de personal, la autonomía en relación con grupos de interés, y la cohesión y unidad interna de la organización. Las variables externas comprenden la proactividad de la organización frente a los demás actores del campo, la capacidad de innovación y actualización tecnológica y el balance de poder entre los actores relevantes.

Con base en la información ofrecida en las secciones precedentes, a continuación examino brevemente cómo opera cada una de estas variables en la BVC. En cada caso, concluyo evaluando numéricamente cada una de las variables, en dos escalas distintas: 1/0 (donde 1=presencia y 0=ausencia) y 1-5 (donde 1=ausencia absoluta y 5=presencia absoluta).

³⁴ *Ibid.*

4.3.1. Reclutamiento y promoción

Como se vio, la BVC es una entidad de dos caras. De un lado, su *modus operandi*, como su régimen jurídico, es el de una entidad privada. De otro lado, su estructura y funciones tienen un estatus cuasi-público.

La primera cara es la que determina las reglas de reclutamiento y promoción. Así lo expresan sus funcionarios, tanto de nivel directivo como de nivel intermedio. Por ejemplo, para su Presidente, en relación con estos asuntos burocráticos, “la bolsa funciona como una empresa privada. Tiene salarios competitivos y, por su visibilidad actual, no es difícil conseguir gente buena”, con las calificaciones necesarias, para ocupar las vacantes.³⁵

No existen procedimientos ni reglas formales de reclutamiento y promoción. Uno y otro proceso, por el contrario, funcionan mediante los mecanismos informales de referencias, envío de hojas de vida, entrevistas y decisiones discrecionales de los encargados de la contratación o el ascenso.³⁶ Igualmente, aunque algunos de sus empleados hacen carrera en la BVC, es normal que “cada Presidente traiga a la entidad su cuadrilla”, esto es, personal de confianza para ocupar los puestos directivos.³⁷

La ausencia de procedimientos formales no implica, sin embargo, que la BVC funcione de acuerdo con principios clientelistas típicos de las instituciones predatorias que obstaculizan el desarrollo económico (Evans 1989, 1995). La evidencia empírica sugiere lo contrario, como lo muestran dos hallazgos del estudio de caso. En primer lugar, los actores entrevistados, independientemente de su posición en el campo bursátil, sostienen que el personal de la BVC es profesionalmente idóneo y que un trabajo en la bolsa es prestigioso en el campo.³⁸ De hecho, como lo sostuvo el Gerente de Intermediarios de la entidad, con alguna frecuencia la BVC debe recomponer sus equipos profesionales porque sus funcionarios reciben ofertas de otros actores del campo –especialmente de firmas comisionistas, que tienen salarios más altos.³⁹

En segundo lugar, como lo muestra la cita anterior del Presidente de la BVC, para cada vacante existen numerosos candidatos y los salarios, aunque menos atractivos que los de las comisionistas, son comparables a los de otros trabajos del sector financiero. De ahí que no sea infrecuente que los funcionarios

³⁵ Entrevista con Juan Pablo Córdoba.

³⁶ Entrevista con Roberto Held (Gerente de Intermediarios de la BVC, Bogotá, marzo 30 de 2006); entrevista con María Paula Ramírez (Practicante del Área Jurídica de la BVC, Bogotá, mayo 16 de 2006).

³⁷ Entrevista con Hernando Castro.

³⁸ Entrevista con Doris Pineda (Directora del área de prensa de Interbolsa y ex Directora del Área de Prensa de la BVC, Bogotá, mayo 30 de 2006); entrevista con Germán Abella (Vicepresidente Jurídico de la BVC, Bogotá, marzo 16 de 2006); entrevista con María Elisa Bernal; entrevista con Marta de la Peña; entrevista con Mauricio Botero.

³⁹ Entrevista con Roberto Held.

de la BVC lleguen a la entidad desde puestos de responsabilidad en bancos, fiduciarias y otras entidades financieras.⁴⁰

En suma, los mecanismos de reclutamiento y promoción son los típicos de la meritocracia de empresas privadas eficientes de mediano o gran tamaño. Aunque las reglas son informales, los resultados y la imagen externa de la gestión de la entidad corroboran lo dicho por los funcionarios entrevistados, esto es, que la capacidad técnica es un criterio central de vinculación y ascenso. En este sentido, en las escalas propuestas, se puede calificar con confianza a la BVC como una organización meritocrática (1 en la escala 1/0; 4 en la escala 1-5).

4.3.2. Autonomía

Esta variable hace alusión a los mecanismos internos de la organización que determinan si ella es relativamente autónoma o dependiente de los grupos de interés que inciden en ella (en este caso, los actores del campo bursátil). Siguiendo a Evans (1995), la hipótesis de trabajo es que una institución desarrollista es aquella que tiene dispositivos que la hacen inmune a la corrupción y la “captura” por parte de dichos grupos.

La realidad de esta variable es mucho más problemática que la anterior en el caso de la BVC. La principal razones de este conflicto son el arraigo del mutualismo en la trayectoria histórica de la bolsa y la diversidad de roles, potencialmente antagónicos entre sí, que coexisten en la institución. En efecto, la bolsa ha sido llamada a jugar tres papeles distintos, que generan roles diversos en su interior. Primero, fungió tradicionalmente como un mecanismo privado de coordinación de las operaciones de sus accionistas (las firmas comisionistas). Segundo, también en beneficio de sus accionistas, la bolsa ha sido considerada por muchas firmas comisionistas como una organización gremial que debe representar sus intereses corporativos frente al gobierno y la sociedad. Tercero, al mismo tiempo la BVC ha tenido la responsabilidad de vigilar y castigar a sus propios accionistas cuando sus empleados cometen faltas contra los reglamentos del mercado expedido por ella. Finalmente, en los últimos años, con la entrada de nuevos intermediarios y la inauguración de un sistema electrónico de transacción, la bolsa cumple la función de foro impersonal de negociación de instrumentos financieros.

Mientras que las dos primeras responsabilidades crean un riesgo claro de captura de la bolsa por parte de los comisionistas, las dos segundas amenazan con distanciarla de ellos, que a la vez son sus propietarios. Este dilema estructural se traduce en conflictos de roles dentro de la organización. Como lo afirmó un vicepresidente comercial y miembro del Consejo Directivo:

El tema de ambigüedad de roles es complicado... Uno en la bolsa se volvía empleado de los comisionistas, sancionador de los comisionistas y

⁴⁰Ibid.

autorregulador del mercado. Y adicionalmente si uno de los clientes (por ejemplo un fondo de pensiones) se quejaba ante la bolsa porque un comisionista lo había maltratado, le había dado un precio que no era de mercado, etc., uno tenía que actuar en defensa del cliente e investigar al comisionista. Esto había hecho difícil la gobernabilidad de la bolsa.⁴¹

El episodio más revelador y público que marca el punto de inflexión de esta tensión fue la salida, en 2005, de Augusto Acosta, el Presidente de la BVC que encabezó los procesos de consolidación y modernización de la entidad. Aunque algunos comisionistas y funcionarios consultados son renuentes a vincular este episodio con la contradicción de roles y misiones de la bolsa, los periodistas económicos entrevistados y los reportes de la época no dejan duda al respecto.⁴² Como lo documentó una nota informativa de la época, Córdoba fue forzado a retirarse antes de terminar su administración porque, desde 2004, “un grupo de firmas comisionistas inconformes con su gestión venía pidiendo a gritos su salida por considerar que se había dedicado a defender la Bolsa y ya no tenía en cuenta a las firmas, que son las accionistas de la BVC” (Semana 2004). Los comisionistas hicieron valer las mayorías que entonces detentaban en la estructura del Consejo Directivo, forzaron la dimisión de Acosta y acordaron escoger un Presidente que representara sus intereses en la entidad (Dinero 2004).

Este episodio muestra con claridad la vulnerabilidad de la BVC a la captura por parte de los comisionistas. Hasta hace poco, por tanto, la conclusión en relación con esta variable habría sido negativa. Sin embargo, algunos de los cambios institucionales recientes reseñados en páginas anteriores le han dado un vuelco a este aspecto de la BVC. Por el efecto combinado de la presión de los nuevos actores del mercado que son clientes pero no accionistas de la BVC (p.ej. los bancos y fondos de pensiones), las nuevas normas que regulan el mercado de valores (Ley 964 de 2005) y el trasplante de los modelos mexicano y estadounidense, la BVC ha adoptado cambios profundos en su gobierno corporativo que mitigan el riesgo de captura por parte de las firmas comisionistas. En efecto, la composición del Consejo Directivo ha cambiado para darles las mayorías a miembros independientes (aunque los comisionistas mantienen 6 de las 13 plazas en el Consejo). Además, el órgano de vigilancia y supervisión (encabezado por el Rector del Mercado) es ahora independiente de la Presidencia y, por orden de la nueva legislación bursátil, salió de la BVC para convertirse en una entidad separada de control.⁴³

Una prueba reveladora de la eficacia de estos cambios institucionales es la fundación, en junio de 2006, de una organización gremial de firmas comisionistas (Asobolsa). Ante la mudanza de la naturaleza de la BVC y el abandono de su carácter gremial, los comisionistas, de nuevo bajo la influencia del modelo mexicano, optaron por crear una organización especializada en la defensa de sus intereses ante el gobierno. De esta manera, otro de los roles que

⁴¹ Entrevista con Hernando Castro. El problema no es nuevo. María Elisa Bernal, vicepresidente administrativa de la Bolsa de Bogotá entre 1988 y 1995, identificó en nuestra entrevista el mismo dilema como la principal tensión interna de la organización durante su gestión.

⁴² Entrevista con Rosario Córdoba; entrevista con Doris Pineda.

⁴³ Entrevista con Mauricio Rosillo (Rector del Mercado de Valores).

generaban contradicciones al interior de la BVC salió de la institución y pasó a ser ocupado por la nueva entidad gremial.

Estas innovaciones disminuyen considerablemente los riesgos de cooptación, pero no los eliminan. De hecho, esta es una tensión inherente al modelo de autorregulación bursátil, en el que la BVC consulta con sus clientes las regulaciones que debe expedir y aplicar. Como lo afirmó el Presidente de la Bolsa:

De hecho, es en un Comité de Mercado donde se definen las normas....Unilateralmente es muy poco lo que la bolsa hace y puede hacer si no está acordado con el mercado. Primero porque nos interesa como negocio. O sea, yo no puedo imponer cosas por las que mis clientes van a decirme: “voy a negociar en otra parte”. Pero, por otro lado, hay el convencimiento de que lo que importa es preservar la idoneidad e integridad de ese mercado por encima del interés personal como comisionista. Sí hay ese convencimiento en los grupos de interés involucrados.⁴⁴

En suma, si bien la tradición bursátil de acordar las regulaciones con los regulados presenta riesgos de captura y cooptación, la salida de la BVC de las actividades de representación gremial, vigilancia y sanción, así como su nueva estructura de gobierno, son dispositivos significativos que aumentan la inmunidad de la institución a la injerencia de los grupos de interés. Por ello, en la escala 1/0, esta variable está más cerca de la presencia que de la ausencia y, por tanto, puede ser calificada con 1. Sin embargo, en la escala más sutil de 1-5, la realidad actual de este aspecto organizativo es caracterizada con un 3, porque los cambios son recientes y susceptibles al efecto de contrapeso de la inercia institucional del sistema anterior.

4.3.3. Cohesión interna

El interés en esta variable surge de los efectos negativos de las “islas de poder” dentro de las organizaciones, que pueden obstaculizar su funcionamiento y desviarlo de los objetivos institucionales. La hipótesis de trabajo adicional es que la existencia de este tipo de “roscas” o “camarillas” puede volcar las organizaciones hacia la satisfacción de los miembros de dichos grupos antes que al logro de los fines institucionales y el desarrollo nacional (ver capítulo 1).

Ninguna de las fuentes primarias y secundarias consultadas revela la existencia de islas de poder dentro de la BVC. Dado que las reglas de reclutamiento y promoción son las del sector privado, no existen funcionarios de carrera cuya estabilidad los haga inmunes a las directivas de los niveles superiores de la organización ni a los cambios en las reglas de la estructura y funcionamiento de la entidad. Por ello, esta variable puede ser calificada con confianza con un 1 en la escala 1/0 y con un 5 en la escala 1-5.

⁴⁴ Entrevista con Juan Pablo Córdoba.

4.3.4. Proactividad

A partir del trabajo de Evans (1989) sobre los Estados desarrollistas del Sureste Asiático y su contraste con los latinoamericanos y africanos, el consenso en la sociología del desarrollo es que los mecanismos internos de una burocracia weberiana ideal no bastan para impulsar el proceso de desarrollo nacional. Además de meritocracia, autonomía y cohesión intestinas, las instituciones desarrollistas tienden a caracterizarse por establecer relaciones virtuosas con los demás agentes del campo en el que están insertas.

Como lo expliqué con detalle al examinar la composición del campo bursátil, la BVC tiene relaciones fluidas con las firmas comisionistas, otros intermediarios del mercado (bancos, fiduciarias, fondos de pensiones, etc.), la Superintendencia Financiera y las compañías emisoras de acciones. Las entrevistas con representantes de estos actores, sin embargo, muestran que la BVC no tiene la capacidad organizativa para tomar la iniciativa y encaminar estas relaciones hacia la promoción de sus objetivos institucionales. Una queja común entre los comisionistas y demás intermediarios es que la BVC “se nos quedó pequeña”.⁴⁵ Y los empresarios con experiencia en bolsa señalan que la entidad no es proactiva en su tarea de establecer vínculos con nuevos emisores e inversionistas.⁴⁶

Las limitaciones de la bolsa en este frente son reconocidas por el funcionario encargados de las relaciones externas de la entidad —aunque, en su opinión, ellas se deben a la falta de cultura bursátil colombiana antes que a fallas organizativas de la BVC.⁴⁷ En relación con la Superintendencia Financiera, la BVC parece tener un rol más proactivo, como lo muestra la nueva iniciativa conjunta de reglamentación de la función disciplinaria y lo reconocen los funcionarios de la entidad estatal⁴⁸ y de la bolsa⁴⁹ entrevistados para este estudio.

En general, sin embargo, los pobres resultados de la BVC en la emisión de nuevas acciones y sus dificultades para mantener a flote el nuevo sistema transaccional sugieren que no ha generado el tipo de relaciones virtuosas y proactivas típicas de una organización desarrollista. Por esta razón, la realidad de esta variable está más cerca de la ausencia que de la presencia en las escalas mencionadas (0 en la escala 1/0 y 2 en la escala 1-5).

4.3.5. Flexibilidad tecnológica y apertura a la innovación

⁴⁵ Entrevista con Fernando Mallarino.

⁴⁶ Entrevista con Horacio Jaramillo (Empresario e inversionista bursátil, Bogotá, mayo 17 de 2006).

⁴⁷ Entrevista con Roberto Held.

⁴⁸ Entrevista con funcionario anónimo del Departamento Jurídico de la Superintendencia Financiera, Bogotá, 23 de mayo de 2006.

⁴⁹ Entrevista con Mauricio Rosillo.

No es fácil clasificar el desempeño de la bolsa en relación con esta variable, porque ésta incluye dos aspectos distintos que, en el caso de la BVC, han funcionado en direcciones contrarias. De un lado, la apertura a la innovación ha sido uno de las ventajas organizacionales que le ha permitido a la bolsa sostenerse a pesar de la competencia de otros sistemas transaccionales y las dificultades de la situación sociopolítica colombiana. En los términos acertados de su ex Vicepresidente Comercial, “la bolsa ha tenido la capacidad de reinventarse”⁵⁰ en poco tiempo y en varios frentes simultáneamente. En los últimos cinco años, por ejemplo, la BVC consolidó las tres bolsas regionales, implementó nuevas plataformas electrónicas de negociación y transformó sus sistemas de autorregulación y gobierno corporativo. El paso vertiginoso de club de caballeros a foro impersonal de negociación ofrece evidencia sólida de la capacidad de adaptación e innovación de la BVC.

Por otro lado, sin embargo, su capacidad de actualización tecnológica ha sido precaria. De hecho, el punto en el que hay consenso entre todos los comisionistas entrevistados es que la principal deficiencia de la BVC es su rezago tecnológico. Como vimos, esto crea inconvenientes frecuentes en las ruedas de negociación, hasta el punto de llevar al cierre de una jornada de negociación por bloqueo del sistema en enero de 2006. Algunos entrevistados mitigan el juicio contra la obsolescencia tecnológica de la BVC con el argumento de que ningún actor del mercado local habría podido predecir el volumen del *boom* de 2005, que desbordó la capacidad de la tecnología de la bolsa.⁵¹ El juicio negativo también es morigerado por la adopción, en junio de 2006, de un nuevo sistema de transacción con tecnología de punta (MEC-Plus).

El promedio de estos dos aspectos incluidos bajo la variable bajo examen arroja un saldo más cercano a la presencia que a la ausencia. En la escala 1/0, por tanto, el puntaje de esta variable es 1, mientras que en la escala 1-5 es 3.

4.3.6. Balance de poder

Esta variable apunta a la existencia de actores que ejerzan un poder de contrapeso capaz de evitar que élites con intereses particulares tomen el control de una organización. En el caso de la BVC, la evaluación de esta variable está íntimamente ligada a la de la segunda variable interna (autonomía frente a grupos de interés). Esto es así porque, como se explicó, el grupo que ha amenazado con capturar la bolsa son sus propios accionistas, y sólo tras las reformas a la estructura y el gobierno corporativo la propia BVC ha estado en capacidad de contrarrestar dicha amenaza.

Si agregamos a este análisis el de los posibles actores de contrapeso externos a la organización, encontramos que en el campo bursátil los principales agentes de balance han sido los nuevos intermediarios autorizados para transar

⁵⁰ Entrevista con Hernando Castro.

⁵¹ Entrevista con Fernando Mallarino.

en bolsa, de una parte, y el Estado a través de la Superintendencia Financiera, de otra. Los primeros les han disputado a los comisionistas no sólo el negocio de la renta fija, sino también el gobierno de la misma BVC. Su considerable músculo económico y político —que, en el caso de los bancos, proviene del modelo de financiación empresarial fundado en el endeudamiento y ha aumentado considerablemente con la financierización de la economía desde los noventa— ha sido utilizado con eficacia en la puja por el control de la BVC.

El hecho de que la propiedad de estas entidades esté concentrada en dos grupos económicos⁵² disminuye los problemas de acción colectiva de este sector y ayuda a explicar la rapidez con la que la BVC fue forzada a abrir su estructura de gobierno a la participación de intermediarios distintos a sus accionistas. La Superintendencia, por su parte, a pesar de sus limitaciones de personal y recursos, no ha cedido a la BVC la totalidad de la función de vigilancia y sanción y ha actuado como un agente de contrapeso frente a los comisionistas en relación con esta tarea específica.

Por lo tanto, en relación con esta última variable externa, es posible concluir que se encuentra presente en alto grado (1 en la escala 1/0 y 4 en la escala 1-5).

5. Conclusión: la bolsa como institución y organización y su aporte al desarrollo nacional

Con base en el estudio de la trayectoria y estructura de la BVC y la evaluación de sus principales características internas y externas, es posible cerrar el análisis con una conclusión sobre los dos resultados o variables dependientes en los que se concentra el presente libro (ver capítulo 1). De un lado, el contraste entre la bolsa en el papel y la bolsa en acción permite determinar el grado de correspondencia entre una y otra. De otro lado, sus logros y limitaciones ofrecen elementos de juicio para estimar su contribución al desarrollo nacional.

En cuanto a lo primero, la conclusión central que surge del estudio de caso de la BVC es que su capacidad de reinventarse ha evitado una disonancia marcada entre lo que ella pretende ser y lo que es en la práctica. Especialmente en el período en el que se concentra este capítulo (2001-2006), la reforma profunda y ágil a los valores, normas y roles de la bolsa como institución le ha permitido a la BVC como organización sobrevivir en un ambiente cambiante sin desviarse de forma marcada de dichos valores, normas y roles. En otras palabras, las presiones hacia el cambio generadas por fuerzas de difusión internacional y competencia interélites dentro del campo bursátil han sido traducidas directamente en transformaciones institucionales.

⁵² De acuerdo con la unidad investigativa de *The Economist*, los grupos Sarmiento y Antioqueño son propietarios del 44% de las entidades financieras del país (<http://www.eiu.com>).

Las discrepancias existentes, por tanto, tienen que ver con limitaciones en el logro de los objetivos institucionales en la práctica, antes que con la desviación de la organización hacia otros objetivos. Por ejemplo, como se vio, la misión declarada de la BVC es “contribuir al crecimiento y desarrollo del mercado de capitales a través de la canalización del ahorro hacia la inversión productiva” y que, para ello, se propone “la administración de mercados eficientes, transparentes, equitativos, competitivos, seguros y supervisados, en beneficio de emisores, inversionistas e intermediarios del mercado de valores”⁵³. El estudio precedente muestra que, en efecto, estos son los objetivos y los medios perseguidos por la BVC como organización. Pero también revela que unos y otros son alcanzados de manera parcial. El propósito de crecimiento y desarrollo del mercado de capitales ha sido realizado sólo en relación con el mercado de renta pública, pero dista mucho de lo planeado en el mercado de renta variable (tanto en emisiones como en inversiones).

En relación con los medios previstos –mercados “eficientes, transparentes, equitativos, competitivos, seguros y supervisados”– la BVC ha avanzado de forma considerable, pero las limitaciones de tecnología y escala siguen generando discrepancias entre lo propuesto y lo alcanzado. La diferencia no es tan profunda, sin embargo, como para dejar sin efecto en la práctica los valores, normas y roles de la BVC como institución. Por lo tanto, el estudio de caso permite concluir que la evaluación de la primera variable dependiente arroja un resultado positivo: en la escala de 1-5, la correspondencia entre institución y organización se ubica en 4, lo que equivale a 1 en la escala 1/0.

Finalmente, ¿contribuye la BVC de manera significativa al desarrollo nacional? Para evaluar este segundo resultado de interés, es útil acudir a la tipología que surge de los dos ejes de análisis propuestos por Evans (1995) para examinar la relación entre instituciones y desarrollo económico, que recogen de forma sintética las variables internas y externas analizadas en la sección anterior. De un lado, las variables internas apuntan al grado de racionalidad burocrática de la institución. En este sentido, como lo anota Wright (1996), constituyen los rasgos provenientes de la tradición weberiana. De otro lado, las variables externas tienen que ver con el grado de “inmersión” (*embeddedness*) en la estructura de poder. En este sentido, como lo sugiere el mismo Wright (1996), traen al análisis los aportes de la tradición marxista sobre la inserción de las instituciones en la estructura de clase.

En la Gráfica 7 combino estos dos ejes analíticos para esclarecer la tipología institucional propuesta por Evans y adaptarla al caso bajo examen. Al hacerlo, adopto la modificación propuesta por Portes en el capítulo 1 y llamo a la variable externa sintética “proactividad” en lugar de “inmersión” para evitar la confusión de ésta con el concepto de *embeddedness* de Granovetter (1985).

Gráfica 7 aquí

⁵³ <http://www.bvc.com.co/bvcweb/mostrarpagina.jsp?codpage=97>

Como se aprecia en la gráfica, para que una institución aporte significativamente al desarrollo nacional se requiere que a la vez tenga una burocracia racional y sea proactiva en las relaciones con los actores de su campo. La situación opuesta es la de una institución predatoria que obstaculiza el desarrollo al carecer de una burocracia moderna y estar aislada de su entorno. Los dos casos intermedios —las instituciones clientelistas y las reactivas— representan aportes modestos al desarrollo, en el mejor de los casos, o lastres institucionales para el desarrollo, en el peor.

Según el análisis de la sección precedente, la BVC combina la racionalidad burocrática con la incapacidad para influir decisivamente sobre su entorno. En este sentido, encuadra en la categoría de institución reactiva. Si bien no reproduce las prácticas propias de instituciones ineficientes y clientelistas, por su falta de proactividad no hace un aporte significativo al desarrollo nacional.

Así lo muestra, entre otras cosas, el tamaño muy modesto del mercado de acciones y bonos privados, y la escasez de firmas listadas. Si se tiene en cuenta que sólo diez de las 100 empresas más grandes del país transan sus acciones en el mercado de valores en 2006, se concluye que está aún por cumplirse la misión de la BVC de contribuir al desarrollo “a través de la canalización del ahorro hacia la inversión productiva.”

Dadas las limitaciones tecnológicas de la BVC y su incapacidad para contrarrestar el legado de una cultura empresarial inmersa en “el modelo familiar” que “detesta abrir sus estados contables y su propiedad al público”⁵⁴ —y, por tanto, es proclive al endeudamiento como forma de financiación—, el aporte de la bolsa al desarrollo nacional continúa siendo modesto a pesar del espectacular crecimiento del mercado en los últimos años. Su aporte, por tanto, consiste principalmente en la circulación de bonos de deuda pública —que, aunque contribuye decisivamente a la financiación del gasto público, no tiene un impacto positivo evidente sobre el objetivo del desarrollo.⁵⁵ En este sentido, esta variable dependiente tiene un valor de 0 en la escala dicotómica y 2 en la escala 1-5.

En conclusión, el recorrido histórico y el análisis estructural emprendidos a lo largo de estas páginas muestran una organización que atraviesa una profunda transformación al mismo tiempo que experimenta un aumento dramático de su trabajo y visibilidad social. El resultado es una entidad con una notoria capacidad de adaptación y supervivencia en un medio social y político complejo, pero cuya contribución al desarrollo nacional es una asignatura pendiente.

⁵⁴ Entrevista con María Elisa Bernal.

⁵⁵ Incluso, según análisis econométricos recientes, es posible que el predominio de la deuda pública en el mercado bursátil colombiano tenga un efecto negativo sobre el crecimiento económico, en tanto puede generar un efecto de desplazamiento (*crowding out*) de las inversiones que irían a otro tipo de instrumentos que impulsarían el crecimiento del sector privado, como los bonos corporativos (véase Aguilar, Cárdenas, Meléndez y Salazar 2006).

Bibliografía

Aguilar, Camila, Mauricio Cárdenas, Marcela Meléndez y Natalia Salazar (2006). *The Development of Latin American Bond Markets: The Case of Colombia*. Borrador de documento de trabajo Fedesarrollo, Bogotá (<http://www.iadb.org/res/laresnetwork/projects/pr255finaldraft.pdf>)

Arrighi, Giovanni. (1994). *The Long Twentieth Century*. Londres: Verso.
 -----(2003). "The Social and Political Economy of Global Turbulence," *New Left Review* 20, pp 5-71.

Bolsa de Valores de Colombia. (2003). *Informe de Gestión 2002*. Bogotá: Bolsa de Valores de Colombia.

-----(2004). *Informe de Gestión 2003*. Bogotá: Bolsa de Valores de Colombia.

-----(2005). *Informe de Gestión 2004*. Bogotá: Bolsa de Valores de Colombia.

-----(2006). *Informe de Gestión 2005*. Bogotá: Bolsa de Valores de Colombia.

Bourdieu, Pierre. (1990). *The Logic of Practice*. Standford: Standford University Press.

Caballero Argáez, Carlos. (2002). *La Bolsa de Bogotá, Antecedente de la Bolsa de Valores de Colombia*. En: Revista Credencial Historia, edición 150, junio de 2002.

Campbell, John (2004). *Institutional Change and Globalization*. Princeton: Princeton University Press.

Carruthers, Bruce, Sarah Babb y Terence Halliday. (2004). "Institutionalizing Markets, or the Market for Institutions? Central Banks, Bankruptcy Law, and Globalization of Financial Markets", en John Campbell y Ove K. Pedersen (eds.). *The Rise of Neoliberalism and Institutional Analysis*. Princeton: Princeton University Press. Pp.94-126.

Dezalay, Yves y Bryant Garth. (2002). *La Internacionalización de las Luchas por el Poder*. Bogota: ILSA.

Dinero (2004). *Cambio de Molde*. Octubre 12 de 2004, edición 218.

-----(2005a). *Expulsan a dos corredores de bolsa por usar información privilegiada*. Julio 8 de 2005, edición 233.

-----(2005b). *¿Quién se atreve a emitir acciones?*. Agosto 5 de 2005, edición 235.

----- (2005c). *La BVC, la bolsa más rentable del planeta en 12 meses otra vez*. Agosto 19 de 2005, edición 236.

----- (2006). *Ranking de la BVC*. Abril 18 de 2006, edición 250.

Duménil, Gérard y Dominique Lévy. (2004). *Capital Resurgent. Roots of the Neoliberal Revolution*. Cambridge: Harvard University Press.

Durkheim, Émile (1995) (orig. 1893). *La división del trabajo social*. Madrid: Ediciones Akal.

Evans, Peter. (1989). "Predatory, Developmental, and Other Apparatuses: A Comparative Political Economy Perspective on the Third World State", *Sociological Forum*, Vol. 4, No. 4, pp. 561-587.

----- (1995). *Embedded Autonomy. States and Industrial Transformation*. Princeton: Princeton University Press.

FIAB (Federación Iberoamericana de Bolsas) (2006). *Informe anual 2005*. <http://www.fiabnet.org>

Granovetter, Mark. 1985. "Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness." *American Journal of Sociology* 91:481-510.

Greider, William. (1989). *Secrets of the Temple*. New York: Touchstone.

Henwood, Doug. (1997). *Wall Street*. London: Verso.

Hubert, Evelyne y Fred Solt. 2004. "Successes and Failures of Neoliberalism", *Latin American Research Review* 39(3):150-164.

Jiménez Mejía, Santiago. (1981). *La Bolsa de Bogotá y el Sector Financiero Colombiano 1920-1970*. Bogotá: Bolsa de Bogotá.

Kalmanovitz, Salomon. (2003). *Economía y Nación. Una Breve Historia de Colombia*. Bogotá: Editorial Norma.

Keohane, Robert, ed. (2002). *Power and Governance in a Partially Globalized World*. Londres: Routledge.

Knorr Cetina, Karin y Bruegger. (2002). "Global Microstructures: The Virtual Societies of Financial Markets", *American Journal of Sociology* 107 (4), p. 905.

Knorr Cetina, Karin. (2004). "How Are Global Markets Global? The Architecture of a Flow World" en Karin Knorr Cetina y A. Preda (eds.). *The Sociology of Financial Markets*. Oxford: Oxford University Press.

La República. (2005a). *Gran desempeño de la Bolsa durante el primer semestre*. Agosto 11 de 2005.

----- (2005b). *Informe destaca los niveles de negociación de renta fija de la Bolsa en el 2005*. Septiembre 20 de 2005.

----- (2005c). *Ranking de firmas comisionistas*. Octubre 14 de 2005.

----- (2005d). *Utilidades de la Bolsa crecen 61,42% en el último año*. Noviembre 9 de 2005.

----- (2005e). *Reporte indica que el mercado accionario de la Bolsa ha sido el de mayor crecimiento durante el último año*. Noviembre 22 de 2005.

----- (2005 f). *Bolsa registra récord de transacciones*. Noviembre 28 de 2005.

----- (2006a). *La Bolsa continúa creciendo*. Enero 5 de 2006.

----- (2006b). *Caída histórica de la Bolsa*. Mayo 24 de 2006.

Molina, Luis Fernando. (2002). *Las Finanzas Públicas*. En: Revista Credencial Historia, edición 150, junio de 2002.

Portafolio (2005). *Bolsa figura como la de mejor desempeño a nivel mundial en el último año*. Septiembre 14 de 2005.

----- (2006a). *La Bolsa sigue siendo líder en la región*. Enero 17 de 2006.

----- (2006b). *Colapsa el sistema electrónico de la Bolsa*. Enero 26 de 2006.

Sabel, Charles. (1995). "Bootstrapping Reform: Firms, the Welfare State and Unions," *Politics & Society* 23 (1): 5-48.

Sassen, Saskia. (1991). *The Global City: New York, London, Tokio*. Princeton: Princeton University Press.

----- (2004). "The Embeddedness of Electronic Markets: The Case of Global Capital Markets" en Karin Knorr Cetina y A. Preda (eds.). *The Sociology of Financial Markets*. Oxford: Oxford University Press.

Semana (2004). "Relevo en la bolsa", 31 de octubre

Slaughter, Anne-Marie. (2004). *A New World Order*. Princeton: Princeton University Press.

Smelser, Neil y Richard Swedberg (eds.) (2005). *The Handbook of Economic Sociology*. Nueva York: Russell Sage Foundation y Princeton University Press.

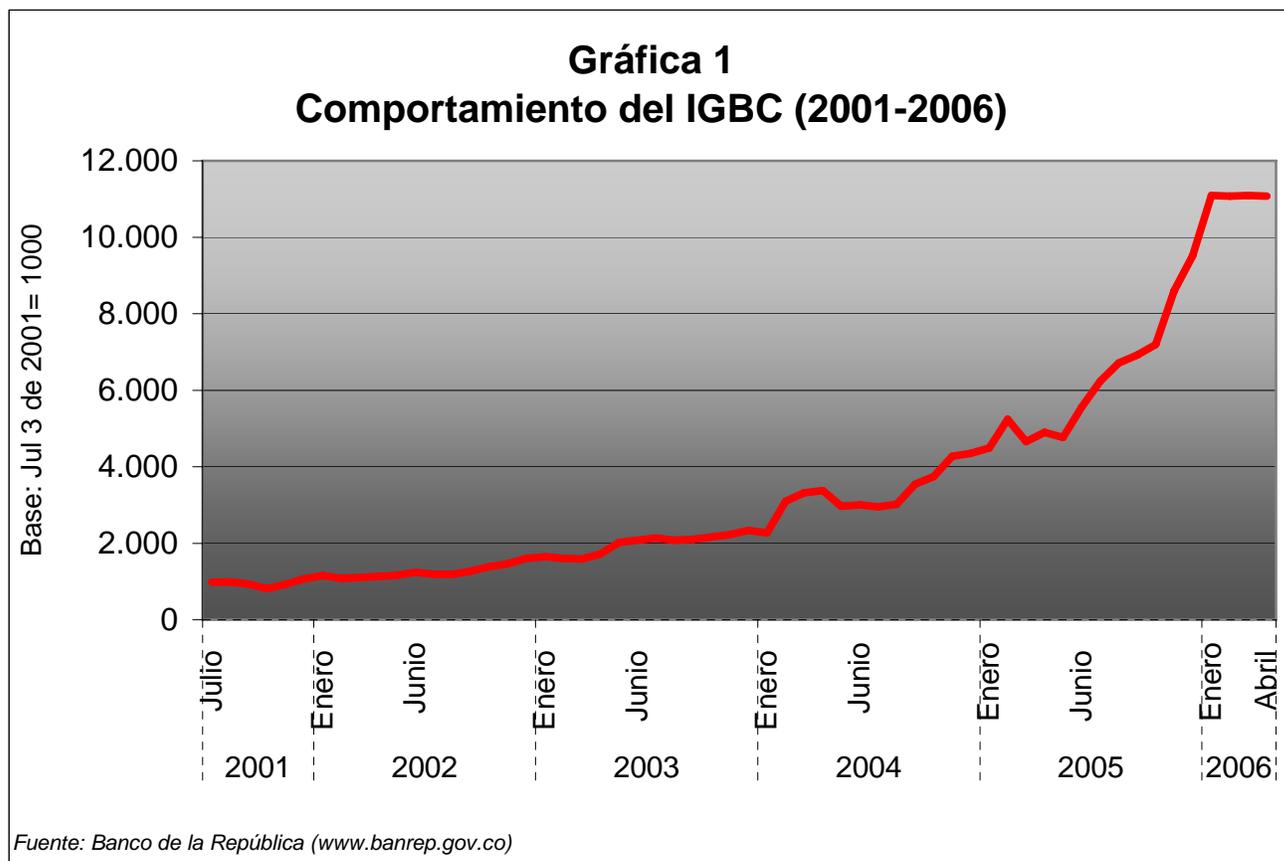
Swedberg, Richard (1998). *Max Weber and the Idea of Economic Sociology*. Princeton: Princeton University Press.

Teubner, Gunther. (1983). "Substantive and Reflexive Elements in Modern Law", *Law and Society Review* 17(2): 299-326.

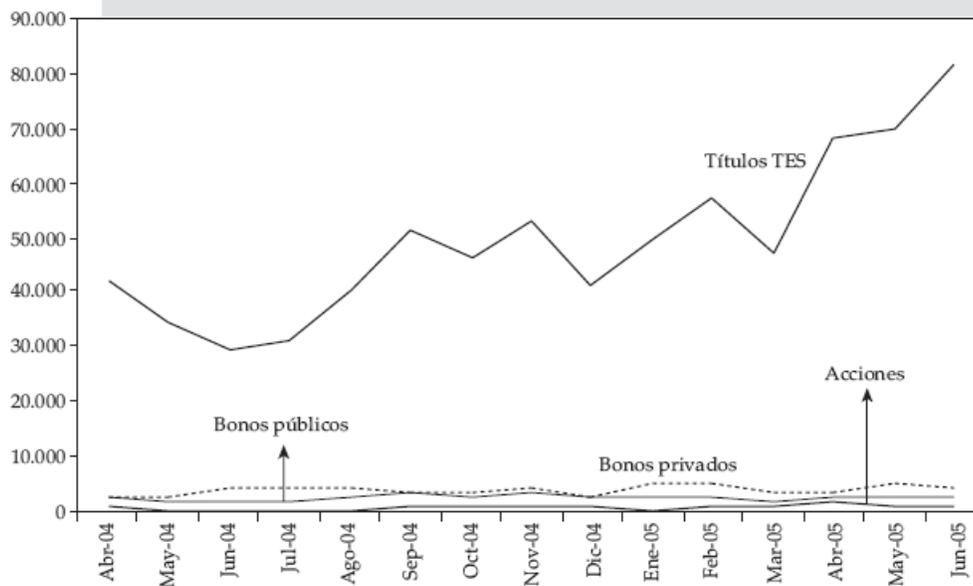
Weber, Max. (1944) (orig. 1922). *Economía y Sociedad*. México: Fondo de Cultura Económica.

Wright, Erik Olin. (1996). "Review of Peter Evans, *Embedded Autonomy*," *Contemporary Sociology* 25(2): 176-179.

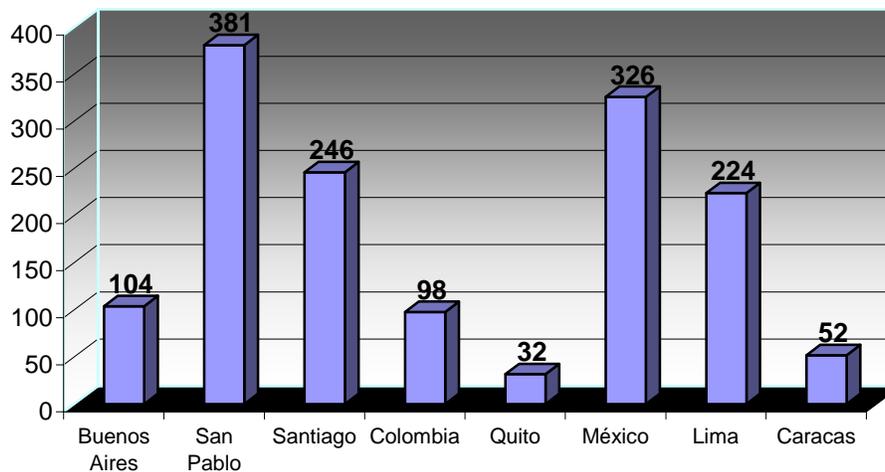
Zysman, John. (1984). *Governments, Markets and Growth*. Ithaca: Cornell University Press.



Gráfica 2
Volúmenes Transados BVC (2004-2005)
(en millones de pesos)

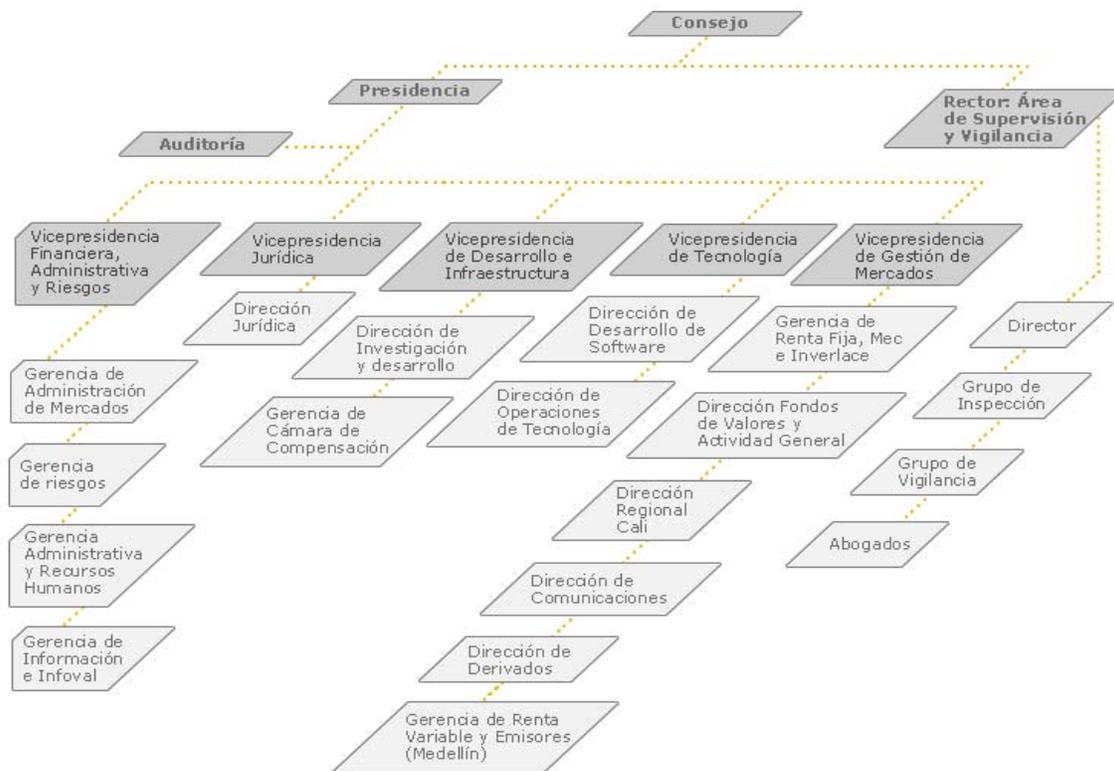


Elaboración: Dirección de Estudios Económicos, FLAR.
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfica 3. Número de Sociedades Listadas (2005)

Fuente: FIAB (2006)

Gráfica 4
Organigrama de la BVC



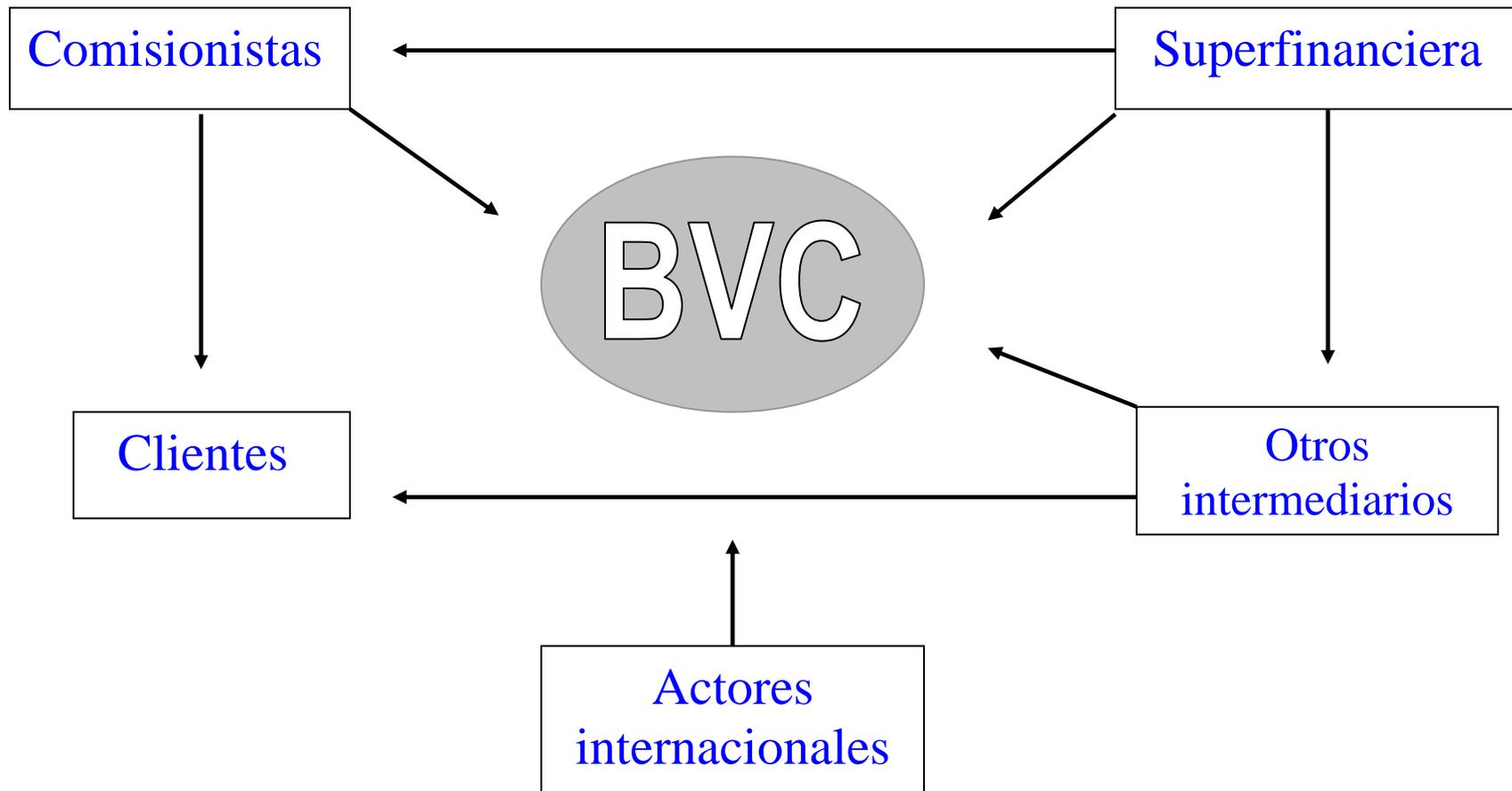
Fuente: <http://www.bvc.com.co>

Gráfica 5
Área de Supervisión de la BVC



Fuente: <http://www.bvc.com.co>

Gráfica 6 El Campo Bursátil



Gráfica 7 Tipología institucional de Evans

Racionalidad burocrática

		Alta	Baja
Proactividad	Alta	institución desarrollista	institución clientelista
	Baja	institución reactiva	institución predatoria

Fuente: adaptado de Evans (1995)