T
332.041
B598
Ej.1

ALGUNOS ASPECTOS DEL COMPORTAMIENTO DEL MERCADO DE CAPITALES DE COLOMBIA

SCIB

ANTONIO J. BLANCO TUIRAN
JOSE I. CANENCIA LOPEZ

SCIB

Trabajo de Grado presentado como requisito parcial para optar al Título de Economista .

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
Biblioteca Universitaria
Fernández de Madrid

58933

CARTAGENA

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS

PROGRAMA DE ECONOMIA

1988

Cartagena, Junio 10 de 1988

Señores
COMITE DE GRADUACION
Facultad de Ciencias Económicas
Universidad de Cartagena
Presente

Comunico a ustedes que tuve el honor de presidir y asesorar el trabajo de grado " ALGUNOS ASPECTOS DEL COMPORTAMIENTO DEL MERCADO DE CAPITALES DE COLOMBIA " , elaborado por los egresados ANTONIO J. BLANCO TUIRAN y JOSE I. CANENCIA LOPEZ.

Quiero relievar el aporte del trabajo en cuanto al manejo de la conceptualización y análisis crítico del Mercado de Capitales en Colombia.

La calidad investigativa, que se evidencia en la orientación metodológica y en la profundidad del análisis, sumado a la importancia que ocupa el tema en el espacio económico de un país, le dan al estudio la importancia que antes destaco y lo hacen por tanto meritorio para ser considerado requisito de grado.

Sea esta la oportunidad para felicitar a sus autores y desearles éxitos en sus gestiones profesionales.

Cordialmente,

PABLO SERPA ALVAREZ
Presidente-Asesor de Tesis

Cartagena, Mayo 27 de 1988

Señores
MIEMBROS COMITE DE GRADUACION
Facultad de Ciencias Económicas
Universidad de Cartagena .
La Ciudad .

Estimados Señores :

La presente tiene como fin someter a su estudio y aprobación nuestro Tesis de Grado titulada " ALGUNOS ASPECTOS DEL COMPORTAMIENTO DEL MERCADO DE CAPITALES DE COLOMBIA " , como requisito para optar el título de Economista .

Agradeciéndoles su atención .

ANTONIO J. BLANCO T.

JOSE I. CANENCIA LOPEZ .

DEPENDENCIA

Dpto.de Economía.

Universidad de Cartagena

CARTAGENA - COLOMBIA
(Sur América)

AL CONTESTAR
CITESE ESTE NUMERO

Cartagena, Agosto 30 de 1988.

Señores
MIEMBROS COMITE DE GRADUACION
E. S. D.

Ilustre Doctores:

Por medio de la presente rindo concepto del trabajo de Grado titulado "Algunos Aspectos del Comportamiento del Mercado de Capitales de Colombia" realizado por los estudiantes ANTONIO BLANCO Y JOSE CANENCIA.

Estudiar el Mercado de Capitales constituye siempre uno de los caminos más diáfanos para llegar al fondo de las causas que tifican las condiciones económicas de un País. De ahí que el tema sea de trascendental importancia y de sumo interés.

El trabajo hace relevantes aportes al análisis de la realidad económica del País, siendo la objetividad y claridad su constante. Comienza por caracterizar y recorrer el desarrollo que ha tenido el mercadodo de Capitales en Colombia, y continua tratando variables tales como el crecimiento Económico y algunas de sus determinantes directos: el nivel de Empleo, el Ahorro personal e institucional, la inflación, la tasa de interés y otros. Además hacen un importante parangón entre las condiciones ideales en las que se puede desarrollar un verdadero Mercado de Capitales capaz de asumir las responsabilidades y funciones que demandan todo proceso de desarrollo económico y las condiciones precarias o incipientes en que se halla el Mercado de Capitales en Colombia.

Observada la distancia entre lo ideal y la realidad Colombiana surgen los aportes de este trabajo en el sentido de hacer más eficiente el Mercado de Capitales en Colombia, lograr un tamaño ideal que corresponda a las necesidades del sector productivo y en general que se desarrolle para que se convierta en verdadero motor del Crecimiento económico del País.

De lo anterior se colige mi concepto positivo para que este trabajo realizado por los egresados ANTONIO BLANCO y JOSE CANENCIA sea aceptado como requisito para optar al título de Economista, a quienes le deseo grandes éxitos en su ejercicio profesional.

Atentamente,

EFRAIN CUADRO GUZMAN
Jurado Examinador.

DEPENDENCIA

Ciencias Económicas

Universidad de Cartagena

CARTAGENA - COLOMBIA
(Sur América)

AL CONTESTAR
CITESE ESTE NUMERO 5

Cartagena, 29 de agosto de 1988

Señores
COMITE DE GRADUACION
Facultad de Ciencias Económicas
Universidad de Cartagena
Ciudad

Estimados señores:

La presente tiene por objeto comunicarles que he leído la tesis de grado "ALGUNOS ASPECTOS DEL COMPORTAMIENTO DEL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA", presentado por los estudiantes ANTONIO J. BLANCO y JOSE I. CANENCIA L. En mi opinión, la tesis mencionada, reúne los requisitos necesarios para ser aprobado como un Trabajo de Grado para optar al título de Economista.

De ustedes sin otro particular, atentamente,

EDGARDO DE LA CRUZ
Jurado

AGRADECIMIENTOS

Los Autores expresan sus agradecimientos :

De manera especial agradecemos la colaboración de nuestro Asesor de Tésis Doctor PABLO SERPA ALVAREZ .

Hacemos un reconocimiento muy especial a la Hemeroteca de la Universidad de Cartagena y a la encargada de la mismo Señorita AURA ALZAMORA OROZCO .

De la Universidad de Cartagena y de la Facultad de Ciencias Económicas, viviremos por siempre agradecidos, por la oportunidad que nos brindó de formarnos Profesionalmente .

A todos los profesores de la Facultad de Economía por transmitirnos sus conocimientos llenos de optimismo para alcanzar el éxito .

ANTONIO J. BLANCO T.

JOSE I. CANENCIA LOPEZ .

DEDICATORIA

A mis padres por el apoyo espiritual que he recibido de ellos, lo cual me impulso siempre a perseverar este triunfo importante en mi vida .

SARA, a tí , por ese apoyo desinteresado que siempre me profesaste .

A todas aquellas personas que de una u otra forma colaboraron para obtener este triunfo fruto de mi esfuerzo y dedicación .

ANTONIO. J. BLANCO T.

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
Biblioteca Universitaria
Fernandez de Madrid

DEDICATORIA

A todos mis familiares quienes siempre estubieron atentos a mis necesidades y supieron mirar con optimismo mis objetivos y metas, colaborando hasta alcanzar estos.

De manera muy especial a mi señora madre Doña SARA LOPEZ DE CANENCIA para la cual nunca hay imposibles en la vida .

A todos mis profesores y amigos con quienes muchas veces tuve la oportunidad de intercambiar ideas acerca de cómo lograr el éxito en la vida .

JOSE I. CANENCIA LOPEZ

TABLA DE CONTENIDO

		págs.
0.	INTRODUCCION	1
0.1	PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	5
0.2	DELIMITACION DEL PROBLEMA	5
0.2.1	Delimitación Formal	5
0.2.1.1	De espacio	5
0.2.1.2	De tiempo	6
0.2.2	Delimitación material	6
0.2.2.1	Variable dependiente	6
0.2.2.2	Variables independientes	6
0.3	JUSTIFICACION DE LA INVESTIGACION	7
0.4	OBJETIVOS DE LA INVESTIGACION	8
0.4.1	Objetivo general	8
0.4.2	Objetivo específico	8
0.5	MARCO TEORICO	9
0.6	SISTEMA DE HIPOTESIS	18
0.6.1	Hipótesis general	18
0.6.2	Hipótesis de trabajo	19

		pags.
0.7	OPERACIONALIZACION DE LA HIPOTESIS	19
0.7.1	Definiciones conceptuales	19
0.7.2	Definiciones operativas	21
0.8	METODOLOGIA	22
1.	ALGUNOS RASGOS DEL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA	26
1.1	EL MERCADO DE CAPITALES FRENTE AL CRECIMIENTO ECONOMICO DEL PAIS	26
1.2	EL MERCADO DE CAPITALES FRENTE A LA SOCIEDAD ANONIMA	31
1.3	EL MERCADO DE CAPITALES FRENTE AL COMPORTAMIENTO DEL NIVEL DE EMPLEO	45
1.4	EL MERCADO DE CAPITALES FRENTE AL COMPORTA MIENTO DE LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO	52
2.	EVOLUCION HISTORICA DEL MERCADO DE CAPITA LES EN COLOMBIA	66
3.	EL AHORRO PERSONAL Y SU INCIDENCIA EN EL MERCADO DE CAPITALES	95
3.1	DISTRIBUCION DEL INGRESO Y SU IMPACTO EN EL AHORRO	98
3.2	INFLACION Vs AHORRO	107
3.3	PARTICIPACION DEL AHORRO PERSONAL EN EL MERCA DO DE CAPITALES	109
4.	TASAS DE INTERES EN EL MERCADO DE CAPITALES	115
4.1	TASAS DE INTERES DEL MERCADO DE CAPITALES FRENTE A LA SOCIEDAD ANONIMA	125
4.2	INCIDENCIA DE LA INFLACION Y LA ALTA TRIBUTACION EN EL COMPORTAMIENTO DE LAS TASAS DE INTERES EN EL MERCADO DE CAPITALES	139

4.3	LA INVERSION PRODUCTIVA EN COLOMBIA FRENTE A LA TASA DE INTERES EN EL MERCADO DE CAPITALES	146
5.	FUNCIONES DEL MERCADO DE CAPITALES	154
5.1	DE TRANSFORMACION	154
5.1.1	Transformación de Activos líquidos en Inversiones fijas	154
5.1.2	Transformación de Plazos	155
5.1.3	Transformación de Magnitudes de Capital	155
5.1.4	Transformación de Riesgos	155
5.2	DE EFICIENCIA	156
5.2.1	Creación de un Mercado Continuo	157
5.2.2	Distribución del Capital Escaso	157
5.2.3	Determinación y Publicación de Precios de Valores	158
5.2.4	Ayuda en Financiamientos Nuevos	158
6.	CONDICIONES PARA EL DESARROLLO DE UN MERCADO DE CAPITALES	161
7.	INSTRUMENTOS UTILIZADOS EN COLOMBIA PARA PROMOVER EL MERCADO DE CAPITALES	166
7.1	DE TIPO FISCAL	166
7.1.1	Incentivos a la Demanda	166
7.1.1.1	Eliminación de Desincentivos Tributarios	166
7.1.1.2	Incentivos indirectos a la Compra de Valores	172
7.1.1.3	Incentivos directos a la Compra de Valores	173
7.1.1.4	Incentivos al Ahorro Contractual y Colectivo	175
7.1.2	Incentivos a la Oferta	176
7.1.2.1	Crédito Tributario a la Emisión de Acciones	176

7.1.2.2	Rendimiento presuntivo de préstamos a socios y accionistas de sociedades	179
7.1.2.3	La Apertura de Sociedades	179
7.1.2.4	Naturaleza de la Prima de Colocación de Acciones	182
7.1.3	Incentivos Generales	183
7.1.4	Desincentivos generales	185
7.2	INCENTIVOS DE CARACTER NO TRIBUTARIO PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES	187
7.2.1	Transparencia de la Información	187
7.2.2	Democratización Accionaria	190
7.2.3	Actitud Normativa hacia el Reparto de Dividendos	191
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES		193
BIBLIOGRAFIA		

LISTA DE TABLAS

		Págs.
TABLA 1.	Anónimas Vrs. Limitadas. Participación porcentual	32
TABLA 2.	Rendimiento Anual Efectivo de la Acción	34
TABLA 3.	Rentabilidad de Algunos Papeles existentes en el Mercado de Capitales .	36
TABLA 4.	Volumen General de Transacciones 1970 - 1982 Millones de $ corrientes .	38
TABLA 5.	Emisión de Acciones Mercado Primario a Precios constantes. Millones de $.	39
TABLA 6.	Estructura de las fuentes de recursos de inversión de las Sociedades Anónimas de la Industria Manufacture ra. (Porcentajes) .	41
TABLA 7.	Sociedades Anónimas. Indice de Endeudamiento 1.950-1982	42
TABLA 8.	Financiación de la Formación de Capital en el País 1970-1982	112
TABLA 9.	Distribución porcentual de la Inversión Fija a precios Corrientes	113
TABLA 10.	Análisis . Tasa de Interés de algunos Títulos de Ahorro Transferible . %	126
TABLA 11.	Algunos Indicadores Financieros de Empresas Emisoras de Bonos obligatoriamente convertibles en Acciones	138
TABLA 12.	Inflación, Mercado Accionario y Mercado de Renta Fija .	145
TABLA 13.	Indicadores financieros de una muestra de Sociedades Anónimas Manufactureras .	150
TABLA 14.	Tasa de crecimiento de la Inversión .	151

0. INTRODUCCION

La formación del capital como requisito del crecimiento económico y reflejo final del mercado de capitales está condicionada por el volumen total de ahorro disponible que ha de transferirse a la inversión productiva .

El crecimiento económico se encuentra dentro de las necesidades básicas de la mayoría de los países, pero hay que considerar que éste crecimiento económico no existe sin inversión, entonces podemos afirmar que la formación de capital aparte de los recursos externos constituyen uno de los problemas claves .

En el capítulo primero de esta importante investigación trataremos algunos rasgos del mercado de capitales en Colombia . En éste analizaremos el desenvolvimiento económico que ha tenido Colombia en las últimas décadas, es decir el comportamiento del producto interno bruto, volumen de inversión, y las diferentes fuentes de financiamiento. También trataremos aspectos relacionados con la Sociedad Anónima ya que ésta se considera en ente jurídico más adecuado para canalizar sustanciales recursos a la actividad productiva y porque ésta, a pesar del constante decáimiento, todavía representa el mayor motor de nuestro esquema de producción .

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
Biblioteca Universitaria
Fernández de Madrid

También trataremos en este capítulo aspectos relacionados con el nivel de empleo teniendo en cuenta el uso de los recursos financieros, y el porqué los altos niveles de subempleo prevaleciente en la mayoría de los países en vía de desarrollo se deben no sólo a una falta básica y generalizada de Capital sino a que este Capital es poco móvil entre empresas y sectores, de tal modo que gran parte de las empresas se enfrentan a una escasez adicional de capital que es artificial. De ahí surge " El Dualismo " tan frecuentemente observado .

Además tendremos en cuenta las Operaciones de Mercado Abierto que aunque son una modalidad nueva en Colombia, durante los últimos años ha tomado mucho auge, analizaremos el por qué de este auge y otros casos donde ha perjudicado o beneficiado a la economía nacional .

En el capítulo segundo haremos una breve reseña histórica de la evolución que ha tenido el mercado de capitales desde que nace hasta 1985, la manera como éste ha suministrado recursos a la economía como también su comportamiento, teniendo en cuenta nuestros modelos de desarrollo .

En el tercer capítulo analizaremos la incidencia del ahorro personal o familiar en el mercado de capitales y el por qué éste siendo el principal nutriente de éste mercado no le ha permitido tener un buen comportamiento en cuanto al financiamiento de la inversión productiva teniendo en cuenta la distribución del ingreso. Por otra parte analizaremos las causas que han originado pérdida en la capa

cidad de ahorro, como son la inflación como factor fundamental. Tendremos en cuenta la forma cómo se está dando la cuota de ahorro personal en Colombia .

En el cuarto capítulo analizaremos el comportamiento de las diferentes tasas de interés en el mercado de capitales, la manera cómo éstas han sido un factor fundamental y determinante de la dinámica de la sociedad anónima, así como también la incidencia de la inflación en el mercado de capitales teniendo en cuenta la alta tributación frente a la tasa de interés y al ahorro, la manera como se ha dado la inversión productiva en Colombia .

En el capítulo quinto se enmarca las funciones que debe cumplir un mercado de capitales desarrollado; en general un mercado de capitales sirve para la transformación de capital, este hecho nos indica que a través de este mercado se crea un capital adicional que sujeto al buen uso que de él se haga así será capaz de impulsar el desarrollo .

Para el desarrollo de un mercado de capitales es necesario conocer una serie de condiciones las cuales esbozaremos en el capítulo sexto ya que si bien es cierto en Colombia se tienen en cuenta, también es cierto que dejan mucho que desear.

Finalmente el capítulo séptimo contempla los instrumentos que se han utilizado en Colombia para promover el mercado de capitales, encontramos incentivos tanto por el lado de la demanda, como es la eliminación de la doble tributación de

17

la Sociedad Anónima, accionista, persona natural, la cual significa un grava men conjunto bastante elevado. Desmonte del impuesto sucesoral, reinversión de la ganancia ocasional y otros .

Por el lado de la Oferta, tenemos el crédito tributario a la emisión de acciones ya que poco era el interés de las sociedades Anónimas a emitir acciones, debido a dos circunstancias :

La disparidad en los costos y el endeudamiento .

0.1 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Al analizar el comportamiento que ha tenido el mercado de capitales durante los últimos años, podemos darnos cuenta que éste no ha cumplido a cabalidad las funciones encaminadas a incrementar las inversiones productivas indispensables para alcanzar un mejor nivel de vida en el país .

De lo dicho anteriormente se desprende el siguiente interrogante :

Han contribuido de una manera eficiente los incentivos tanto por el lado de la Oferta como de la Demanda a fortalecer el mercado de capitales, de tal manera que le hayan permitido a éste convertirse en una pieza importante en el mercado de recursos financieros del país ?

0.2 DELIMITACION DEL PROBLEMA

0.2.1 Delimitación formal

0.2.1.1 De espacio

Esta investigación tiene como espacio geográfico a todo el país .

0.2.1.2 De tiempo

El tiempo corresponde al período comprendido entre los años 1970 - 1985 . Realizaremos nuestra investigación en este período por ser una época en la cual se ha asignado una importancia significativa al mercado nacional de capitales mediante la realización de simposios y otros eventos con países en los cuales este mercado se encuentra fortalecido, tendiente a corregir las deficiencias de nuestro mercado .

0.2.2 Delimitación material

0.2.2.1 Variable dependiente

Estancamiento del mercado de capitales .

0.2.2.2 Variables independientes

Acelerado crecimiento del proceso inflacionario .

Altas tasas de tributación .

Carencia de fomento al ahorro personal .

0.3 JUSTIFICACION DE LA INVESTIGACION

Todos los investigadores en el campo de las ciencias económicas, debemos reconocer la importancia de contar con un mercado de capitales vigoroso y creciente de manera tal que satisfaga las necesidades de recursos para mejorar las condiciones de vida de amplios núcleos de población .

Este mercado debe permitir canalizar los recursos hacia el desarrollo de las actividades productivas y no a las especulativas del país .

Es necesario conocer la demanda y oferta de recursos en un momento determinado de nuestro mercado de capitales, ya que con base en esto se puede planear de una manera más eficiente los diferentes planes de desarrollo tanto a nivel global, sectorial, regional y mejorar así tanto económica como culturalmente los niveles de vida de los vastos núcleos más deprimidos y necesitados de nuestro país .

Será de mucha utilidad para cualquier entendido en el campo de las ciencias económicas como estudiantes, profesores, críticos, expertos que quieran profundizar sobre aspectos del mercado de capitales .

Este estudio tiene aplicabilidad en el campo de las diferentes clases de inversiones ya que permite que se conozca en un momento determinado la demanda u oferta de recursos del mercado de capitales .

0.4 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACION

0.4.1 Objetivo General

Se persigue describir, interpretar y analizar el comportamiento de los aspectos más relevantes acerca del desarrollo del mercado de capitales en Colombia .

0.4.2 Objetivos Específicos

Se persigue específicamente, describir, conocer y analizar el mercado de capitales frente al desarrollo económico del país, teniendo en cuenta el producto interno bruto, la Sociedad Anónima, el nivel de empleo y las Operaciones de Mercado Abierto .

Describir la evolución histórica del mercado de capitales en Colombia .

Conocer y analizar el ahorro personal, la distribución del ingreso, la inflación y las tasas de interés frente al comportamiento del mercado de capitales .

Conocer las funciones del mercado de capitales como también las condiciones para el desarrollo de éste .

Conocer y analizar los instrumentos utilizados en Colombia para promover el mercado de capitales .

0.5 MARCO TEORICO

El mercado de capitales como fuente de financiamiento a largo plazo de la inversión productiva ha tenido diferentes enfoques los cuales están intimamente relacionados con el momento histórico. Es así como en los planteamientos económicos del mundo antiguo, los cuales tuvieron como principales exponentes a : Aristóteles, Platón, Jenofontes y otros, no tuvieron una visión clara y objetiva a cerca de lo que podría ser un mercado de capitales; su teoría económica solo bastaba para explicar la mayoría de los fenómenos de aquél tiempo. Como consecuencia de lo indiferenciado de la vida social y de la subordinación de los individuos a una iglesia o estado poderoso, las cuestiones económicas estaban inevitable e indiscutiblemente ligadas a la filosofía , la ética, la religión y el derecho .

La base de todo era un cierto sistema de castas, casi todas las formas de actividad económica eran puramente simbólicas o frutos de la esclavitud. Sólo la agricultura escapaba del descrédito y escarnio que los escritores arrojaban sobre el trabajo manual en general. En ésta época del pensamiento económico se tenía muy claro algunas funciones del dinero que se cumplen en la actualidad, tales como ; medio de intercambio, medio de circulación, medida de valor, conservación del valor y patrón para determinación de pagos futuros, pero en contraste con estas correc

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
Biblioteca Universitaria
Fernández de Madrid

tas observaciones acerca de la naturaleza del dinero, está la errónea noción de la productividad de los préstamos, se afirmaba que el dinero, al igual que el cambio, es estéril, puesto que una moneda no puede engendrar otra; el cambio no es sino el intercambio de cosas equivalentes. De acuerdo con ello se condenó el interés . La explicación de este punto de vista estriba en el hecho de que en aquella época, como en los siglos pasados, los préstamos se consideraban más como dinero que como Capital. Por lo general los préstamos no se hacían con fines productivos, sino como simples préstamos personales para casos de apuro . Sólo mucho después, cuando apareció el capital industrial, se comprendió con mayor claridad la función del capital .

Pasando a otra época del pensamiento económico encontramos a la Edad Media , la cual analizaremos a continuación, para explicar el concepto que los pensadores de esta época tenían acerca de lo que podría ser un mercado de capitales .

En esta época se le sigue dando el mismo tratamiento a los préstamos de dinero, es decir, los préstamos no se hacían en general con fines productivos sino para aliviar alguna desgracia, se comprendía y era digna de elogio la prohibición de la usura .

Un préstamo de dinero era considerado como un cambio en la propiedad y el interés como un impuesto sobre el trabajo del prestatario . La equidad exigía que el prestatario indemnizara al prestamista si éste podía probar que por causa de su

préstamo había padecido una pérdida determinada o había perdido una oportuni dad para beneficiarse con otra inversión o habría corrido con el riesgo de que no se le devolviese el préstamo. Finalmente cuando hacia el fin de la Edad Me dia el Capital comercial e industrial adquirió mayor preminencia, la iglesia se vió obligada a reconocer una distinción necesaria y tardía entre interés legítimo y usura legítima. En síntesis en ésta época se seguía desconociendo la presencia de un mercado de capitales, y los fines primordiales que éste debe cumplir en el financiamiento a largo plazo de la inversión productiva .

Luego vendría el Mercantilismo, los escritos de los mercantilistas representaban inevitablemente una ruptura muy apreciable con el pasado. Los economistas ya no eran principalmente filósofos, como en la antiguedad, o teólogos como en la edad media, sino especialistas legos. La economía se secularizó; la riqueza artificial predominó sobre la natural; se defendió al máximo el bienestar material de las naciones excluyendo virtualmente toda otra cuestión; la aparición de nue vos fenómenos económicos ensanchó el horizonte de la especulación económica. Los problemas de la producción y el cambio continuaron absorviendo el mayor interés, pero tratados ahora desde el punto de vista de la relación de la riqueza privada con la pública, se hizo más usual el término " Economía Política " para designar el arte, gracias al cual un pueblo podía hacerse rico y poderoso con el crecimiento nacional .

El aumento sin precedente del Capital encauzó el interés de los pensadores de

esta época hacia aquellas actividades en las cuales este Capital podría ser más provechoso, tales como obras de infraestructuras, aumento del sector ganadero, industria pesquera y subsidio a ciertas manufacturas, tratándose de buscar una mayor eficiencia en el uso del Capital existente en esta época del pensamiento económico. Pero es importante reconocer que el capital industrial, evidentemente, no alcanzó en esta época la importancia suficiente para dar relieve a los problemas de la distribución; sin embargo se creía que salarios bajos significaban costos reducidos .

Respecto al interés, en general se admitió lo incuestionable de su legitimidad; pero además se percibió la relación fundamental entre el interés y la productividad del capital, algunos expresaron la esperanza de que los tipos de interés podrían reducirse y mantenerse bajos permanentemente por la acción del Estado . En síntesis en esta época de transición entre la época Medieval y la moderna , o época mercantilista de acuerdo a lo expuesto anteriormente, se logró percibir algunos aspectos fundamentales de la productividad del Capital; pero no se crearon las bases para poder afirmar con certeza que hubo la intención de crear un mercado de capitales . Por ser una época completamente intervencionista comenzó a desintegrarse porque los negociantes descubrieron por fin que las regulaciones estatales les impedían a menudo colocar su capital y dedicar su tiempo en forma más provechosa.

Más tarde vendría el reinado de la escuela Clásica que comprende los años 1750-1870, el cual analizaremos a continuación.

Durante este período se dió la sistematización del inmenso campo de la ciencia económica, se trataba de explicar todo a través de esta ciencia.

El interés predominante fué el de crear una teoría económica sólida que explicara tal funcionamiento con fines de comprender las leyes económicas. El fin práctico era conocer esas leyes con el objeto de que el Estado no interviniera; los clásicos son partidarios de que los fenómenos económicos se dan en forma espontánea regi dos por leyes naturales.

Esta escuela a través de su mayor representante Adam Smith, plantea un énfasis fundamental en la producción al manifestar que un país es más rico y poderoso en la medida que produzca más.

Smith, con su mayor obra "Naturaleza y causa de las Riquezas de las Naciones", trata de explicar el por qué algunos países se encuentran en condiciones más de sarrolladas que otros.

El Capital es tratado por Smith, en su segundo libro titulado "De la Naturaleza, Acumulación y Empleo de Stock", por Stock entiende Smith, lo que hoy se deno mina generalmente Capital. Aquí hace un examen detallado del Stock, del que

había dicho en su primer libro " Naturaleza y causa de las Riquezas de las Naciones", era uno de los tres factores de la producción, siendo los otros dos el Trabajo y la Tierra .

En el segundo libro Smith, sostuvo que la división del trabajo estaba limitado también por la cantidad de Stock acumulado y era proporcional a esta cantidad , porque tal acumulación , debe ser lógicamente, anterior a la división del trabajo, y por eso el trabajo puede subdividirse cada vez más sólamente cuando el Stock se acumula previamente con mayor intensidad. Se estimó no sólo que la cantidad de negocios, sino también la eficacia de cada empresa económica , son proporcionales a la acumulación de Stock .

En resumen lo que se trató de remachar en este libro fué que en la división del trabajo las funciones del capitalista y el patrono son de máxima importancia , la riqueza se deriva del trabajo, y en cuanto mejor se organice éste es mayor la cantidad de riqueza que se crea . Afirmaba que el Capital, logrado por medio del ahorro y dirigido por el patrón, era la fuerza que ponía en movimiento la maquinaria productiva de la sociedad y determinaba su eficiencia. Después de afirmar que el Stock, ya sea individual o social, era de dos clases, el que se destinaba al consumo inmediato y el que se empleaba para producir un ingreso, y que denomina capital, hace una investigación detallada del capital bajo los dos rubros de " Fijo " y " Circulante ". Luego en un famoso y extenso capítulo sobre el dinero, " El gran timón de la circulación ", en el que aparece un hábil

estudio de los bancos , el papel moneda, y los tipos de cambio, sostuvo que el dinero, a diferencia de otras formas de capital, era una partida de gasto real para la sociedad .

De mucha mayor importancia fueron sus advertencias, sobre las influencias que determinaban la magnitud del fondo de capital de la sociedad. El capital era el resultado del ahorro. " Los capitales aumentan con frugalidad y disminuyen con la prodigalidad y mala conducta ", todo hombre frugal era un benefactor públi co y todo hombre pródigo un enemigo público .

Smith, intentó determinar la cantidad de trabajo productivo que una suma fija de capital pondría en movimiento en las diversas ramas de la actividad producti va. Observando que en la agricultura se requería muy poco o ningún capital en forma de materias primas, ya que el suelo tomaba el lugar de éstas y que la can tidad de capital en forma de herramientas y maquinaria, en proporción al número de obreros empleados, era menor que en cualquier otra ocupación, sacó la conclu sión de que " No hay capital que, en igual circunstancias, ponga en movimiento una cantidad mayor de trabajo productivo que el de la agricultura ". En orden de productividad sigue la manufactura, después el comercio al por mayor y en último término el comercio al menudeo. Es decir le dá una importancia a la asig nación de capital a la actividad productiva, al considerar que una unidad de capital es más productiva en la agricultura que en la manufactura y el comercio en general .

En síntesis en esta época clásica, ya se comienza a vislumbrar la importancia del capital, como uno de los factores importantes, dentro de la producción , y se le da un tratamiento especial dentro de cada rama de la economía, asignándolo en aquellos sectores, donde se creía era más productivo su uso .

Pasando a otra época del pensamiento económico encontramos a la escuela neo liberal, en general esta escuela plantea que sean las fuerzas del mercado, oferta y demanda de recursos financieros los que determinen unos niveles de producción ligados a nuestras necesidades, con una mayor eficiencia desde el punto de vista de la asignación de recursos, pero en ningún momento plantea la redistribución de las riquezas .

Esta es la teoría que se ha desarrollado en Latino América, nos ocuparemos del caso colombiano que con las reformas de 1972 y 1974, se busca darle mayor eficiencia a los factores de la producción, esencialmente al capital .

En Colombia indiscutiblemente se da una escasez de Capital lo cual ha repercutido en el atraso económico que hoy presentamos de tal manera que no contamos con la presencia de un mercado de capitales fuerte y vigoroso, capaz de proporcionar un volumen adecuado de financiamiento al conjunto de la economía.

El mercado de capitales del país en los últimos años ha sufrido grandes transformaciones por dos razones independientes. Desde 1973 la economíca del país fué acli

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
Biblioteca Universitaria
Fernández de Madrid

matandose alrededor de la tésis de la liberación de los mercados financieros con el argumento de que ello conduciría a una mejor asignación de los recursos productivos y una canalización de los ahorros del país hacia aquellas actividades que ofrecieran mayores rentabilidades haciendo caso omiso de las prioridades del desarrollo económico nacional .

Desde 1972 se han trazado varias pautas encaminadas a dinamizar este importante mercado de capitales tales como la realización de simposios y conferencias anuales con diferentes países en los cuales este mercado se encuentra fortalecido . De estos comportamientos han salido diferentes mecanismos para tratar de fortalecer el mercado de capitales, desde diferentes puntos de vista tanto de carácter fiscal, como también por el lado de la oferta y demanda de recursos, con el objeto de conseguir una conveniente adecuación de los instrumentos y canalizarlos hacia aquellas actividades prioritarias de la economía .

Se requiere por tanto, que las personas, empresas e instituciones puedan dirigir los recursos líquidos disponibles hacia determinadas actividades y que haya instrumentos y títulos en crédito apropiado, que en una u otra forma en un momento determinado vayan a tener un comportamiento diferente, y que vayan a restar dinamismo a la actividad económica ya que somos del criterio que nuestro desarrollo económico debe ser integral, es decir contar con el suministro suficiente de recursos para todos aquellos sectores de la economía .

La existencia de un mercado de capitales es básica para acelerar el crecimiento económico, incrementar la capacidad de producción de la economía . En diversos casos fallan los objetivos, metas, planes y programas de desarrollo por que no existe una coordinación entre el sector real de la economía y el financiero, este último juega un papel muy importante, muy decisivo en la realización de los proyectos que se van a desarrollar en un momento determinado donde el tiempo es un factor importante .

Debido a lo anterior se deduce la necesidad de tener un mercado de capitales fortalecido, y organizado técnicamente mediante una programación financiera que permita una buena coordinación entre los sectores públicos y privados .

0.6 SISTEMA DE HIPOTESIS

0.6.1 Hipótesis General

La carencia de efectividad en los incentivos tanto por el lado de la Oferta como por el lado de la Demanda, así como la presencia de algunos fenómenos estructurales de la economía, no han permitido ni en el mediano ni en el largo plazo el fortalecimiento del mercado de capitales en Colombia, de tal forma que éste no ha podido convertirse en el agente dinamizador del mercado de recursos financieros del país .

0.6.2 Hipótesis de Trabajo

El acelerado crecimiento del proceso inflacionario, las altas tasas de tributación para personas naturales y jurídicas así como la falta de una verdadera política de fomento al ahorro personal, empresarial, como de otros importantes incentivos de carácter fiscal, son factores que han contribuido al estancamiento del mercado de capitales en Colombia, permitiendo que éste no cumpla con su papel de agente dinamizador de la demanda de recursos de la economía nacional .

0.7 OPERACIONALIZACION DE LA HIPOTESIS

0.7.1 Definiciones Conceptuales

Ahorro :

Es la parte del ingreso corriente que no se ha asignado para el consumo. El ahorro personal está constituído por el ingreso disponible menos el consumo personal. El ahorro por lo general lo lleva a cabo las unidades familiares y las personas por motivos diversos, como la precaución contra la incertidumbre de la vida futura .

Captación de Ahorro:

Acción o efecto por medio del cual las instituciones financieras atraen, perciben o aprehenden la mayor parte del ingreso corriente no consumida por el público.

Mercado de Capitales :

Se llama mercado de capitales a la concurrencia de un conjunto de demandantes y oferentes de fondos de mediano y largo plazo indispensables para el desarrollo económico. Se hace referencia de este modo a una organización jurídica apta para captar masivamente el ahorro del público y dirigirlo hacia los fines de desarrollo social y económico más deseable.

Proceso Inflacionario:

Es un proceso donde se observan movimientos ascendentes, sostenidos y generalizados en el nivel de precios de un país. Se presenta pérdida del poder adquisitivo del dinero.

Bolsa de Valores :

Establecimiento público o privado donde personas calificadas, realizan operaciones de compra venta de títulos-valores.

Sociedad Anónima :

Es una forma de organización empresarial constituída por un número superior a cinco accionistas que no la administran directamente, sino a través de mandatarios revocables .

Acción :

Parte proporcional del capital pagado de una sociedad anónima .

0.7.2 Definiciones Operativas

Variables	Indicadores	Fuentes
Ahorro Personal	Nivel de ingreso propensión al ahorro propensión marginal al ahorro .	Libros, Revistas y otras publicaciones
Proceso Inflacionario	Indice de precios para obreros, Indice de precios para empleados , Poder adquisitivo del dinero .	Indirectas, estadísticas , y otras publicaciones

Variable	Indicadores	Fuentes
Interés	Tasa de Interés Nominal, Tasa de interés Efectiva	Indirectas documentos, tablas
Tributación	Impuestos Directos, Impuestos indirectos.	Indirectas, estadísticas y documentos .

0.8 METODOLOGIA

Esta investigación la realizaremos basándonos en una observación y análisis de documentos de fuentes secundarias como libros, revistas, periódicos, conferencias y otras .

Por su mismo contenido utilizaremos un aspecto descriptivo, ya que haremos un análisis exhaustivo y explicativo de algunos aspectos e incentivos utilizados en Colombia para tratar de fortalecer el mercado de capitales; también utilizaremos un aspecto evaluativo .

Esta investigación es netamente de diseño bibliográfico .

También analizaremos los diferentes datos de las variables inherentes al mercado de capitales; para presentar un informe porcentual de éstas con el fin de que la situación planteada se interpretada de la forma más clara y correcta posible .

PRESUPUESTO DE LA INVESTIGACION

MECANOGRAFIA	$	50.000.00
FOTOCOPIAS	$	20.000.00
TRANSPORTE	$	6.000.00
HOJAS	$	5.000.00
VARIOS	$	4.000.00
IMPREVISTOS	$	15.000.00
TOTAL	$	100.000.00

CRONOGRAMA DE ACTIVIDADES

ACTIVIDAD I	:	Presentación de Anteproyecto	(6 Semanas)
ACTIVIDAD II	:	Aprobación del Anteproyecto	(4 Semanas)
ACTIVIDAD III	:	Recopilación de Información	(4 Semanas)
ACTIVIDAD IV	:	Clasificación y ordenamiento de Información	(2 Semanas)
ACTIVIDAD V	:	Desarrollo de los Capítulos expuestos	(4 Semanas)
ACTIVIDAD VI	:	Conclusiones	(1 Semana)
ACTIVIDAD VII	:	Presentación de Tésis	(4 Semanas)

1. ALGUNOS RASGOS DEL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA

1.1 EL MERCADO DE CAPITALES FRENTE AL CRECIMIENTO ECONOMICO DEL PAIS .

En una economía existen activos financieros porque los ahorros de muchas personas naturales, personas jurídicas y gobiernos durante un cierto período de tiempo son diferentes a sus inversiones en Activos Reales .

Si los ahorros fueran iguales a la inversión para todas las unidades económicas en una economía durante todo el tiempo, no habría financiación externa, no existieran Activos Financieros y no funcionarían ni el mercado monetario, ni el mercado de capitales .

Cada unidad económica sería autosuficiente , en éste caso, los Egresos ordinarios y las inversiones en Activos Reales serían pagados con los ingresos actuales . Un Activo Financiero se crea únicamente cuando la inversión de una unidad económica en activos reales excede a sus ahorros y financia la diferencia por medio de préstamos o emitiendo valores patrimoniales. Si no hubiera Activos financieros diferen

tes al papel moneda, cada unidad económica podría invertir únicamente hasta el nivel que hubiera ahorrado. Sin activos financieros, entonces una unidad económica estaría bastante restringida en su comportamiento de inversiones .

No puede haber desarrollo sin una conveniente adecuación de los intrumentos de capacitación e inversión de recursos, pués, es necesario canalizar éstos hacia actividades prioritarias de la economía .

Como hemos anotado, no hay crecimiento económico sin un ordenamiento de los recursos financieros, ya que para que un país avance necesita capital. No se debe incurrir en el error de montar primero un proyecto de desarrollo y dejar para después el estudio de su financiación, debido a que muchas veces, estos planes fallan porque además de los fondos internos también necesitan recursos foráneos , que se consiguen principalmente con los organismos internacionales .

Entonces, un mercado de capitales desarrollado debe permitir conocer en un momento determinado los mecanismos y los instrumentos que sirven para financiar el desarrollo económico en forma coordinada .

La existencia de un mercado de capitales es básica para lograr acelerar el crecimiento económico e incrementar la capacidad de producción de la economía . En Colombia indudablemente en las últimas tres décadas se le ha dado una importancia muy significativa a la presencia de un verdadero mercado de capitales , pero

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
Biblioteca Universitaria
Fernández de Madrid

desafortunadamente éste no ha alcanzado el desarrollo requerido para convertirse en pieza fundamental en el mercado de recursos financieros del país y en la actualidad se encuentra en una situación de estancamiento .

Es importante registrar los avances que ha tenido Colombia en su desenvolvimiento económico durante las últimas tres décadas. La tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto de los años ochenta (80), nos permite doblar el nivel de vida en 27 años en tanto que la que alcanzamos en los años cincuenta (50), suponía 87 años. El dinamismo logrado se explica en buena medida por el notable aumento de la propensión media a invertir, es así como esta propensión media a invertir era en 1950 del 14.2 %, mientras que en 1981 ésta alcanzó un nivel del 23.6 %. " Su financiamiento ha provenido del ahorro de las Familias en un 7.4 %, del gobierno en un 6.1 %, del flujo neto del capital extranjero en un 4.0 %, como de las sociedades de Capital en un 2.8 % y de la depreciación en un 8.8 % ". 1./

El ahorro de las Familias ha sido transferido a inversión mediante la intermediación financiera lo que explica en algún grado tanto el auge del sector, 2.5 % del Producto Interno Bruto en 1950, al 12 % del Producto Interno Bruto en 1981, como

---

1./ COMISION NACIONAL DE VALORES (CNV). La Economía Colombiana y el Desarrollo de la Sociedad Anónima en los últimos 30 años, Boletín mensual, Mayo 1983, pág. 2,5 .

42

el menor dinamismo de la captación directa utilizada por las empresas a través de acciones, bonos, etc .

El menor dinamismo del sector empresarial industrial resulta inquietante dada la premisa siguiente : " sobre la industrialización descansa gran parte del crecimiento económico del país por los recursos que promueve, el empleo que genera y los encadenamientos inter-sectoriales que origina ". 2./

Entonces, según los planteamientos descritos anteriormente, el Crecimiento Económico de un país está intimamente ligado a su capacidad de ahorro y a la canalización respectiva de este ahorro a las actividades productivas del país .

En un país con un mercado de Capitales desarrollado, el financiamiento externo se constituirá en un complemento de los recursos financieros que éste pueda recolectar internamente de empresas, personas y gobierno .

El financiamiento de la banca central puede producir recursos inflacionarios que son los llamados " Ahorros Forzosos " pues la emisión monetaria debe ser amorti

---

2./ COMISION NACIONAL DE VALORES (CNV), Incentivos para el Desarrollo del Mercado de Capitales de Colombia. X Conferencia anual de la Asociación Internacional de las comisiones de valores y organizaciones similares. Centro de Convenciones. Cartagena de Indias. Junio 1985 pág. 3 .

zada en los años venideros obligando de esta manera a los deudores, a separar una parte de sus ingresos para cumplir compromisos de este tipo ; pueden ser causa de inflación persistente y factor deprimente del crecimiento real de la economía .

Los ahorros internos constituyen la fuente de recursos más importante dentro de un sano proceso de desarrollo económico. Es importante hacer una distinción en la utilización del ahorro, pués algunas veces se presentan confusiones cuando se realizan estudios de ésta índole. El ahorro en sentido real se establece como la diferencia entre el ingreso y el consumo, el ingreso a su vez está dado por la Remuneración de los factores productivos aportados en el proceso económico : Trabajo , Tierra, Capital y Actividad Empresarial. Ahora bien, el ahorro o sea, la parte del ingreso no consumida, se puede utilizar bien para la compra de bienes de Capital : Fábricas, Maquinarias, Inventarios o lo que es lo mismo, se invierte, y buena parte se puede emplear en la adquisición de activos financieros, esto es lo que se conoce con el nombre de ahorro financiero .

Una finalidad importante del mercado de Capitales es captar este ahorro financiero y canalizarlo hacia aquellas actividades que en un momento determinado puedan acelerar el crecimiento económico del país .

1.2 EL MERCADO DE CAPITALES FRENTE A LA SOCIEDAD ANONIMA .

Es lógico suponer que un mercado de capitales fortalecido capaz de ofrecer la cantidad suficiente de recursos financieros que necesita un país en un momento determinado, va a tener como efecto un desarrollo integral de los diferentes tipos de organizaciones empresariales; en Colombia tenemos la Sociedad Anónima que se ha considerado y es en efecto, el ente jurídico más adecuado para canalizar sustanciales recursos a las actividades productivas. No obstante el decaimiento en nuestro medio de tal tipo asociativo en los últimos años, la Sociedad Anónima todavía representa el mayor motor de nuestro esquema de producción . Así por ejemplo, en el sector manufacturero las sociedades anónimas generan el 63.2 % de la producción y el 46.4 % del empleo, no obstante corresponden sólo 13.7 % de los establecimientos jurídicos industriales (ver Tabla 1) . Con todo su pérdida de dinamismo es preocupante. La inversión neta en 1982 disminuyó en el 4.8% haciendo reducir la participación relativa de éstas frente a las Sociedades Limitadas; de las 700 sociedades disueltas en 1982, 585 fueron Anónimas lo cual representa el 83.6 %, superando este número a las Sociedades Anónimas que se crearon en el mismo año .

En la base del deterioro referido está el paulatino decrecimiento de la rentabilidad operacional de las sociedades. Tomando como referencia una muestra representativa del sector industrial, analizada por la Comisión Nacional de valores , podemos darnos cuenta que las utilidades netas para el conjunto de las sociedades

TABLA 1. Anónimas vs. Limitadas . Participación porcentual . (*)

SOCIEDADES	1957	1962	1966	1970	1974	1976	1978	1979	1980	1983
Número de Establecimientos										
Anónimas	3.2	4.2	4.8	8.3	12.9	12.4	12.2	12.1	12.1	13.7
Limitadas	19.6	21.2	22.8	35.4	53.0	54.7	56.5	58.8	59.9	65.6
Personal Ocupado										
Anónimas	32.1	35.6	40.2	43.4	45.3	44.6	45.9	45.8	46.7	46.4
Limitadas	36.9	32.1	31.5	33.5	35.3	35.5	39.3	39.2	39.5	41.1
Producción Bruta										
Anónimas	42.2	39.0	46.4	60.3	63.3	60.8	63.8	63.2	62.0	63.2
Limitadas	35.5	22.8	24.3	22.6	21.2	23.9	22.2	22.3	22.0	22.1
Valor Agregado										
Anónimas	49.8	44.5	52.4	64.0	67.5	66.2	68.1	66.8	62.9	69.5
Limitadas	31.0	20.3	19.8	19.6	17.2	20.3	18.3	18.4	18.4	20.0

FUENTE : DANE. Revista Síntesis Económica, Febrero 1957 - 1980
Tabulado de la Industria Manufacturera 1983 .

(*) En el total de la industria manufacturera .

también ha venido decreciendo, dando paso a otras opciones de inversión, particularmente financieras .

Estos resultados en parte obedecen a que la productividad del sector manufacturero medida por la relación Valor Agregado / Trabajador, ha tenido un lento crecimiento originado en razones tales como : baja utilización de la capacidad industrial (70 %), deficiencias en los sistemas de administración y planeación, crecimiento en los costos y gastos (Fundamentalmente los financieros y los laborales) y obsolencia de la maquinaria y el equipo .

La baja rentabilidad del Capital de riesgo necesariamente había de reflejarse en la rentabilidad de las acciones; es así como la rentabilidad media de las acciones durante el período 1980 - 1984 fué apenas del 11.13 % (ver Tabla 2). Bastante inferior a la registrada en los activos financieros, corrientemente superiores al 30 % a más de su liquidez a corto plazo (ver Tabla 3) .

No es de extrañar entonces que el mercado de Acciones en Colombia y muy especialmente las nuevas emisiones atraviesen por un período de crisis. Esta crisis no es nueva, puede afirmarse que ella se remonta a los años setenta (70) cuando la Sociedad Anónima comienza a perder el empuje que tuvo durante los años cuarenta y cincuenta .

TABLA 2. Rendimiento Anual Efectivo de la Acción .

	Precio de compra 1980	Rendimiento Anual efectivo por dividendo	Precio de venta 1984	Rendimiento Anual efectivo por dividendo más valorización
ALIM-BEBIDAS-TABACO	$	%	$	%
Industrias Noel	37.08	10.53	49.90	7.33
Nacional de Chocolates	54.54	7.29	34.34	2.51
Bavaria	31.99	16.22	28.13	13.64
Cervecería Aguila	N.N	—	—	—
Cervecería Unión	115.29	20.37	125.66	22.07
Nal.de Cigarrillos	11.96	13.11	—	—
Cia.Col.de Tabaco	33.35	19.62	25.79	14.54
TEXTILES CUERO				
Coltejer	26.77	15.34	9.66	4.07
Tejicondor	31.83	12.65	12.09	8.19
Tejidos Unica	11.09	8.56	3.90	14.15
Fabricato	32.51	11.37	6.83	19.90
Manufact. La Corona	12.28	27.67	20.00	36.88
Cokurtidos	108.97	10.87	41.92	7.52
PAPEL QUIMICO CAUCHO				
Cartón Colombia	23.47	11.41	22.10	10.38
Abocol	81.83	1.30	71.00	2.11
Croydon	N.N	—	N.N	—
MINERALES NO MET.				
Eternit	17.19	28.63	31.16	40.34
Cementos Argos	140.47	7.32	73.99	5.70
Cementos Boyacá	20.61	32.40	20.50	32.36
Cementos Caldas	40.00	—	—	—
Cementos Caribe	50.10	7.94	33.90	0.28
Cementos Diamante	30.42	30.00	43.20	36.34
Ladrillos Moore	N.N	—	N.N	—
Ladrillos Santa Fé	3.00	40.46	3.47	42.84

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
biblioteca Universitaria
Fernandez de Madrid

Cont. TABLA 2. Rendimiento Anual Efectivo de la Acción .

	Precio de compra 1980	Rendimiento Anual efectivo por dividendo	Precio de venta 1984	Rendimiento Anual efectivo por dividendo más valorización
METALICAS BASICAS	$	%	$	%
Acerías Paz del Río	33.72	10.85	11.72	10.36
Sidelpa	74.42	7.21	28.00	13.56
METALMECANICA				
Peláez Hnos	40.00	54.82	40.00	54.82
Industrias Bundy	41.00	65.83	43.00	66.37
Colmotores	21.09	6.24	12.75	5.84
Heliacero	42.40	19.95	28.00	12.86
COMERCIO-TRANSPORTE				
Cadenalco	26.02	6.86	21.98	3.06
Carulla	912.55	22.78	497.67	13.07
Avianca	9.38	9.02	5.06	1.12
Rentabilidad		18.50		11.13
Desviación estándar		14.88		22.19

FUENTE: Comisión Nacional de Valores.
Incentivos para el desarrollo del mercado de Capitales. X Conferencia Anual de la Asociación Internacional de las Comisiones de Valores y organizaciones similares . 1985 .

52595

TABLA 3. Rentabilidad de algunos papeles existentes en el Mercado de Capitales .

ACTIVO FINANCIERO	Madurez	Rentabilidad Efectiva antes de Impuestos	Rentabilidad efectiva después de Impuestos.
UPAC Cuenta de Ahorro	90 dias	26.00 %	22.2 %
CDT-UPAC	360 dias	30.8 %	27.6 %
T.F.A.I.	90 dias	28.5 %	23.35%
	180 dias	30.87%	25.36%
C.C.V.	90 dias	29.85%	24.45%
	180 dias	31.67%	25.95%
T.A.N	90 dias	28.65%	23.47%
	180 dias	30.84%	25.27%
	270 dias	32.25%	26.42%
	360 dias	33.68%	27.59%
C.E.V.	180 dias	33.98%	27.83%
Papeles Comerciales			
Avianca . .	360 dias	37.64%	30.83%
Cédula B.C.H.	5 años	29.38%	24.06%
	10 años	29.57%	
C.D.T.	28% T.A.	33.68%	27.6 %
	31% T.A.	35.08%	31.20%

. Para personas con una tasa de tributación del 25 %

.. No hay en este momento emisión en el mercado .

FUENTE : C.N.V. X Conferencia anual de la Asociación Internacional de las Comisiones de Valores y Organizaciones Similares . 1985 .

Al hacer un análisis del índice de crecimiento de las transacciones de acciones durante la última década, podemos damos cuenta como hasta 1980 el volumen de ahorro que se estaba movilizando a través del mercado de acciones era prácti camente el mismo de diez años atrás. En 1980 se registra un movimiento en las transacciones de acciones que se explica fundamentalmente por las gigantescas transacciones de " Toma de control " , que hubo durante ese año. Pero el compor tamiento del mercado bursátil durante la década, que alcanzó su punto más bajo en 1975, muestra claramente la falta de dinamismo que vienen registrando las acciones. En 1982 las acciones decaen de nuevo y sólo representan el 5.5 % del valor transado en la Bolsa de Bogotá (ver Tabla 4) .

El panorama del mercado de acciones es aún más melancólico cuando se conside ran las nuevas emisiones de acciones que han salido al mercado primario en los últimos años (ver Tabla 5), allí se observa que en 1981, por ejemplo, el valor a precios constantes de las nuevas emisiones fué apenas un tercio de las que se habían registrado cinco años antes, cuando ya eran bastante insignificantes. De estas emisiones sólamente un poco más del 50% correspondió al sector manufactu rero. En las nuevas emisiones de acciones ha tenido mucha importancia las del sector bancario (que en 1981 representaron un 38% del total), emisiones éstas que han debido hacerse para mantener los índices de endeudamiento permitidos por la Ley (Relación Capital/Pasivos). Si este factor no se tiene en cuenta, las emi siones de acciones que se han traducido en fortalecimiento patrimonial del sector productivo son aún más reducidas .

TABLA 4 — Volumen General de Transacciones
1970 – 1982
Millones de $ Corrientes

	Acciones		Renta Fija		PAS		Cert. Cafetero		Cat.		Lit. Part.		Cert. Cambio		Otros (1) Pap. con Des.		
Año	Valor	% del Total	Valor	% del Total	Valor	% del Total	Valor	% del Total	Valor	% del Total	Valor	% del Total	Valor	% del Total	Valor	% del Total	TOTAL
1.970	809.0	57.1	303.0	21.4	—	—	—	—	304.0	21.5	—	—	—	—	—	—	1.416.0
1971	521.0	47.2	161.0	14.6	—	—	—	—	422.0	38.2	—	—	—	—	—	—	1.104.0
1972	437.0	28.6	249.7	16.4	—	—	—	—	833.5	54.6	—	—	—	—	6.5	0.4	1.526.7
1973	754.6	33.5	398.7	17.7	—	—	—	—	1.096.3	48.7	—	—	—	—	2.0	0.1	2.251.6
1974	784.9	23.3	992.1	29.5	—	—	—	—	1.583.9	47.0	—	—	—	—	5.6	0.2	3.366.5
1975	601.4	23.8	598.2	23.6	474.6	18.8	—	—	851.8	33.7	—	—	—	—	2.3	0.1	2.528.3
1976	820.6	16.2	1.638.8	32.4	1.924.1	38.1	—	—	672.6	13.3	—	—	—	—	0.3	N.S.	5.056.4
1977	1.373.6	6.7	3.948.50	19.1	242.0	1.2	—	—	479.1	2.3	—	—	14.573.0	70.6	19.3	0.1	20.630.5
1978	3.865.5	14.6	4.006.5	15.1	—	—	—	—	707.0	2.1	—	—	17.842.0	67.4	52.5	0.2	26473.5
1979	5.455.6	16.3	2.175.6	7.3	—	—	—	—	1.709.8	5.7	2.639.7	8.9	17.810.2	59.7	13.7	0.1	29.804.5
1980	6.733.6	14.0	1.819.2	3.8	—	—	—	—	1.952.0	4.1	19.810.3	41.3	17.644.3	36.7	43.3	0.1	48.002.9
1981	12.191.1	16.5	3.474.8	4.7	—	—	2.050.2	2.8	2.686.3	3.7	28.172.1	38.3	24.839.3	33.7	250.6	0.3	73.592.7
1982	3.639.8	5.5	11.019.9	16.6	—	—	7.995.7	12.1	4.061.3	6.1	4.011.1	6.0	34.688.9	52.4	827.5	1.2	66.244.2

Fuente. Bolsa de Bogota.

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
Biblioteca Universitaria
Fernandez de Madrid

TABLA 5 — Emision de Acciones Mercado Primario a Precios Constantes

Millones de $

	Emision 1977	Valor Coloc	% Coloc	Emision 1978	Valor Coloc	% Coloc	Emision 1979	Valor Coloc	% Coloc	Emision 1980	Valor Coloc	% Coloc	Emision 1981	Valor Coloc	% Coloc
Manufacturero	157.7	143.3	91.2	248.8	246.2	98.9	131.3	116.0	88.3	228.6	216.7	94.8	68.4	59.0	86.3
Financiero	304.5	235.0	77.2	279.4	275.5	98.6	330.1	319.9	96.9	298.2	287.4	96.4	44.8	38.0	84.9
Comercio y Servicio	39.2	39.2	100.0	18.4	18.3	99.7	22.6	18.9	83.6	34.8	34.5	99.0	52.1	51.5	98.4
TOTAL	501.4	418.0	83.4	546.6	540.1	98.8	484.0	454.8	94.0	561.6	538.6	95.8	165.2	148.6	89.9

Fuente Bolsa de Bogota

La inflación que ha registrado Colombia en las últimas décadas ha corroido tam bién el mercado de acciones al ser éste menos sensible que otros activos (Finan cieros, bienes raíces) a las variaciones en los precios. La situación es relievante al recordar que durante el período 1950 - 1980 el índice de precios aumentó 72 veces en tanto que el índice de valor de las acciones tan sólo lo hizo 6 veces. Este decaimiento en la capitalización accionaria como fuente de financiamiento de la industria manufacturera, viene reflejándose en altos y crecientes niveles de endeudamiento y en el consecuente marchitamiento de los aportes de capital como fuente de financiamiento del sector. Mientras en la primera mitad de los años cuarenta, el 44.5 % de sus recursos los obtenía la Sociedad Anónima de apor tes de Capital, hoy en día apenas representa un 4 % aproximadamente (ver Tabla 6), al tiempo que el 96.2 % de los recursos se originan en la retención de utili dades y en el endeudamiento externo, usualmente a corto plazo (ver Tabla 6 y 7).

Este fenómeno es bien preocupante porque está colocando al sector manufacturero en situación de fragilidad financiera dado el alto nivel de endeudamiento frente a oscilaciones en la tasa de interés o frente a los ciclos recesivos de la econo mía .

Paralelamente al decaimiento accionario, el país ha venido registrando un proce so creciente de concentración económica originado unas veces, en decisiones de círculos excluyentes otras en resultados naturales del mercado, otras atendiendo conveniencias técnicas.

TABLA 6. Estructura de las fuentes de recursos de inversión de las Sociedades Anónimas de la Industria Manufacturera. (Porcentajes) .

PERIODO	Utilidades No Distribuidas	Aportes de Capital	Préstamos	TOTAL
1940-44	21.7	44.5	33.8	100.0
1945-49	21.9	43.7	35.4	100.0
1950-54	39.1	33.5	27.4	100.0
1955-59	41.1	33.1	25.8	100.0
1960-64	30.1	27.8	42.1	100.0
1965-69	47.9	9.9	42.2	100.0
1970-74	46.8	6.5	46.7	100.0
1975-78	36.6	4.8	58.6	100.0
1979-82	29.0	3.7	67.2	100.0

FUENTE : El sector Financiero en la Década de los Ochenta .

ASOBANCARIA . Página 418

1940-1960 Pieschacón, Camilo. " La política económica y el mercado bursátil ", " El Mercado de Capitales en Colombia 1973 ", Banco de la República y Asociación Bancaria .

1960-1978 Junquito, Roberto y Castro. Yesid. " La Financiación de la Industria Manufacturera, Fedesarrollo, 1979. El año 1959 se interpoló como promedio de 1968 y 1970. Las cifras hasta 1973 provienen de Superanónimas, mientras que para el período 1974-1978 se tomaron de la encuesta industrial de Fedesarrollo .

1979-1982 Comisión Nacional de Valores. Formulación de Capital, Productividad y Desarrollo Industrial. Boletín Mensual 1984 .

TABLA 7. Sociedades Anónimas. Indice de endeudamiento. 1950 - 1982

PERIODO	INDICE
1950	24.0
1951	27.0
1952	27.0
1953	32.0
1954	31.0
1955	29.0
1956	32.0
1957	32.0
1958	34.0
1959	35.0
1960	37.0
1961	37.0
1962	40.0
1963	40.0
1964	43.0
1965	43.0
1966	45.0
1967	44.0
1968	44.0
1969	46.0
1970	43.9
1971	47.4
1972	49.8
1973	53.7
1974	57.0
1975	60.5
1976	62.1
1977	61.6
1978	61.1
1979	65.1
1981	72.9
1982	75.6

FUENTE : Camilo Pieschacón V. La Política Económica y el Mercado Bursátil · Mercado de capitales en Colombia. 1973 Capítulo 3. Cálculos de División de desarrollo del Mercado. Comisión Nacional de Valores. Superintendencia de Sociedades. Evolución en la década del Setenta.

El país ha hecho conciencia de los nocivos efectos de tal proceso: ineficiente asignación de recursos, abusos en el mercado financiero, agravación de las tensiones sociales y políticas, inequitativo reparto de los frutos del progreso , etc . Para dimensionar el proceso creciente concentrador basta mencionar que en 1974, los pequeños y medianos accionistas (propietarios de menos de 50.000 acciones) correspondían al 99.6 % y poseían el 42.5 % de las acciones inscritas en Bolsa . En 1982 sólo poseían el 20 % de las acciones en tanto que los grandes accionistas 0.6 % del total, han aumentado su control al 80 % del capital accionario. Nóte se la gravedad de éste resultado al referirse a las empresas inscritas en Bolsa, las que al menos teóricamente ofrecen al público en general la posibilidad de participar en la propiedad de las mismas .

La retención de utilidades, fuente alterna de financiamiento empresarial, si bien representa el mayor valor de las cuentas patrimoniales han venido perdiendo participación relativa, significando en los últimos años cerca del 30 %. (ver Tabla 6) Esto se explica, de una parte, por el menos nivel de utilidades que registran las empresas y, de otra, por la presión que el mercado ha impuesto para un mayor reparto de dividendos, en su afán por competir con las opciones de inversión financiera que en 1970 eran de 64.4 %, y alcanzando en 1983 un 77.3%. 3./

3./ COMISION NACIONAL DE VALORES (CNV). La política de Dividendos de la Sociedad Anónima en Colombia 1979-1983, Boletín mensual No.7, 1984. Pág. 60.

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
Biblioteca Universitaria
Fernandez de Madrid

Los anteriores son apenas algunos elementos, de la crísis por la que atraviesa el mercado bursátil colombiano; del preocupante alejamiento que ha venido tenien do el pequeño y mediano ahorrador del mercado de acciones; de la debilidad del financiamiento de las sociedades; y del decaimiento que refleja la sociedad anó nima .

Esta tendencia es alarmante por diversas razones :

a. Es preocupante para el mismo sector industrial la alta dependencia del cré dito a corto plazo en que ha caido, y la reducida base accionaria o de sus posibi lidades de crecimiento y de ensanche que está colocando en situación de eviden te fragilidad financiera .

b. Las repercusiones que tiene el excesivo endeudamiento del sector privado y la pérdida de importancia del Capital accionario, como fuente de recursos, es tá traduciéndose en una excesiva demanda por crédito en la economía colombia na, lo cual introduce elementos adicionales de desorden en el sector financiero al encarecer la tasa de interés e invitar a inversiones especulativas .

c. Toda vez que el precio de las acciones han mostrado una tendencia decre ciente en los últimos años, muchas veces por debajo del valor patrimonial de las mismas acciones, han inducido la toma de empresas y el retiro de pequeños y me dianos accionistas del mercado, agravándose el problema de la concentración .

Finalmente y como elemento particular del mercado de acciones, los Fondos de Inversiones, herramientas teóricamente idónea para movilizar grandes recursos estables de ahorradores pequeños y medianos, han venido perdiendo participación en el mercado de Capitales. Entre 1969 y 1970 llegaron a manejar cerca del 13 % del ahorro financiero mientras que en 1982 su participación se había reducido al 0.3 %..

1.3 EL MERCADO DE CAPITALES FRENTE AL COMPORTAMIENTO DEL NIVEL DE EMPLEO .

En lugar de explicar el desempleo y el subempleo en términos de la oferta de trabajo, o sea de las imperfecciones y distorsiones en el mercado laboral, nos vamos a centrar en la demanda de mano de obra y es por eso que atribuimos el problema de empleo no tanto a limitaciones tecnológicas como a imperfecciones del mercado de capitales . Es decir, los altos niveles de subempleo prevalecientes en la mayoría de los países en vía de desarrollo se deben no sólo a su falta básica y generalizada de capital sino a que este capital escaso es poco móvil entre empresas y sectores, de tal modo que gran parte de las empresas se enfrentan a una escasez adicional de capital que es artificial. De ahí surge el dualismo tan frecuentemente observado .

Coexisten unas pocas empresas con tecnologías exageradamente intensiva en capital que ocupan de manera relativa poca mano de obra, con una abundancia de

empresas que por su escasez aguda de capital emplean demasiada mano de obra a niveles ínfimos de productividad (Sub empleo) y con tencologías exagerada mente intensiva en mano de obra. Así, el subempleo resultante es más bien conse cuencia y reflejo de una imperfección en el mercado de capitales. Por tanto la solución de éste subempleo requiere actuar en el mercado de capi tales, donde reside la causa fundamental y no tanto en el mercado laboral donde se manifiesta.

Existen causas fundamentales que han permitido esta inmovilidad del capital, sean estas : la segmentación del mercado internacional de capital, la virtual ausencia del mercado interno de capital a largo plazo, o el acceso desigual de empresas grandes, medianas y pequeñas al capital disponible. Entonces es lógico plantear que cualquier impedimiento a la inamovilidad perfecta de capital afecta mayor mente a las empresas y los sectores más intensivos en mano de obra, por lo tanto agudizan su estrechez de capital y limitan su expansión a su capacidad de autofi nanciamiento .

Colombia por encontrarse en un caso extremo de subdesarrollo, por su escasez de capital propio, sufre de la inamovilidad de capital, lo cual repercute en la capa cidad productiva del país y por ende en el volumen total de empleo. En la medida en que ciertos recursos sean canalizados hacia aquellas actividades que requieren gran cantidad de mano de obra como es el caso de la agricultura y la construcción no descuidando los otros sectores, se va a dar un incremento en el volumen de em pleo lo cual tiene su incidencia en un mejor bienestar para el pueblo colombiano .

En cuanto a la segmentación del mercado internacional de Capital, el problema no es que se cobren altas tasas de interés a los países escasos de Capital, como lo es el nuestro, sino que de hecho el movimiento de capital hacia estos países ha sido muy inferior de lo que las diferencias en las tasas de retorno justificarían .

En consecuencia los países en desarrollo que por lo general son escasos en capital, caso colombiano, han estado forzados a trabajar en sectores y con tecnologías más intensivas en mano de obra que lo que sería óptimo con una movilidad perfecta de capital. Por tanto no sólo es menor su producción sino que su mano de obra ha tenido que subocuparse en trabajos de escasa productividad e ingresos .

Por otra parte, el poco capital internacional disponible suele canalizarse preponderadamente a las empresas más grandes, por lo común las más intensivas en capital, y no a las que están dispuestas a pagar mayores intereses. Algo similar sucede con el capital nacional o internacional canalizado en vía al sistema bancario interno .

En gran parte el limitado acceso de la mayoría de las empresas al mercado interno de capital se debe a que éste existe y funciona sólo al " por mayor " , es decir para grandes operaciones con grandes empresas. Hay importantes franjas del mercado de capitales que virtualmente no existen " AL DETALLE " . De hecho varios países carecen de un mercado de capital de largo plazo, lo cual perjudica en especial a los sectores con poco capital e intensivos en mano de obra, como

la construcción, cuya expansión tiene que limitarse a sus escasos recursos propios. A su vez el único crédito disponible a mediano plazo para la pequeña y mediana empresa suele ser el del proveedor de equipos. El resto está disponible sólo a las empresas más grandes. Como las empresas pequeñas y las medianas suelen ser más intensivas en amno de obra, o como se centran en actividades menos intensivas en capital como en el caso de la agricultura entre otras, su expansión se ve restringida a su limitada capacidad de financiamiento propio .

Por otro lado, nuestro mercado de capitales, un mercado que nació y está vivo pero desafortunadamente para el país éste se encuentra en un estado de estancamiento total, por lo tanto se encuentra muy sesgado contra la pequeña y mediana empresa, tanto en cuanto a acceso como a la que las tasas de interés se refiere . Indudablemente que los riesgos y los costos de administrar préstamos a empresas pequeñas son mayores. Y un mercado de capitales eficientes reflejaría esto en mayores tasas de interés, o creación de instrumentos de garantía especial para ellos. Sin embargo raras veces es así. Por lo tanto, en general los diferenciales en interés de las instituciones financieras establecidas son pequeñas, de tal modo que su crédito es racionado en cantidad y no en precio en perjuicio de la empresa pequeña, intensiva en mano de obra. Por lo tanto la empresa pequeña debe depender de sus escasos recursos propios o recurrir al consiguiente costoso financiamiento informal, a veces hasta cinco veces superior a las tasas de interés del sector formal .

Por otra parte, hay reticencia de parte de los proveedores de capital de invertir en empresas que ellos mismos no controlan esto tiene dos efectos :

a. La gran parte de la inversión de una empresa es financiada con recursos propios, este hecho es observado en casi todos los países en vía de desarrollo .

b. La nueva inversión privada tiende a ser tan concentrada como lo es la riqueza. No obstante, tal concentración de capital de por sí significa que se adopten técnicas intensivas en capital. Lo anterior nos obliga hacer un comentario acerca de una situación que suele darse en la realidad : los grandes poseedores de capital no disponen de una capacidad empresarial infinitamente elástica. Es decir que deben ahorrar su más o menos escasa capacidad empresarial. De ahí que prefieran tecnologías que usen su abundante capital pero ahorren mano de obra, pues las técnicas intensivas en mano de obra suelen requerir una estructura ejecutiva mucho más extensa y compleja que sobrepase su capacidad gerencial y que además arriesga diluir el poder y control del dueño. Por tanto los grandes proveedores de capital no sólo suelen invertir sus capitales en sus propias empresas, sino que prefieren concentrar sus capitales en sectores intensivos en capital, para conservar su control sobre las empresas y ahorrar su capacidad gerencial. Por consiguiente el capital disponible en el país en cada período se asigna no tanto según las perspectivas económicas de la empresa sino según su dotación inicial de capital .

Esta alta correlación entre dotación inicial de capital y acceso a nuevo capital

resulta en que las empresas de capital intensivas y abundantes en capital tienden a sobre invertir en ellas, mientras que las empresas escasa en capital y normal mente más intensiva en mano de obra ven su expansión restringida a su limitada capacidad de financiamiento propio o se ven obligadas a expandirse con base en técnicas demasiado intensivas en mano de obra . En consecuencia, tales empre sas quedan subcapitalizadas con mano de obra subocupada y capacidad empresa rial subutilizada .

Aparte del efecto de las políticas económicas muchas veces es la propia inversión estatal la que limita la movilidad de capital y en forma importante .

A menudo el sector público reserva para sí actividades consideradas estratégicas, que suelen requerir no solo grandes volúmenes de capital sino usar técnicas inten sivas en capital. Esto no sólo significa que la inversión pública es canalizada preferentemente a estas actividades en desmero de actividades intensivas en mano de obra, del sector privado, sino que también los créditos externos van preferen temente para estas actividades que gozan de una garantía estatal . Así, las acti vidades más intensivas en capital, las " estratégicas del sector público ", suelen tener su financiamiento asegurado, mientras que las actividades más intensivas en mano de obra tienen su expansión limitada a su capacidad de financiamiento propio .

Por otro lado, las empresas públicas que generan utilidades como las extractivas,

tienden a financiar su nueva inversión con recursos propios y a tomar prestado en el exterior menos de lo que podrían. Esto lógicamente tiene sus desventajas ; ellas tienen amplio acceso al mercado internacional y de capital, y en buenas condiciones, mientras que la mayoría de las empresas internas no lo tienen. Por tanto, al usar recursos propios no liberan ese capital externo potencial para otros proyectos nacionales sino que sencillamente reducen lo que queda disponible, es decir lo que queda de estos ahorros públicos una vez realizadas las inversiones en dichas industrias, y en la medida en que estas empresas públicas consideran que las utilidades les pertenecen en forma preferencial, pueden actuar como si se enfrentaran bajos costos de capital y así adoptarán técnicas demasiado intensivas en capital .

De tal modo , en lugar de actuar como un intermediario financiero entre sectores con fácil acceso al capital y sectores con poco acceso , o promover tal intermediación, el sector público así mantiene o empeora la movilidad imperfecta del capital en la economía .

En síntesis, existe una estrecha relación entre lo que podría llamarse un mercado de capitales fortalecido y desarrollado y un alto nivel de empleo ; es lógico afirmar que un mercado de capitales en estas condiciones capaz de permitir una movilidad perfecta de recursos entre empresas y sectores intensivos en mano de obra no descuida la alta tecnología daría como resultado un incremento general y notorio en el volumen total de empleo permitiendo que más población económico

mente activa se incorpore a la capacidad productiva del país, pero en Colombia desafortunadamente esto deja mucho que desear, el estancamiento de nuestro mercado financiero a largo plazo no ha permitido una movilidad eficiente de recursos de tal modo que los sectores intensivos en mano de obra han tenido que soportar estas deficiencias e imperfecciones de nuestro mercado.

1.4 EL MERCADO DE CAPITALES FRENTE AL COMPORTAMIENTO DE LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO.

Por operaciones de mercado abierto (OMA) en un sistema económico, se entiende la venta no obligatoria de bonos por parte del Banco Central, en nuestro caso el Banco de la República, al público en general con el fin de recoger dinero a cambio de esos títulos o bonos .

Esta transferencia de recursos monetarios del sector privado al Gobierno puede tener una de dos finalidades :

a. La primera es de orden netamente fiscal y se origina cuando el Gobierno utiliza el dinero captado para financiar sus requerimientos de gasto público; ejemplo concreto de este tipo de operaciones son los Títulos de Ahorro Nacional (TAN) cuya emisión o colocación fué autorizada por el Congreso Nacional con el fin exclusivo de contribuir a solucionar parcialmente el desequilibrio existente entre los ingresos tributarios y los compromisos de gasto .

b. La segunda finalidad y la que en estricta ortodoxia debe originar las operaciones de mercado abierto, es de orden monetario y tiene como objetivo fundamental recoger dinero en circulación en épocas en las cuales se considera que existen riesgos inflacionarios como consecuencia de un excesivo grado de liquidez monetaria .

Para que las operaciones de mercado abierto sean eficaces desde el punto de vista monetario, es indispensable que el Gobierno no devuelva al sistema económico por la vía del gasto el dinero captado, sino que lo congele o esterilice en el Banco Central .

Hasta mediados de la década de los 70's el instrumento de control monetario más utilizado en nuestro país fué el encaje bancario con el inconveniente de que en opinión de los técnicos, llegó a situarse en niveles excesivos o fué necesario recurrir a medidas extremas como la aplicación del encaje marginal del ciento por ciento .

La imposibilidad de seguir operando con un solo instrumento de control monetario condujo entonces a las autoridades monetarias a implantar por primera vez las operaciones de mercado abierto; estas en Colombias tuvieron su origen en la Bonanza Cafetera de 1975, gracias a la cual se generó la posibilidad de que los medios crecieran durante esa década a una tasa promedio anual de 22.5 % (en las dos décadas anteriores, dicha tasa fué de 18.2 y 15.2 respectivamente).

Las operaciones de mercado abierto no son exclusivamente una práctica contraccionista cuya utilización se puede circunscribir a períodos de desbordamiento de los medios de pago, sino una herramienta permanente para llevar a cabo el manejo monetario de la economía en lo que se refiere tanto a las necesidades contraccionistas como expansionistas. Para efectos prácticos de su utilización en Colombia, suplantaría, en gran parte, las dos herramientas tradicionalmente empleadas con este fín, a saber, el encaje y el redescuento, con la diferencia de que las operaciones de mercado abierto potencialmente constituyen un medio mucho más flexible y eficiente. Por lo tanto, no se debe abordar el tema de las operaciones de mercado abierto como una herramienta para congelar medios de pago en los casos de las bonanzas cafeteras u otros desórdenes monetarios excepcionales, sino como una alternativa de manejo monetario cotidiano más apropiada que el redescuento y el encaje .

Es importante anotar que para que se den operaciones de mercado abierto, el Banco Central debe realizar tanto operaciones de carácter contraccionista como de carácter expansionista. Las unas y las otras no son solo complementarias sino interdependientes. Pués a menos de que el Banco de la República adquiera para su cartera títulos del Gobierno cuando la economía requiera liquidez adicional, no estará capacitado para realizar operaciones de carácter contraccionista a través de la venta de los títulos de su cartera, cuando convenga recoger medios de pago .

Con la implantación de las operaciones de mercado abierto se dieron origen a la creación de diferentes títulos, es así como se autoriza al Banco de la República en

1974, Resolución 4, para emitir los Títulos de Participación, en 1975 Resolución 70, para emitir los Títulos Canjeables por Certificados de Cambio, en 1977 Resolución 25, para expedir los Certificados de Cambio, en 1979 Resolución 12, para expedir los Títulos Agroindustriales, y finalmente en 1979 Resolución 60, para emitir y colocar los Títulos de Participación bajo una nueva modalidad que es básicamente la que se aplica en la actualidad.

Los Títulos de participación fueron creados por la Resolución 4a, de 1974 de la Junta Monetaria. Es interesante anotar como con el objeto de darles una connotación de auténticas operaciones de mercado abierto la junta monetaria autorizó en aquella ocasión al Banco de la República con miras a regular el mercado monetario, para intervenir en el mercado abierto mediante la emisión y colocación de Títulos de Créditos representativos de deuda pública en su poder, hasta por una cuantía de 500 millones. Una parte de los activos del Banco de la República está representada por los pagarés y en general títulos representativos de la deuda que el Gobierno ha acumulado a través de los años en el Banco de la República. Originalmente, entonces, los títulos de participación (de allí su nombre) se expidieron como títulos representativos de las acreencias del Gobierno Nacional para con el Banco de la República, derivadas de operaciones de deuda pública monetizada por el Banco Central.

Los títulos de participación se emitieron originalmente como documentos al portador que podrían ser negociados por los particulares en las Bolsas de Valores o por

intermediarios financieros directamente en el Banco de la República. Su rendimiento estaba determinado por el descuento que sobre el valor nominal determinara el mercado .

Cuando en 1979 se decidió reestructurar los títulos de participación, la junta monetaria le introduce a través de la Resolución 60 de aquél año algunas modificaciones al diseño original. Pasaron a ser documentos a la orden. Se fijó plazos de 15, 30, 60 y 90 días. Continuaron vendiéndose a descuento sobre el valor nominal de acuerdo con la oferta y demanda que registraba el mercado y finalmente se establecieron dos mecanismos que habrían de introducirles a estos títulos una gran flexibilidad ; la primera hace relación al monto de las emisiones. La segunda a su rendimiento. La Junta Monetaria determina periódicamente de acuerdo con los presupuestos monetarios las cuantías de títulos de participación que podrá colocar el Banco de la República en el mercado. El Banco de la República, a su turno, informa mensualmente a la Junta Monetaria sobre las colocaciones que ha ya realizado. Igualmente, con el objeto de facilitar el pago de los intereses que demandaba la colocación de los títulos, y que de no asumirlos el Gobierno Nacional habrían agravado severamente el Balance del Banco de la República, se autorizó a éste por medio del Artículo 3°. de la Resolución 60 de 1979 para invertir en títulos canjeables o certificados de cambio, en las proporciones que periódicamente autorice la Junta Monetaria, los recursos que se capten en desarrollo de esta Resolución. De esta manera se encontró un mecanismo en virtud del cual es el Gobierno a través de la cuenta especial de cambios y con cargo a las reservas in

ternacionales, quien finalmente asume el costo de colocación de los títulos de participación.

De esta manera el mecanismo de los títulos de participación quedó diseñado de manera bastante flexible. Su rendimiento no está predeterminado sino que puede irse ajustando a la evolución del mercado. Uno de los tropiezos que tradicional mente habían encontrado las operaciones de mercado abierto en Colombia había sido precisamente la de que sus rendimientos podían quedar alejados de las condi ciones del mercado .

Su monto tampoco quedo predeterminado en la Resolución 60 de 1979, sino que se implantó un mecanismo flexible según el cual la junta monetaria periódicamen te, y de acuerdo con los requerimientos de la política monetaria, irá señalando el monto de las colocaciones que debe realizar el Banco de la República .

Los títulos canjeables por certificados de cambio que se emiten con cargo a las reservas internacionales, fueron autorizados mediante Resolución 50 de 1975 de la junta monetaria. El fundamento legal para autorizar la emisión de estos títulos fué el Artículo 13 Decreto Ley 444 de 1967. Su titular tiene la alternativa de canjearlos en cualquier momento por giros al exterior o redimirlos a su vencimien to, en cuyo caso el titular obtiene el beneficio de la devaluación más la tasa de interés señalada para el efecto. El principal usuario de los títulos canjeables por certificados de cambio ha sido hasta el momento el Fondo Nacional del Café ,

que acostumbra invertir en estos documentos sus excedentes de liquidez. Los títu los canjeables por certificados de cambio no habían tenido mucha utilización por parte de los deudores en moneda extranjera como una operación de compra futura de divisas, la poca utilización que de estos documentos habían hecho los deudores en moneda extranjera tenía una explicación relativamente simple; la estabilidad cambiaria que caracterizó a la economía a partir de 1967. Si bien es cierto que se tiene conocimiento de una tasa aproximada de devaluación, el manejo que se le ha dado a los instrumentos cambiarios han permitido que ellos operen dentro de un clima de estabilidad. Todos los participantes saben con relativa exactitud los rasgos dentro de los cuales es factible que se mueva la devaluación. Esto lleva a que pierda interés la operación de compra futura de divisas, y por lo tanto no ha bían tenido mucho movimiento los títulos canjeables que naturalmente serían muy atractivos cuando hubiera una incertidumbre cambiaria grande, como la de una devaluación masiva, en cuyo caso sería atractivo para los deudores en moneda ex tranjera asegurando la tasa de cambio adquiriendo posiciones en títulos canjeables.

Pero gracias a las Resoluciones 33 y 71 de 1984, expedidas por la junta monetaria, por la vía de los títulos canjeables por certificados de cambio, se están presen tando para las operaciones de mercado abierto, cifras que muchos meses atrás ha bían desaparecido. Indudablemente esta acción es conveniente para la economía monetaria y cambiaria colombiana .

Se pensaba que la utilización de las OMA eran del pasado, pero las cifras indi

can otra cosa . De 25.000 millones que registraban en Agosto de 1984, pasaron a 60.000 millones en enero de 1985. La razón por una parte, es la adopción por algunas empresas endeudadas con el exterior de la Resolución 33 y sus modificaciones, en la cual se especifica la necesaria existencia de un contrato de suministro de títulos canjeables por certificados de cambio; y de otro lado la Resolución 71 de 1984, que determinó que los recursos provenientes de crédito externo hacia las entidades gubernamentales fueran invertidos también en dichos títulos .

La opción monetaria, títulos canjeables por certificados de cambio, para aplazar la monetización del flujo de divisas es preferible a la emisión inmediata de millones de pesos que repercutiría instantáneamente en los medios de pago, produciendo un efecto multiplicador de imprevisibles proporciones. La Resolución 71 logra, podemos decir, congelar a priori recursos que el emisor irá soltando a las entidades involucradas, acorde con su demanda de los mismos .

Nos encontramos, pues, frente a una nueva época de las operaciones de mercado abierto, cuyo principal factor son los Títulos Canjeables por Certificados de Cambio, especificados por la Resolución No.71 de la Junta Monetaria. De esta manera el país puede mostrar niveles de reservas internacionales, que si bien se monetizan en el corto y en el mediano plazo, permiten, por un lado evitar la pérdida real que mediante la devaluación venían sufriendo las empresas oficiales y del sector eléctrico endeudadas en el exterior, y por otro, que el Banco Central pueda presentar a los posibles nuevos acreedores una mejor situación en cuanto a la disponibilidad de divisas .

El mecanismo de los certificados de cambio estaba previsto desde la expedición del estatuto cambiario en 1967 cuando en la sección primera del capítulo segun do se reglamentó el funcionamiento del llamado mercado de certificados de cam bio. Sin embargo, en la práctica, el Banco de la República no expedía los títu los representativos de monedas extranjeras de que habla el Artículo 18 del estatu to sino que el mercado de certificados funcionaba mediante asientos contables que el Banco de la República le llevaba a cada uno de los bancos comerciales . La innovación fundamental que se introdujo en 1977 fué la de poner en funciona miento el sistema que estaba previsto desde hacia diez años .

En 1967 se señalaron dos mercados para el negocio de las divisas; el mercado de certificados de cambio y el mercado de capitales. Cada uno con una tasa de cambio diferente y con unas reglas de juego propias. Sinembargo la filosofía del estatuto cambiario era la de la unificación cambiaria. En este orden de ideas se fue trasladando el mercado de capitales al de certificados de cambio, hasta que finalmente en 1968, Resolución 24, se unificaron ambos mercados. De manera que cuando la junta monetaria en 1977 entró a restaurar el mecanismo de los certi ficados de cambio, en realidad estaba operando sobre la totalidad del mercado cambiario puesto que el mercado de capitales, para estos efectos, había desapare cido desde 1968 .

Los certificados de cambio como lo advierte el Artículo 18 del estatuto cambiario son títulos libremente negociables por sus beneficiarios o tenedores, salvo que la

junta monetaria, por razones de conveniencia general, restrinja su endoso a los establecimientos de crédito que hayan sido debidamente autorizados por la Superintendencia Bancaria para adquirirlos, poseerlos y negociarlos. Esta característica, la de libremente negociables, y no habiendo restringido su endoso la autoridad monetaria, abrió la posibilidad para que a partir de su reestructuración mediante la Resolución 25 de 1977 las personas que efectuaban reintegros al Banco de la República pudieran negociar los certificados libremente en el mercado secundario. Guardaban naturalmente la opción de esperar hasta su vencimiento, en cuyo caso, y de acuerdo con la previsión contenida en el Artículo 22 del Decreto ley 444 de 1967, podrían canjear los certificados de cambio por giros al exterior, o redimirlos a moneda legal colombiana a la tasa de cambio del día del vencimiento del plazo. Con el objeto de preservar el efecto monetario buscado, la junta monetaria estableció un depósito en pesos previo a los giros, de tal manera que la posibilidad de utilizar los certificados de cambio para hacer giros al exterior quedó en la práctica restringido. De ésta manera se forzó al mercado a mantener un stock de certificados de cambio que ha representado el efecto monetario propiamente dicho del sistema.

La Resolución 25 de 1977 se dirige a regular el mercado de certificados de cambio para lo cual establece en su Artículo 4°, un mecanismo de sustentación de los certificados, autorizando al Banco de la República para intervenir como comprador en dicho mercado a fin de evitar que un exceso de oferta de divisas pueda traducirse en bajas pronunciadas en su cotización, como resultado de un exceso de in

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
Biblioteca Universitaria
Fernández de Madrid

gresos de moneda extranjera al país. Por ello, el descuento del 10 % en los certificados de cambio que adquiere el Banco de la República es un sistema regulador de la divisa que evita el envilecimiento de la tasa de cambio con perjuicio a los mismos exportadores .

El manejo de los certificados de cambio ha sido bastante flexible. Se ha operado sobre cuatro variables con el objeto de lograr los propósitos monetarios deseados. Estas cuatro variables han sido; modificaciones en el término de vencimiento del certificado, modificaciones en la tasa de descuento que aplica el Banco de la República en su función de sustentación, inclusión o exclusión de bienes o servicios sometidos al mecanismo del certificado y, finalmente, usos selectivos para los cuales se ha autorizado la utilización de los certificados como pago de deuda externa anticipada o cancelación del depósito previo a la nacionalización de las importaciones. La utilización combinada de estas cuatro variables, ha permitido regular la rentabilidad del certificado de cambio evitando rendimientos exagerados que hubiera podido alterar la estructura de tasas de interés del mercado de capitales .

Los títulos agroindustriales fueron autorizados por la Resolución 12 de 1979. Como su nombre lo indica son documentos orientados primordialmente a captar ahorros del público para financiar los fondos que maneja el Banco de la República. Inicialmente el producido de estos títulos se dirigió a engrosar las disponibilidades del Fondo Financiero Agropecuario y del Fondo Financiero Industrial . Posteriormente se amplió esta destinación y se permitió que, según los requerimientos de

cada fondo, estos financiaran también el fondo de inversiones privadas y el fondo de desarrollo eléctrico. Los títulos agroindustriales cumplen una función moneta ria de importancia en la medida en que han sido un factor decisivo para subsanar el déficit crónico que representaban los fondos administrados por el Banco de la República .

Los títulos agroindustriales son documentos a la orden con plazos máximos de 90 y 180 días. Siempre con el objeto de preservar un mecanismo flexible, la Resolución 12, en vez de pre-fijar una tasa de interés dispuso " que el rendimiento de los tí tulos estará determinado por la tasa de interés que fije el Banco de la República y por el descuento sobre su valor nominal que resulte de la oferta y demanda en el mercado, sin que este pueda exceder en conjunto la tasa fijada por la junta mone taria para la utilización del cupo ordinario de los Bancos Comerciales " la cual en este momento es de 30 % anual . Esta tendencia que se observa en todos los tí tulos del Banco de la República que se han autorizado es constante. No se ha bus cado fijar de antemano el rendimiento sino que se le ha dejado al Banco de la Re pública la suficiente flexibilidad para que dentro de ciertos lineamientos vaya ajustando el rendimiento de sus documentos a los requerimientos del mercado .

Indudablemente que en las operaciones de mercado abierto quienes han desempe ñado una labor más activa en la promoción de los mismos son los corredores de Bol sa. Sin embargo, y tal como existe en Estados Unidos, se hace notoria la falta de entidades financieras especializadas cuya función principal sea tomar posesiones

propias iniciales grandes de las emisiones que realiza el Banco Central para posteriormente menudearlas entre los inversionistas. Los corredores de bolsa han recibido autorización para tomar posesiones propias . Pero resulta de la mayor importancia que la banca comercial estudie la posibilidad de crear o adecuar departamentos especializados (Dealers) cuya función principal sea mantener documentos de mercado abierto en Colombia . Permitiría que las ventas del Banco de la República sólo se hicieran a estos dealers que podrían ser casas de bolsas o entidades financieras. De esta manera el Banco de la República podría eliminar las ventas directas por ventanilla al público y suprimir la liquidez primaria que hoy tienen los títulos de participación, antes de su vencimiento . Esto ayudaría a desarrollar el mercado secundario y, al no vender el Banco de la República directamente al público, se podría avanzar en la dirección de que las operaciones de mercado abierto dejen de tener esa connotación de competencia que hoy puede tener con las otras alternativas de ahorro que ofrece el sistema financiero al público .

En la medida en que un país cuente con un mercado de capitales desarrollado y eficiente, la puesta en marcha de los diferentes títulos de deuda pública, con base en los cuales se efectúan operaciones de mercado abierto va a tener como efecto que no se dé un detrimento de la actividad económica en general; en el caso colombiano el Gobierno capta los escasos recursos, que en un momento determinado puede tener el mercado de capitales, los cuales puede congelar, resolver los problemas financieros del gasto público o dirigirlo hacia aquellas actividades productivas del país .

Entonces; cuando el mercado de capitales colombiano alcance niveles en los cua les, se puede afirmar, que este importante mercado en el financiamiento a largo plazo de las actividades productivas del país, está desarrollando las operaciones de mercado abierto, que constituyen una modalidad nueva en Colombia, actua rán en una forma más eficiente y podrán cumplir los objetivos primordiales para lo cual fueron creadas. Por un lado el Gobierno podrá subsanar el déficit fiscal que siempre ha constituído un problema en el caso colombiano, mediante la emi sión de títulos de deuda pública, evitando así emisiones forzosas por parte del Banco de la República, que vayan a repercutir en un incremento en los índices de inflación lo cual tendría incidencia desfavorable en el funcionamiento normal de la economía .

Por otro lado, cuando la economía colombiana presenta situaciones que aumentan los medios de pagos, como es el caso de las bonanzas, las operaciones de mercado abierto, cumplirían una función eficiente siempre y cuando el Gobierno Nacional actúe en forma moderada con estos ingresos captados y no los devuelva a la activi dad económica vía del gasto público, sino mediante el financiamiento de las dife rentes inversiones que requiera la economía en un momento determinado.

La manera como se detecten los diferentes problemas que conlleven a la utiliza ción de operaciones de mercado abierto, así como también en la aplicación de estas, que tengan incidencia en el mercado de capitales, darían como resultado un equilibrio en el desarrollo económico y social del país, lo anterior debe tener como base un diagnóstico previo de la realidad económica colombiana .

2. EVOLUCION HISTORICA DEL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA.

Durante la expansión industrial que se inició pasada la primera guerra y durante los años 20, algunos de los gigantes de la industria colombiana, como son la Nacional de Chocolates o la Colombiana de Tabaco, aparecieron como resultado de la fusión de varias empresas, o de la absorción de otras pequeñas a cambio de acciones de las mayores; Postobón, la empresa Colombiana de Curtidos y Coltejer recorrieron el mismo camino.

Este movimiento marca el nacimiento de la Sociedad Anónima en Colombia. La proliferación de sociedades anónimas durante ese período, según Ospina Vásquez, llevaba a que " ya era rara la empresa industrial de alguna importancia que no estuviera organizada como persona jurídica, y casi invariablemente como sociedad anónima". 1/. En 1925 existía un movimiento relativamente considerable de valores y títulos de propiedad de empresas industriales, tanto en Bogotá como en Me

---

1/. OSPINA VASQUEZ, Luis. Industria y Protección en Colombia. 1810-1930 pág. 481. Editorial La Oveja Negra. Medellín Mayo 1974. 2a. edición

dellín, la mayor parte de las cuales correspondía a empresas organizadas como sociedades anónimas. 2/. En muchas partes había aparecido y se hacía sentir el pequeño accionista, sin embargo, todavía la función de accionista era esencialmente propia de los capitales de cierta consideración .

La sociedad anónima como mecanismo de financiación, y como vehículo para facilitar la concentración industrial a través de fusiones y adquisiciones se ajustaba bien a las condiciones y necesidades de la época. La organización bancaria que introdujo la misión Kemmerer en los años 20, no le permitió a la banca sino operaciones de corto plazo, implicando que la banca comercial contribuyera a la financiación industrial, no existía en esa época un mercado de capital organizado, que hiciera posible la emisión de bonos de largo plazo. Como las fusiones habían dado lugar a la figura de sociedad anónima, la colocación de acciones de este tipo de compañías se torno rápidamente en la fuente de recursos de capital más atractiva . A esto contribuyó también la ausencia de reglamentación en esta materia; y " aunque no se puede decir que se haya abusado de la libertad para la aventura y el engaño ", la carencia de reglas o de control hacían interesante la colocación de acciones como medio de captar recursos de capital .

2/. POVEDA, Gabriel. Historia de la Industria en Colombia . Revista de la Andi .

Cabe mencionar que por la misma época se consolidaron también los bancos como sociedades anónimas, a través de un movimiento de concentración del cual emergieron unas pocas entidades de carácter nacional al lado de bancos locales que también fueron constituídos como sociedades anónimas . Para 1928 se creó la Bolsa de Bogotá, como resultado institucional de éste movimiento de acciones.

Vale la pena tener en cuenta que desde su nacimiento, la sociedad anónima , aparte de ser un mecanismo de financiación adecuado para la época, pués ofrecía entonces la oportunidad maravillosa de ser parte del pro, dío lugar a monopolios y oligopolios en los sectores industriales productores de los bienes de consumo masivo como consecuencia de las fusiones y adquisiciones. A partir de 1930, durante los primeros años de la crisis, los industriales colombianos perdieron dos fuentes de recursos muy importantes : los créditos externos y buena parte de sus reservas internas. Esta circunstancia incitó a un nuevo auge de la sociedad anónima, que trajo consigo nuevas fusiones y consolidaciones, y la colocación de acciones entre muchos accionistas pequeños. Según Gabriel Poveda, la sociedad anónima, " Popularizó la inversión industrial atrayendo una multitud de pequeñas sumas que consolidaron el crecimiento industrial. De no haber sido por este esfuerzo, el sector fabril no hubiese podido recuperarse de los duros reveses financieros que lo descapitalizaron entre 1930 y 1933 ". 3 /.

---

3 /. Op. Cit. Pág. 56 .

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
Biblioteca Universitaria
Fernández de Madrid

Esta génesis de la sociedad anónima moderna creó un modelo particular de financiamiento en Colombia, mediante el cual un grupo gestor o empresarial convierte en accionistas primero a los competidores más débiles, por absorción, a quienes vincula al patrimonio de la empresa como accionistas minoritarios. La sociedad anónima industrial es entonces el primer mecanismo moderno que se puso a disposición del capital financiero en Colombia para utilizar el ahorro del público y para que dicho capital pudiera " apalancarse " en el ahorro como estrategia de financiamiento. En efecto, desde 1930, poco después de haberse creado la Bolsa de Bogotá, hasta bien entrado el decenio de los sesenta, no existía en el país mejor alternativa que las acciones para el ahorrador de ingresos medio y alto. 4/. En otras palabras, la sociedad anónima gozó durante todos esos años del virtual monopolio del ahorro del segmento de la población con mejores oportunidades para ahorrar. De cómo este ahorro pudo haber sido aprovechado para la conformación de lo que hoy llamamos " Grupos Financieros " nos da indicios un reciente estudio de la Universidad de Antioquia al referirse a la organización del sector cementero en Colombia y a la implicación de dicho sector en el conglomerado financiero antioqueño. 5/.

4/. URDINOLA A.J. El Crédito de Fomento y la Banca Comercial. FEDESARROLLO, lecturas sobre Moneda y Banca. 1976.

5/. URIBE E.M., VELASQUEZ M.F. Estructura y Funcionamiento del Grupo Suramericano. Temas Económicos, U. de Antioquia. Vol.1.No. 1. 1980.

En ese estudio se describe lo que puede haber sido un desarrollo histórico vero símil del capital financiero en Colombia a partir de los años 20; inicialmente , las grandes sociedades anónimas gozaron del privilegio de monopolizar el ahorro de personas de ingresos altos y medios . Cuando este ahorro no se requería para expansión interna, su disponibilidad invitaba a la diversificación, toda vez que ella aumentana la capacidad de control de los grupos ." Dominantes " que mane jaban estas sociedad sobre un número cada vez mayor de empresas y sectores . Esta diversificación hacia otras empresas pudo haber sido impulsada también por razones que se derivan del imperativo de mantener el control de un mercado en expansión. En esas condiciones, si la empresa no crece, se expone a que ingre sen competidores. Y si crece con recursos de capital, el grupo dirigente corre el peligro de diluir su control y quizás de perderlo . Surge la alternativa de man tener el control de la empresa original, vinculando a otros grupos regionales a la creación de nuevas subsidiarias. Tal parece haber sido el caso de la expansión del sector cemento . Por ejemplo, si ARGOS hubiera crecido internamente en lu gar de haber creado Cementos del Valle (1938), o Cementos del Caribe (1944) seguramente hubiera disminuido la capacidad de control del grupo dominante. Al expandir la producción por medio de diversificación de personas jurídicas, éste grupo pudo utilizar a ARGOS como empresa " holding " y multiplicar por esta vía sus posibilidades de control. La unión con una compañía de seguros, y poste riormente, por intermedio de ella, la vinculación con un conglomerado financie ro, no es sino una extensión del objetivo de maximización de control por parte del grupo dirigente .

La fusión del capital industrial con el bancario para asegurar su complementariedad es precisamente lo que se denomina " Capital Financiero ". La predominancia de dicho capital financiero sobre el panorama económico nacional, no es un fenómeno de los últimos años sino que viene de atrás. Al parecer en el transcurso de los últimos cuarenta años se trasladó la base de operaciones (o el centro de gravedad) del capital financiero al sistema financiero nacional. Esa es otra historia, que también tiene su explicación :

La utilización de las acciones como mecanismo de financiación tiene limitaciones. La primera de ellas consiste en que la estructura óptima de capital no es la del mismo endeudamiento, sino que en la mayoría de los casos apunta a niveles moderados de endeudamiento. Cuando las compañías grandes tienen acceso privilegiado a fuentes de crédito, existe una razón poderosa para endeudarse más, ya que el endeudamiento en términos de privilegio le comunica valor a las empresas. Más aún cuando el sistema impositivo discrimina contra los recursos de capital .

Otra gran dificultad es la de mantener el control de una sociedad anónima cuando su expansión se financia principalmente por la vía de la colocación de acciones. Ello exige sacrificios al grupo empresarial dominante, pues se vé obligado a invertir nuevos recursos, en esas circunstancias, para mantener el control y esto contribuye a disminuir sus utilidades. El camino del " holding " que hemos ilustrado también tiene sus limitaciones pues entre más tenue es la vinculación de la

propiedad con el control, más vulnerable es este último a desafios de otros gru pos empresariales. En esta forma, la exclusiva dependencia de la sociedad anó nima del mercado de capital para la financiación de su desarrollo constituía una limitante para su expansión . Como la ortodoxia financiera legada por la misión kemmerer no permitía que los bancos prestaran a plazos mayores de 90 días, era arriesgado fundamentar las expansiones de las sociedades sobre la disponibilidad de recursos bancarios , pues a pesar de que era posible concate nar vencimientos con renovaciones, el financiamiento de inversiones con cré ditos renovables de corto plazo, equivalía a entregar el control de las empresas a los bancos. No es improbable entonces que esta coincidencia de la necesidad de limitar la capitalización por razones de control con la existencia de créditos de corto plazo, como principal alternativa de financiamiento, hubiera estimula do el matrimonio de algunas de las sociedades anónimas que tenían mayores re querimientos de capital con los bancos comerciales y las compañías de seguros .

Esta concepción original del grupo financiero pudo haber sido estimulada también por la aparición de controles incipientes a la sociedad anónima. En 1931 se creó la Superintendencia de Sociedades Anónimas, y su función comprendía la de protección a los accionistas de las sociedades anónimas contra artificios finan cieros. Esta Ley fué combatida por los representantes de los gremiso industriales, quizás porque los empresarios utilizaban más la sociedad anónima como instrumen to de apalancamiento financiero, que como vehículo de apertura de su propiedad a un público accionista .

El debate sobre la Ley se planteó en términos ideológicos y se presentó ante el público como un enfrentamiento entre la libertad de empresas y la intervención estatal de corte radical. Sus opositores emprendieron una agresiva campaña contra los mecanismos de control contemplados por la Ley .

52595

El Presidente de la Cámara de Comercio de Bogotá, en esa época, deja ver cuáles eran las preocupaciones reales : " La Ley de 1931, tiende a proteger con un criterio intervencionista, inspirado en sentimiento de justicia social ... los intereses económicos de los pequeños accionistas, en particular, y todo el público en general, y a combatir las especulaciones indebidas en las sociedades anónimas... pero que desgraciadamente, para estos altos fines que la Ley se proponía, vicios de sus disposiciones son por la redacción y el alcance que tienen una reacción excesiva que habrá de producir males no menos graves que los que tienden a combatir, pues unas disposiciones colocan al fuerte accionista en condiciones de inferioridad con relación al pequeño, retrayendo de esta manera grandes capitales a las sociedades anónimas; otras imponen limitaciones y responsabilidades excesivas a los directores, administradores y revisores de la sociedad". 6/.

La aplicación de la Ley se suspendió hasta Diciembre de 1939, cuando entró a funcionar la Superintendencia, pero ya los empresarios habían visto la escritura

---

6/. Mensaje del Presidente de la Cámara de Comercio de Bogotá al Ejecutivo, 1931 .

en la pared, y habían comenzado a tomar las medidas que ya se discutieron para asegurar fuentes de financiamiento que no implicaron sacrificios del control sobre la empresa. Aún así, la colocación de acciones y la sociedad anónima permanecieron vigentes durante todo el decenio de los años 30 como el principal mecanismo de captación de recursos para la expansión de capital .

Durante los años de la segunda guerra mundial, se restringió severamente el crédito, de tal forma que las empresas pasaron a depender en mayor proporción de sus fuentes internas y del mercado de acciones, a tal punto que entre 1943 y 1945 la participación del crédito dentro de las fuentes de fondos de las empresas manufactureras era solamente del 1%, mientras que el 52% provenía de aportes de capital y el 47% de fuentes internas. Este fue quizás el período pico de la autosuficiencia financiera de las grandes sociedades industriales. Pero a partir de la segunda mitad del decenio de los cuarenta, los industriales se convirtieron en el gremio económico más poderoso, y comenzaron a influir sobre el gobierno para asegurar fuentes de financiación de crédito de largo plazo . Esto marca el indicio del descenso de las acciones como fuente principal e importante de recursos para las empresas. Coincide ésta época con los intentos frustrados del Superintendente de Sociedades de ejercer un mayor control sobre el mercado accionario toda vez que durante el período de la Guerra habían tenido lugar emisiones especulativas de acciones . El Superintendente de Sociedades expresaba su frustración de la siguiente manera : " Esta abundante emisión que satura el mercado perjudica a los tenedores de valores, facilita las audaces es

peculaciones y aleja las posibles inversiones ... la función de la Superintendencia es puramente mecánica. Si ante ella se presentan los documentos suficientes que acreditan la legalidad del aumento de la emisión se tiene que proceder a dar el permiso correspondiente, sin que pueda objetarle en vista de razón económica poderosa ". 7/.

También se queja el Superintendente en el mismo informe de que a pesar que la ideología liberal preponderante en ese entonces equiparaba a las sociedades anónimas con la democratización de la propiedad. No se trata de un gobierno democrático en que el poder regula el poder, al contrario, el gobierno de las sociedades anónimas tienden cada vez más a ser dirigido por oligarquías financieras ... Hay, de una parte un capital dirigente, y de otra, el capital dirigido. En otros apartes se lamentaba este funcionario de que la propiedad se había difundido, popularizado, al tiempo que el control de las sociedades anónimas se había concentrado. Este tipo de afirmaciones por parte del rector del órgano vigilante de las sociedades anónimas tiene que haber preocupado a las directivas de dichas sociedades, y haber estimulado su búsqueda afanosa de fuentes de recursos y de mecanismos que también sirvieran para mantener distraído al Estado intervencionista. Los gobiernos que vendrían más tarde, y la filosofía Keynesia

---

7/. ARANGO, Eliseo. Informe del Superintendente al Presidente de la República, 1942, pág. 75 .

na desarrollista que se había puesto de moda en el mundo, traerían consigo la solución .

Varios autores coinciden en afirmar que en 1951, marca el segundo hito más importante en el desarrollo financiero colombiano después de las reformas de Kemmerer. En 1951 se promulgó el Decreto Legislativo 756, y se le dió al Banco Central el papel de fomento que hoy conserva. Este nuevo mandato que se le dió al Banco de la República, rompió con la ortodoxia monetaria del pasado, y el Banco Central aceptó la responsabilidad de financiar la producción .

Esta " nueva ortodoxia desarrollista " de los años cincuenta puso fin a los esfuerzos que durante todo el decenio de los cuarenta hizo el Estado para buscarle alternativas " sanas " a la financiación de la inversión productiva de mediano y largo plazo. El Banco de la República aceptó responsabilidad, primero de trasladar recursos de corto plazo al mediano y largo plazo, rompiendo con la tradición bancaria, y luego de emitir para otorgar recursos de crédito. Esto dió lugar a la política de " crédito de fomento ", mediante la cual el Estado (o el Banco de la República) asume el papel de gestor financiero de los sectores productivos privados. Es natural entonces que el sector privado se haya organizado para sacarle el mejor provecho a las circunstancias que surgen de ese nuevo papel que asumió el Banco Central .

De la política de crédito de fomento tenía que derivarse necesariamente la especialización financiera. Una vez que el Banco de la República se mostró dispuesto a alimentar financieramente la inversión del sector privado, era natural que apareciera un sinnúmero de " bocas " hambrientas. La banca comercial , cuyos administradores habían sido educados en la vieja ortodoxia de la misión Kemmerer, no se sentía cómoda otorgando créditos de mediano y largo plazo , especialmente por que ellos se financiaban con recursos provenientes de mayores encajes, y presionó activamente para que se crearan las Corporaciones Financieras, aliándose con los técnicos de la banca de fomento internacional que pregonaban por ese entonces el mismo evangelio. A estas nuevas instituciones se les dió la tarea de asignar crédito de fomento con recursos de depósitos a término, y principalmente con recursos del Banco de la República. A diferencia de los bancos comerciales a quienes se les obligaba a hacer crédito de fomento por la vía de los mayores encajes, a las corporaciones financieras les " abrieron las puertas del Banco de la República ", que no se les han cerrado desde entonces. Así se configuran a principios de los años sesenta los estímulos principales para la especialización de la gestión financiera de los grupos empresariales dirigentes; fusionados como ya estaban los intereses del capital bancario y del capital industrial, las corporaciones financieras trajeron consigo un nuevo beneficio para ambas fracciones que facilitó su unión, y consistió en el compromiso del Banco de la República de otorgarles un flujo estable de recursos de redescuento, y de respaldar su gestión en el mercado interno de capitales (bonos de garantía general y específica) y ante las entidades multilate

rales de crédito. Ello permitía que el sector industrial continuara creciendo sin que los grupos dirigentes sacrificaran control, pues los recursos eran de crédito. Como esto contribuyó a disminuir el costo de los recursos el incremento inicial de la deuda le entregó indudablemente valor a las empresas beneficiadas. En contraprestación, al sector bancario se le permitió participar a través de las corporaciones financieras en la gestión empresarial del sector productivo. Así se selló la unión entre las dos fracciones de capital, el industrial y el bancario, que quieren hacerse parecer como antagónicas desde el comienzo de la presente crisis financiera. Adicionalmente los empresarios quedaron tranquilos porque el potencial del intervencionismo latente en cada funcionario del Gobierno se canalizó a través de la acción del Banco de la República hacia el dirigismo en el crédito. Este dirigismo, a medida que fué estableciéndose, habría de traer mayores beneficios cuando se logró la creación de los fondos de fomentos .

En efecto, en los años sesenta, mediante la creación de los fondos financieros, se consolidó el papel del Banco de la República como el principal gestor financiero del sector privado. En 1963 se creó el fondo de inversiones privadas (FIP), PROEXPO se creó en 1967, el fondo financiero agropecuario (FFA) en 1966, el fondo financiero industrial (FFI) se estableció en 1968 y el Fondo Financiero de Desarrollo Urbano (FFDU) en el mismo año. En fin, cada sector de la producción fué buscando la manera de nutrirse del Banco de la República. Habida cuenta de estos acontecimientos creditos , no sorprende entonces que el mercado de acciones hubiera perdido todo su dinamismo al concluir la déca

da de los sesenta. La Sociedad Anónima como mecanismo para levantar recursos financieros había perdido, por lo menos temporalmente su utilidad .

El sector privado habría de pagar años más tarde por su abandono del mercado de capitales. En un principio se pensó que el precio que pagó el sector privado por una mayor dependencia de la gestión financiera del Banco de la República, consistía únicamente en la cesión del mercado financiero a otros demandantes de capital. En efecto, mientras que a principios de los años 70, las acciones participaban en un 57% de las transacciones de la Bolsa de Bogotá, ya hacia finales de la década, la participación era considerablemente inferior al 20%. La Sociedad Anónima renunció a una buena porción de su participación en el ahorro financiero.

" Mientras que en 1966 las nuevas emisiones de acciones representaban el 37% de lo que en Colombia llamaban el " ahorro transferible ", en 1970 era sólamente el 16.21 % de este ahorro. La sociedad anónima le había cedido el paso principalmente a los papeles oficiales (cédulas hipotecarias y bonos de desarrollo) que durante el mismo período pasaron de una participación del ahorro transferible del 17.2 % en 1966 a una del 50 % en 1970. El sector privado le había cedido al Estado el pequeño mercado de capitales a cambio de una disponibilidad de crédito de fomento" . 8 /.

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
Biblioteca Universitaria

Ello fue lo que permitió que apareciera el sistema de ahorro de valor constante sin provocar demasiadas protestas desde el campo de la sociedad anónima, pero que muy pronto entró a dominar el panorama del ahorro financiero en Colombia (en 1976 ya participaba con el 32.4 % del ahorro transferible) y por ende a cerrarle las puertas del mercado de capitales a la capitalización de las sociedades. En esas condiciones, sorprende la reforma financiera de 1974 a la sociedad anónima. Había llegado el momento de pagar el verdadero precio .

Dicha reforma abrió el camino para la expansión del sector financiero y es el punto de partida para un apreciable crecimiento del ahorro financiero. En este crecimiento no participaron activamente las acciones de la sociedad anónima , aunque como consecuencia de los estímulos a la demanda que produjo la bonanza cafetera, las sociedades anónimas deberían haber hecho lo contrario, o sea entrar agresivamente al mercado de capitales. Quizás no pudieron hacerlo entonces porque las altas tasas de interés y las expectativas inflacionarias habían encarecido las acciones como fuente de capital, de tal forma que pasó la sociedad anónima a depender más y más de los intermediarios financieros, demandando activamente el crédito .

La sociedad anónima ha venido incrementando su nivel de endeudamiento año

---

8/. FEDESARROLLO. Coyuntura Económica, volumen III No.1, pág. 71 , Abril 1973 .

tras año, es así, como se observa que el nivel de endeudamiento en promedio para 33 sociedades analizadas en 1971 era del 37.1 % del valor de sus activos . En 1978, ese nivel de endeudamiento era del 56,8 % del valor de los activos. Esta es una curiosa manera de reaccionar a la política de altas tasas de interés que simultáneamente denunciaban tan agriamente. Los empresarios venían cortejando a la deuda desde hacia años. El nivel de endeudamiento de sociedades era solamente el 28.3 % en 1960, y entre 1940 y 1960, los préstamos contribuían solamente con el 30 % de las fuentes de recursos de la sociedad anónima, aproximadamente, mientras que en la segunda mitad de los años sesenta su contribución era ya del orden del 40 % de las fuentes de fondos, y el último quinquenio de los sesenta se vio afectado por un nivel de endeudamiento bastante elevado, a esta participación del crédito alcanzaba cerca del 60 % de los recursos de financiación . 9/

Puede observarse entonces, cómo la " crisis " de la sociedad anónima, o sea su mayor endeudamiento al comienzo de los años ochenta, es el resultado de una tendencia que se principió a gestar a finales del decenio de 1940 y de la creciente dependencia de la sociedad anónima, primero del crédito de fomento y, en el último decenio, del sector financiero en general .

9/. VELASQUEZ C.A. y AZULER L. Capitalización de la Empresa, Inflación y Grupos Económicos. Inflación y Políticas económicas . Asociación bancaria 1980. pág. 317 .

Es natural que se le otorgue a esta situación de endeudamiento características de " crisis ". Como ya dijimos, la sociedad anónima había renunciado voluntariamente al mercado en los años sesenta porque se le ofrecía la alternativa de créditos baratos a mediano y largo plazo, y la seguridad de un flujo continuo de estos recursos, pues ellos provenían del Banco de la República principalmente. El vacío que dejó la sociedad anónima en el mercado, lo vinieron a llenar fácilmente las colocaciones de papeles oficiales , y los UPAC a partir de 1972. La reforma de 1974 le puso fin a ese acomodo; en primer lugar, con ella se comenzó a buscarle recursos no provenientes de emisión a los fondos financieros del Banco de la República. Ello redundaría eventualmente en un acentuado crecimiento de las tasas de interés del crédito de fomento, en efecto, entre 1970 y 1978, por ejemplo, la tasa nominal del FIP crece en 26 %, la de los préstamos del FFI en un 32 %, y la tasa de interés promedio que paga la industria manufacturera se aumenta en ese período en 31 %, y por otro lado aumento en las tasas de interés en general. En segundo lugar, a raíz del Decreto 339 de 1974 se incitó a las corporaciones financieras a desprenderse parcialmente del Banco de la República y a buscar recursos en el mercado. Este objetivo parcial lo alcanzaron esas instituciones con muy buen éxito, pero como sus principales captaciones eran y son de corto plazo, su cartera tuvo que sufrir modificaciones que redundaron en una menor disponibilidad de recursos de largo plazo para los sectores que atienden las corporaciones. Simultáneamente, los bancos aprovecharon un período sostenido (1977 - 1980) de grandes restricciones por la vía del encaje de las cuentas corrientes para encarecer definitiva

mente las tasas de interés del crédito ordinario. En esas condiciones, las sociedades anónimas, al tiempo que aumentaban su nivel de endeudamiento en una forma radical en los años setenta, tuvieron que aceptar mayores costos en ese endeudamiento y menores plazos .

Lo que llama la atención es que a pesar del continuo rechazo de los dirigentes gremiales a las elevadas tasas de interés, los empresarios hayan acudido con tanto entusiasmo a los intermediarios financieros para elevar considerablemente su nivel de endeudamiento, al tiempo que tenían una generosa política de repartición de dividendos, y que llevaba a cabo cuantiosas inversiones financieras . Si bien es explicable que los dividendos hubieran aumentado frente al valor total de las utilidades debido a una equivocada disposición del Código de Comercio que desde 1970 obliga a las empresas a repartir más del 50 % de las utilidades y más del 70 % en los casos en que el total de las reservas supera el nivel del capital suscrito , y porque las elevadas tasas de interés obligaron a las empresas a aumentar sus dividendos para evitar la pérdida de valor de las acciones, a lo que no se le buscaba generalmente explicación es por qué las empresas se endeudaron más allá de sus necesidades de inversión en planta y capital fijo o en inventarios. " La participación de la compra de capital fijo en el total de usos de fondos de sociedades anónimas manufactureras pasó del 26.6 % en 1974, al 23 % en 1979; en ese mismo período, el uso de fondos para acumular inventarios pasó del 30,3 % al 21.0 %, y los usos financieros pasaron del 43.1 % al 56.9 % ". 10/

97

Al parecer , los usos de fondos de las empresas se desplazaron a financiar inversiones y créditos, y menos a la adquisición de capital fijo e inventarios. Un trabajo de la Superintendencia de Sociedades muestra cómo la composición de activos no financieros dentro del total de activos pasó del 42 % en 1970 al 34 % en 1979. Es posible que al tiempo que los representantes gremiales se batían contra el auge del sector financiero sus afiliados aprovecharon silenciosamente los aparentes beneficios que les brindaba dicho auge .

En primer lugar ello se debió a los efectos que sobre el costo de capital y sobre el valor de las empresas produce la capacidad de endeudarse. Como ya se indicó, este problema, bien conocido en la literatura financiera, está presente en toda la evolución histórica de la estructura financiera de las empresas en Colombia. Cuando se liberalizó el crédito, a mediados del decenio de los setenta , las empresas aprovecharon las oportunidades de endeudarse porque el mercado colombiano no le exigía premio por endeudamiento al precio de las acciones . Por otra parte, las empresas grandes gozaban de los beneficios del crédito en términos más ventajosos que los del resto de la sociedad, lo que les creaba incentivos para obtener créditos con miras a reciclarlo hacia otras actividades fi

---

10 /. SANDOVAL, Diego. Política Económica y Financiación de la Industria Manufacturera Colombiana . 1983, pág. 13 .

nancieras. Lo mismo sucedía en el caso del endeudamiento externo . Las grandes empresas colombianas que hoy tienen este problema acudían gustosas al endeuda miento externo en los años posteriores a la bonanza cafetera, pues dicho endeu damiento se obtenía a tasas de interés efectivas, después de la conversión cam biaria, que eran muy inferiores a las del mercado nacional. Cabia entonces la posibilidad de arbitrar entre los dos mercados con indudable sacrificio para el árbitro . Estas condiciones estructurales del mercado de crédito inducían al en deudamiento . A ellas hay que sumarles el beneficio tributario que representa endeudarse, si se compara con la alternativa de capitalización, especialmente cuando el mercado no castiga el mayor riesgo de operación que se deriva del endeudamiento. Pero no es suficiente que existan las condiciones propicias pa ra el endeudamiento para hacer que se endeuden las empresas. Es necesario que existan oportunidades de invertir .

Se ha visto como la participación de las inversiones en capital fijo de las em presas perió terreno en la composición de los usos de fondos de las empresas , al tiempo que lo ganaban los de carácter financiero y especulativo. Al parecer esta fué la solución que se le presentó a las empresas para recircular los recur sos que podían obtener fácilmente en el mercado del crédito, a tasas de interés favorables, y reinvertirlos nuevamente en el mercado financiero; o como vere mos enseguida, en la adquisición de otras empresas .

Desde 1981, se comenzó a hablar insistentemente del problema existente en el

mercado de acciones que consistía en que el valor de una empresa medido por el precio en la bolsa de sus acciones era inferior, y en algunos casos era muy inferior, al valor del patrimonio neto. Como los empresarios van muy adelante de los investigadores, ya para entonces habían ocurrido todas las tomas de empresas subvaloradas que en un caso específico culminaron con los escándalos de los fondos de inversión de principios de esta década. " Los académicos han reconocido que este fenómeno correspondió al que describía James Tobin como una razón Q inferior a 1, o sea que la relación entre el valor del mercado de las acciones y el valor de reposición del patrimonio neto es inferior a la unidad". 11/.

Y en esas condiciones no tenía sentido crear nuevas empresas, ni invertir en bienes de capital, cuando se podía comprar por una fracción de su valor, la capacidad instalada existente.

Estaban creadas las condiciones para la proliferación de conglomerados, tanto desde el punto de vista de la oferta de crédito, como del de las oportunidades para realizar inversiones financieras, en apariencia de alta rentabilidad. Muchas empresas colombianas resolvieron crecer en la última parte de los años se

---

11/. RESTREPO, Juan Camilo. Inflación, Financiamiento y Capitalización Empresarial, Ensayos sobre Política Económica, Diciembre. 1983.

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
Biblioteca Universitaria
Fernández de Madrid

tenta, y en los primeros años de esta década comprando participaciones en otras empresas y no incrementando su inversión .

Lo malo fué que la conglomeración no se llevó a cabo con recursos internos, pues se repartían generosamente la mayor parte de las utilidades como dividendos, sino que se montó peligrosamente sobre una estructura de crédito en buena parte de corto plazo, y, lo que es más grave, en moneda extranjera. La capacidad de susbsistir de estos conglomerados dependía en buena medida de la continuidad de sus fuentes de crédito, y de la capacidad interna de las empresas para generar los recursos necesarios para pagar estos créditos o para sustituirlos. La recesión económica que hemos tenido que soportar ha impedido la autogeneración de recursos . La crisis del sector financiero ha debilitado a los bancos , y ha puesto en peligro la continuidad de los créditos. Finalmente la devaluación acelerada de los últimos años, y la incertidumbre cambiaria han hecho aumentar los costos de esa fuente de recursos, y han puesto en peligro su disponibilidad continuada. La fragilidad de los conglomerados montados sobre el sistema de financiación con fondos flotantes y los efectos indeseables que ellos tienen sobre la estabilidad económica son hechos que se habían visto venir desde hace algunos años, pero que han pasado de ser una interesante especulación teórica a la realidad que debemos enfrentar en este momento .

En estas circunstancias, es natural que el sector privado vuelva su atención hacia el mercado de acciones en busca de una panacea para resolver el problema

creado por el excesivo endeudamiento de las sociedades anónimas, y esto es precisamente lo que ha sucedido desde 1982 hasta la fecha, el sector privado colombiano ha decidido devolver el sentido del péndulo que lo alejó del mercado bursátil desde los años cincuenta. El gobierno ha adoptado medidas encaminadas por el mismo sendero; se creó el Fondo de Capitalización Empresarial, para ayudar a los empresarios que deseen reestructurar su mezcla financiera a estimular a los presuntos ahorradores. Por otra parte se ha adoptado procedimientos tributarios propicios a la apertura de las sociedades anónimas, y finalmente, se le ha dado mucho impulso a la labor de la Comisión de Valores. Estas medidas están orientadas en la dirección correcta y pueden ayudar al empresario, pero vale la pena evaluar las condiciones del mercado de acciones en la actualidad para observar cuáles son las principales dificultades que se atraviesan en el camino del sector empresarial para que este regrese nuevamente al mercado de valores.

En primer lugar, es válido preguntar si existe una demanda de acciones. Probablemente existe una gran demanda potencial, pero también obstáculos históricos y financieros para que ella se convierta en demanda efectiva. Las razones históricas son de fundamental importancia; la tradición en Colombia ha sido que los grupos dirigentes de accionistas que controlan las sociedades anónimas las utilicen para beneficio propio, extrayendo rentas diferenciales, y tratando el patrimonio de los demás accionistas como simples recursos financieros sobre los cuales es posible apalancar varias veces la propia inversión patrimonial. Esta circunstancia causa un desequilibrio permanente en el mercado de acciones, pues

el valor de una acción no es el mismo para el accionista del grupo dirigente que para el común accionista del grupo dirigido ya que los beneficios que se derivan de la propiedad son inferiores a los que se obtienen con el control . Mientras esta situación persista, lo más probable es que no se pueda desarrollar un mercado de acciones eficiente, pues el precio de las acciones oscilaría violentamente entre el valor que tienen cuando se trata de defender el control de la empresa, y el que tiene para las transacciones rutinarias entre los accionistas normales. Por otra parte, estos tampoco van a verse motivados para realizar inversiones en acciones, puesto que la experiencia más reciente en ese mercado ha sido negativa, debido a las oportunidades que han tenido los accionistas dominantes para extraer beneficios diferenciales . Para remover este obstáculo al desarrollo del mercado se creó la Comisión de Valores y aunque su gestión inicial tuvo conocidos tropiezos cuando trató de asumir la defensa de los pequeños ahorradores, esta institución ha despegado durante la presente administración , y ha orientado una buena parte de su esfuerzo a crear las condiciones para que la difusión de información en el mercado público de valores contribuya a disminuir la posibilidad de que los accionistas que controlan las empresas puedan hacer transferecnias a su favor, por ejemplo, adquiriendo acciones en el mercado por debajo de su valor para liquidar posteriormente activos de las empresas, y devolver al mercado las acciones de la empresa sin activos por el mismo precio, como ha ocurrido en el pasado. El próximo paso que tendría que tomar la Comisión de Valores y la Superintendencia de Sociedades, es promover reglamentos que prohiban otros tipos de transferencia, que caen bajo la definición de con

flictos de interés. Hasta el momento se ha dado un paso interesante, pues con el objetivo de mejorar la información de las empresas a sus accionistas se les ha exigido informes sobre contratos y operaciones con los accionistas principales, y con los administradores y directores. No se prohiben las operaciones que implican conflicto de interés, pero no se obliga a las empresas a anunciarlos para que los demás accionistas conozcan las operaciones y las denuncien si es necesario.

Otra situación, que se interpone en el camino de la reconquista del ahorrador para el mercado de acciones, es la pérdida de confianza del público en los instrumentos financieros del sector privado. En 1981 se decía con un optimismo que posteriormente contradijo los hechos, que "cuando el mercado de acciones represente una fuente de recursos de tamaño comparable a la de los recursos de crédito se apreciará un mayor nivel de autocontrol por parte de los actores de ese mercado, tal como ocurre con los mecanismos de captación del sistema bancario". 12/.

Creíamos entonces que el sector privado colombiano no cometería voluntariamente un intento de suicidio como fue poner un sistema bancario a tambalear, y que la mejor manera de controlar el mercado de valores era hacerlo crecer para que su propio tamaño lo protegiera de los abusos potenciales. Pero los acontecimientos han mostrado que la expectativa de racionalidad colectiva no era correcta. ¿Cómo vamos a hacerle creer a los ahorradores pequeños que se quie

ren atraer a los mercados de acciones que esta vez sí se les va a tratar con consideración ? Esta no es solamente una labor de convicción por parte de los empresarios, sino que requiere la imposición y aceptación de un código de buena conducta y de rigurosa aplicación por parte de las entidades públicas y privadas responsables del control, especialmente por parte de las directivas de las bolsas de valores y de las sociedades anónimas .

Pero adicionalmente subsisten los problemas que han contribuido a deprimir la oferta y la demanda de acciones en los últimos años. Si bien los resultados del último año y las consecuencias de la recesión han moderado las expectativas de inflación, las tasas de interés real continúan siendo altas, y tienen influencia negativa sobre los precios de las acciones ; y la recesión ha afectado en el mismo sentido estos precios. Es posible entonces que el precio de las acciones continúe representando solamente una porción de su valor, con lo cual se impide que los empresarios utilicen esta fuente de recursos, pues su costo es prohibitivo. Para resolver este problema habría que cambiar el sentido de las expectativas sobre la tasa de interés, de tal manera que los ahorradores perciban un futuro de tasas de interés decrecientes, y habría que crear un clima de menor incertidumbre económica, para que los ahorradores estén más dispuestos a abandonar su preferencia por títulos financieros a corto plazo o depósitos a la vista para tomar posiciones en activos menos líquidos como son las acciones. Pero mientras esas circunstancias no se den y no se tomen las medidas necesarias para garantizarle al ahorrador protección contra los posibles abusos a los que se presta la

financiación por acciones, no se puede ser muy optimista, ni se puede esperar que entreguen su dinero como rehén de la fortuna y de los avatares del estilo financiero que ha sido predominante hasta la fecha, que es el de la ausencia de garantías para el pequeño ahorrador .

Para concluir, deseamos llamar la atención sobre otro aspecto del mercado de acciones que impide su desarrollo en Colombia y orienta los recursos de los inversionistas que gustan del riesgo a otros mercados menos organizados, pero más estimulantes; en el abanico que existe de acciones de sociedades anónimas no hay ningúna que estimule a la imaginación o que contenga la promesa de una aventura hacia el progreso económico, o hacia la riqueza. En su gran mayoría se trata de acciones de empresas que tuvieron un pasado brillante cuando se fusionaron en los años 20 para ofrecerle al ahorrador de entonces lo que hoy no puede ofrecer el conjunto de sociedades anónimas establecidas, muchas de las cuales se debaten entre el peligro de bancarrota por falta de creatividad de su administración, o el de bancarrota porque no pueden competir más en los mercados, ya que los dejó atrás la historia. Este es el principal conflicto del mercado de acciones en Colombia, en el presente; es un conflicto entre los intereses del pasado y los del futuro. A principios del Siglo XX, ofrecer en Co

---

12 /. HOMMES, R. y SILVA, G. La Sociedad Anónima. Un diagnóstico histórico. 1980. Estrategia Económica y Financiera No. 50. pág. 13-19 Mayo-Junio 1980 .

lombia las acciones de industrias del siglo XIX como son los textiles era una in novación cautivante; aún en los años cincuenta podía haber sido interesante pa ra los ahorradores embarcarse en una tenología del Siglo XX, como es la siderúr gica de altos hornos, pero con todo y eso, se tuvo que obligar al público a dar los recursos de capital para crear a Paz del Río. ¿ Qué va a estimular ahora al público para volver a invertir en ese tipo de empresas, cuando en el mundo es tán siendo reemplazadas con una velocidad que no permitiría imitar la lenta acumulación de capital en estas latitudes ? Los ahorradores que tienen imagi nación han volcado sus ahorros a las pequeñas empresas y van a seguir arriesgan do su capital en las múltiples pequeñas aventuras que se crean todos los días con la esperanza de salir adelante. Algunos de ellos lo harán, y serán los que reemplacen a los que hoy forman parte del establecimiento bursátil. Pero mien tras no se ofrescan acciones de las sociedades del presente como son las flori cultoras, por ejemplo; o de los del futuro, como pueden ser sociedades agroin dustriales, empresas de servicio, informática y tecnología, o fabricantes de bie nes de capital; mientras no se les abra la puerta del mercado de acciones a los medianos empresarios que no puedan dar el salto tecnológico por falta de recur sos de capital, el mercado de acciones organizado permanecerá irremediable mente casado con el pasado y no tendrá participación en las actividades indus triales y económicas del futuro, que cuando irrumpan le restarán rápidamente valor a las acciones de las compañías que están inscritas en las bolsas .

Ese es para concluir, el principal problema del Fondo de Capitalización Empre

sarial; está concebido para asistir a las empresas que ya pertenecen al pasado, y no tienen mucho sentido en esas empresas solamente porque al liberar los fondos que hoy pagan en intereses a terceros pueden ofrecer dividendos por algunos años. Mientras tanto, las medianas empresas, y las pequeñas siguen atrayendo la imaginación y la esperanza, dos de los componentes principales del espíritu animal que mueve a los inversionistas. Para progresar, las bolsas de valores tienen que atraer precisamente ese tipo de inversionista, pero para hacerlo necesitan ofrecer acciones de empresas con capacidad de innovación, y empresarios capaces de hacerlas crecer. Y estos empresarios, por definición, o la capacidad de crecer, no están en industrias a punto de completar su ciclo de vida en Colombia, y que en el mundo lo completaron hace años. Hemos dado la vuelta de 360 grados, las industrias que se comenzaron con las fusiones de los años 20 no inspiran entusiasmo como perspectiva de inversión ni sirven para hacer revivir el mercado de acciones. Hay que promover nuevas fusiones de empresas medianas con perspectivas; hay que meter al mercado las acciones de empresas familiares cerradas para permitirles crecer e institucionalizarse. Para que esto sea posible, se necesitan bancos de inversión e intermediarios financieros que estén dispuestos a promover y a arriesgar, pero sobre todo, se necesita que las empresas nuevas sobre las que se puede construir un futuro bursátil, no lleguen a establecer a la sombra del Banco de la República, y al amparo de la protección, para impedir el progreso, pues entonces dentro de 50 años se estará discutiendo otra vez la manera de promover un mercado de acciones en Colombia y por ende el fortalecimiento del mercado de capitales .

3. EL AHORRO PERSONAL Y SU INCIDENCIA EN EL MERCADO DE CAPITALES

Si partimos del hecho de que todas las inversiones en cualquier país que aspire a tener cada día mayor independencia debe intentar por lo menos de financiarse con recursos propios y que estos recursos deben provenir inminentemente del ahorro familiar, más concretamente del ahorro personal que posteriormente van a nutrir al mercado de capitales, de ahí que el ahorro personal tenga gran incidencia en el mercado de capitales .

El concepto que se tenga de lo que es ahorro varía en general de los esquemas teóricos aplicados por cada investigador, o experiencia personal de aquellos individuos que participan en los diversos mercados de ahorro o de inversión, o que creen ahorrar por fuera de ellos. Para algunos, la acumulación de excedentes de efectivo en cajas fuertes, o en lugares " seguros " puede constituir subjetivamente una forma de ahorro en cuanto les permita contar con recursos financieros en un futuro. Esta perspectiva del ahorro es a todas luces primitiva, principalmente porque las cantidades así congeladas no tendrán utilización por otros miembros de la comunidad y en consecuencia, no contribuirán al proceso del crecimiento económico ni devengarán intereses, ni podrán llegar a valorizarse

con el tiempo ni proteger a sus dueños contra el deterioro inflacionario, ade más de que los riesgos de pérdida de dichos dineros son mayores que los que se lograrían al utilizar a un intermediario financiero institucional. Una modalidad de no ahorro similar a la anterior constituye la adquisición de divisas, también para guardarlas, o el acaparamiento de productos, el atesoramiento de oro, jo yas y metales preciosos, y otros. En todos estos casos existirá un probable bene ficio para el ahorrador, pero sus dineros no son productivos en manera alguna, ya que no financian ninguna actividad económica y simplemente recaudan la plusvalía que algunos segmentos del mercado están dispuestos a pagar por sus artículos " ahorrados ". Estas prácticas no son socialmente deseables ni conve nientes para un país, y muchas veces para los mismos individuos que participan de ellas. Por ello se considera la transferibilidad del ahorro como elemento esen cial para que éste sea deseable en un sistema económico, puesto que en ella ra dica la posibilidad de la utilización del ahorro para desarrollar la economía de un país.

Las definiciones más estrictas de ahorro incorporan todas una vinculación del acto de ahorrar con el de consumir, y con los ingresos disponibles, sin vincular lo necesariamente con que apenas sea transferible. Así, la concepción de los eco nomistas ha sido la del ahorro como abstención del gasto de consumo, posponiendo éste y suscribiendo entre tanto un activo monetario que simbolice el valor de dicha abstención. Esta definición general nos permite incorporar el concepto de ahorro tanto al ya descrito que es completamente improductivo desde el

punto de vista de la generación del desarrollo económico, como el ahorro productivo, o transferible, cuyo efecto sobre las variables objeto de la gestión económica es fundamental e imprescindible .

Indudablemente, el ahorro personal y familiar debe constituir, en cualquier economía, el principal nutriente del mercado de capitales, razón por la cual todos aquellos países que han esbozado e implantado una verdadera política de fomento al ahorro nacional, le han otorgado gran prioridad y han establecido mecanismos y alicientes adecuados para su desarrollo. Es lógico que sean las unidades familiares las que posean los medios de producción, si se quiere lograr un orden social y económico equilibrado y equitativo .

Por diferentes factores, especialmente a causa de la inflación y de las tasas progresivas de tributación para las personas naturales, el ahorro personal en Colombia ha perdido importancia relativa y ha estado sujeto a fuertes oscilaciones durante los últimos años .

Esta pérdida relativa, del ahorro personal va a tener como resultado un estancamiento en el mercado de capitales, ya que no permitirá que éste cumpla con sus funciones de principal agente dinamizador de recursos a largo plazo a la actividad económica y productiva en general .

Es de gran trascendencia y de suma importancia el ahorro personal en el forta

lecimiento del mercado de capitales, por consiguiente deben crearse en Colombia verdaderos estímulos que incrementen la capacidad de ahorro de todos aquellos que lo pueden llevar a cabo. Por otro lado deben fijarse " garantías especiales " para que los ahorradores no sientan desconfianza al entregar su dinero a entidades encargadas de captar dichos recursos, todo esto contribuiría sin lugar a dudas a conformar un mercado de capitales más sólido y consistente .

3.1 DISTRIBUCION DEL INGRESO Y SU IMPACTO EN EL AHORRO

En el campo del análisis y la política económica es de suma importancia, de permanente actualidad y de tanta trascendencia para el desarrollo, la justicia y la estabilidad social el tema de la inequitativa distribución del ingreso. Prácticamente toda administración le ha dado una respuesta y le ha fijado como punto prioritario en su programa de gobierno . Sin embargo, en pocos problemas como en este los ofrecimientos y soluciones han llegado dificilmente a concretarse poniendo en duda la capacidad del Estado para intervenir y encauzar el desarrollo económico de nuestro país .

Es difícil encontrar en la historia económica y política de nuestro país un perío do en el cual se haya pretendido impactar decididamente y en una dirección particular la estructura de la distribución del ingreso. En este sentido gradualismo y continuismo son en realidad los términos que describen de manera más acertada y precisa el manejo dado a este problema durante el presente siglo .

Quizá el equilibrio hacia el que ha tenido la correlación de fuerzas involucradas en la pugna distributiva sea el reflejo de esta situación. El equilibrio tan solo ha sido afectado levemente por las situaciones particulares de la coyuntura de cada momento .

Desde finales de la década pasada, la característica más sobresaliente en materia de distribución de la renta, había sido la creciente participación de los ingresos de la clase trabajadora en el ingreso nacional total. Resulta paradójico que aún después de 1980, en medio de una de las crisis más severas y prolongadas que se hayan registrado en nuestro país, fuera precisamente aquel grupo social con menores probabilidades de salir beneficiado de la pugna distributiva , el que se asegura una mayor porción de la renta nacional .

En efecto, la participación de la remuneración al trabajo en el producto interno bruto ganó 3.4 puntos porcentuales en el período 1978 - 1982 contrastando marcadamente con la relativa estabilidad que se había registrado años atrás .

Desde 1975, los precios de los bienes de consumo habían iniciado una intermitente escalada alcista. Esta tendencia se vió reforzada en los dos primeros años de la presente década, período durante el cual el incremento promedio del índice de precios al consumidor, estubo cercano al 25 % anual. La inestabilidad creciente de estos precios y su tendencia permanente al alza, integraron dentro de los acuerdos salariales, las expectativas inflacionarias. La fijación del sala

rio nominal, pactada entre trabajadores (sindicatos) y gobierno bajo iguales consideraciones y criterios, terminó institucionalizando dicha práctica. De esta manera los acuerdos sobre el salario mínimo señalaban la pauta a seguir a la mayoría de los acuerdos salariales directos entre trabajadores y patronos .

Sin embargo, es importante anotar que la creciente importancia que dentro del ingreso nacional venían adquiriendo los ingresos asalariados, no fue únicamente el resultado del acelerado ritmo de crecimiento de los salarios nominales . Durante los primeros años de la presente década, se hizo evidente que buena parte de las empresas y establecimientos productivos, habían perdido capacidad de contrarrestar los incrementos en los costos salariales mediante incrementos de los precios de los bienes producidos .

Durante los dos primeros años de la administración Betancourt lo sucedido en materia de distribución del ingreso entre capitalistas y asalariados, no puede ser atribuido en su totalidad a las disposiciones e instrumentos de política económica adoptada, ni a lineamientos generales que lo inspiraron. Sin duda alguna, fue determinante el comportamiento de variables sobre las cuales se pudo ejercer poco o nulo manejo discrecional. Es el caso del índice de precios al consumidor y detrás de él, de la oferta agrícola.

El gobierno pretendía armonizar en su política salarial las metas de estabilidad, crecimiento y equidad que habían sido propuestas en el plan de desarrollo

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
Biblioteca Universitaria
Fernández de Madrid

(Cambio con Equidad). El instrumento clave para alcanzar este objetivo era la política de concertación. Esta política aseguraría incrementos del salario mínimo acordes con la intención de expansión y recanalización de la demanda interna, pero a su vez, evitaría crecimientos desorbitantes en los salarios nominales que pudieran desencadenar en la economía una espiral inflacionaria .

El resultado final fue el incremento del salario mínimo en niveles muy semejantes a los observados en los años inmediatamente anteriores. Gracias, al favorable comportamiento de los precios al consumidor este incremento en términos nominales se tradujo en mayores salarios reales. Efectivamente en 1983 el índice de precios al consumidor desaceleró considerablemente su ritmo de crecimiento, lo que permitió un incremento del salario mínimo real del orden del 8 % .

En 1984, la intención de utilizar mejoras en los salarios reales como mecanismo reactivador, se hizo más evidente. El gobierno permitió incrementos del salario mínimo 6 puntos por encima de lo que había sido el incremento de precios el año inmediatamente anterior. De esta manera, y gracias de nuevo al buen comportamiento de precios y oferta de alimentos, el salario mínimo logró incrementarse en un 3 % en términos reales este año .

El incremento del Poder Adquisitivo del salario, tanto del mínimo como del promedio industrial, repercutió en la distribución del ingreso de dos maneras ;

por un lado, disminuyó las enormes presiones que sobre los salarios nominales habían surgido en momentos de aguda inflación. Por otro lado los mayores niveles de salario real, aunado a la política de protección de la producción nacional, propiciaron el incremento y la reorientación de la demanda interna, restituyendo de esta manera a las empresas y establecimientos productivos, la capacidad perdida años atrás de asimilar costos y reajustar precios. Esto último fue particularmente cierto para 1984, cuando los precios industriales en relación con el salario promedio industrial se mantuvieron prácticamente inmodificados. En años anteriores los precios industriales habían perdido considerable terreno frente a los salarios y demás precios de la economía .

A pesar del resultado positivo que en materia de crecimiento y de distribución del ingreso arrojó el programa macro económico de reactivación, éste no logró impactar significativamente las tendencias adversas que desde finales del 81 venían manifestándose en las tasas de desempleo. En 1982, las tasas de desempleo alcanzaron un nivel del 9.1 % y ya para 1984 éstas se habían colocado a niveles superiores del 13 %.

El terreno que habían ganado los ingresos de los trabajadores ocupados en el ingreso nacional se convirtió así, a raíz del creciente desempleo, en una menor posibilidad de participar en el reparto del producto de una creciente masa de población económicamente activa. Es claro, que los indicadores clásicos de distribución de la renta entre el trabajo y el capital han ocultado este fenómeno.

Aún más, este alcance limitado de los indicadores los hace también incapaces de registrar lo que sucede, inclusive con la repartición del ingreso al interior mismo de los trabajadores ocupados .

Desde mediados de la década del setenta, e igualmente durante los primeros años de la década del ochenta, el incremento de los ingresos nominales y reales de la masa trabajadora, fue en realidad el resultado de comportamientos dispares de las diferentes categorías de remuneración. El salario mínimo había ganado terreno frente a los demás tipos de salario y al menos durante los años posteriores al 82, respecto de los ingresos promedio de los cuenta propia .

Este mayor crecimiento de los ingresos bajos y medios determinó una redistribución de la masa salarial en favor de los que percibían ingresos cercanos al salario mínimo. La disminución en el grado de concentración en que se tradujo lo anterior, afectó tanto a los trabajadores asalariados como a los independientes y se reflejó en la caída de los índices de concentración .

Sin duda alguna, estos resultados pueden ser esgrimidos por la autoridad económica como conquistas importantes en materia de equidad y justicia social. Sin embargo un análisis un poco más detallado de la estructura de la distribución del ingreso tanto de los asalariados como por cuenta propia permite derivar conclusiones diferentes respecto a la naturaleza del cambio operado, de las que se derivan de la simple observación de los ingresos promedios y de los índices de concentración .

La participación de asalariados que recibían ingresos entre 1 - 2 salarios mínimos se incrementó paulatinamente desde 1981, por el contrario, aquellos grupos con ingresos superiores a cuatro salarios mínimos perdieron importancia frente al total de asalariados ocupados. Igual situación enfrentaron los grupos que ganaban menos de un salario mínimo .

La mayor cuota en el desempleo la aportó precisamente aquel sector de los asalariados con altos niveles de ingreso. Es la gran industria la que explica en un mayor grado la caída en el empleo total del sector manufacturero, durante 1980 y 1983, es ella igualmente la que está en capacidad de ofrecer salarios más altos del sector. Por otra parte, es probable que aquellos sectores en los cuales se ofrecen niveles medios de salarios, 1 - 4 salarios, no vieran afectados durante la recesión sus niveles de empleo. Los grupos medios de salarios mantienen así sus tasas de empleo y aumentan su participación. Tampoco se puede descartar la baja productividad que impiden a los empresarios conceder incrementos en los salarios nominales, esto es particularmente válido para aquellos sectores que pagan salarios relativamente altos. Por último, es importante registrar el papel que pudo haber desempeñado la caída de las tasas de empleo universitario como sus niveles de ingreso real .

El comportamiento de los indicadores de concentración no fue, pues única y exclusivamente el resultado del mayor crecimiento de los salarios bajos, frente a los salarios medios y altos. Aunque es muy difícil precisar con exactitud su im

pacto, es claro que buena parte del fenómeno lo explica la mayor contribución en el desempleo asalariado de los grupos de altos ingresos .

Indiscutiblemente en Colombia pocas han sido las intenciones de los gobernantes de turno para crear verdaderas políticas de distribución del ingreso y por lo tanto aumentar la capacidad de ahorro y mejorar sustancialmente el nivel de vida de un amplio núcleo de la población. Es lógico manifestar que es de gran impacto en el volumen total de ahorro del país una verdadera y equitativa distribución del ingreso,de esta manera el ahorro transferible podrá cumplir a cabalidad con su función social de financiador a gran escala de la inversión productiva del país, pero en la medida que la riqueza siga concentrándose en una porción reducida de la población tal como ha ocurrido y está ocurriendo en Colombia en detrimento de un gran número de la población, no puede hablarse de equitativa distribución del ingreso .

Nuestro país sometido a diversos programas por los distintos gobernantes, es el caso del Programa de Ajuste implantando en la Administración Betancourt que consolidó el papel que desempeñó la devaluación real del tipo de cambio en la estructura de la distribución del ingreso durante 1982 - 1984. Las transferencias de ingresos en favor de los sectores exportadores se reforzaron. Dentro del mismo sector hubo grupos más favorecidos que otros. Fue el caso del sector cafetero, que además de la devaluación percibió a su favor el aumento en el precio interno del grano y de las cuotas de exportación. El programa de ajuste

generó transferencia de ingresos entre los sectores productivos en favor de los exportadores, en especial los de manufacturas y cafeteros, de ésta manera se favorecía el incremento de la tasa de ahorro de la economía, al dirigir hacia grupos con alta propensión a ahorro buena parte de los ingresos. Sin embargo si los asalariados se vieron perjudicados, lo fueron mucho más los productores nacionales que abastecen el mercado interno, lo cual acentúa mucho más la concentración de la propiedad y la riqueza en pocas manos, y lo cual nos demuestra que las políticas y programas de distribución de ingreso en Colombia se han hecho casi siempre con el ánimo de favorecer a determinados grupos .

Las políticas de distribución de ingreso deben ir siempre de manos con políticas agresivas de crecimiento y generación de empleo. Crecimiento y distribución del ingreso en nuestro país no pueden ser políticas alternativas .

La redistribución del ingreso debe ser integral, es decir todos los sectores que entran en el proceso productivo deben tener justa participación en el reparto del ingreso nacional. Esto permitiría por un lado aumentar las tasas de ahorro de la economía en una forma global, por otro lado y en forma lógica el proceso ahorro - inversión se vería favorecido en una forma amplia y así el mercado de capitales se fortalecería de una manera tal que le permitiría cumplir con una de sus funciones primordiales, como es la de financiar en un largo plazo las inversiones necesarias para así lograr un rápido crecimiento económico expresado en un mejor bienestar para un amplio núcleo de la población más necesitada y de

primida. Pero pretender que la distribución del ingreso en Colombia se siga haciendo tal y como se hace en la actualidad, en forma injusta e inequitativa, sería esperanzarnos a una especie de redistribución de la miseria, en detrimento de un gran número de la población, marcando y acentuando aún más los problemas sociales en nuestro país.

3.2 INFLACION Vrs AHORRO

El ahorro en cualquier sistema económico debe constituirse en el vehículo indispensable para lograr una mejor formación bruta de capital. El acelerado crecimiento del proceso inflacionario sin lugar a dudas debilita la capacidad de ahorro.

La inflación o aumento persistente y generalizado en el nivel de precios repercute directamente sobre los ingresos de las personas, pues en la medida que la pérdida del poder adquisitivo del dinero aumente, aquella parte del ingreso no destinada al consumo será mucho menor lo cual ocasionaría un detrimento en el volumen total de ahorro interno. Por otra parte, una elevación excesiva de los precios traería múltiples problemas los cuales repercutirían en forma negativa sobre la capacidad del pueblo colombiano para generar cada vez más un creciente nivel de ahorro. Por un lado la gente pierde confianza en el dinero, debido al cada vez menor valor de éste, se muestran mucho menos predispuestos al ahorro. Además, puede mostrarse propensas a aumentar su consumo, ya que

estarían conscientes de que el dinero valdrá menos en el futuro. El descenso del ahorro frena las inversiones las cuales son indispensables para alcanzar un rápido desarrollo económico .

Entonces es correcto manifestar que la inflación es un fenómeno de graves con secuencias. Se ha llegado a decir incluso que la inflación es como un cáncer que erosiona progresivamente el tejido social, económico y político de un país, hasta llegar a destruirlo. En parte es por ello por lo que, en países de tradición democrática, la inflación suele ser uno de los puntos más controvertidos durante los períodos electorales, y por lo que prácticamente todos los candidatos prome ten atacarla y reducirla .

En Colombia el proceso histórico nos ha demostrado que el ritmo de crecimien to del flagelo inflacionario desde comienzos de la década del setenta hasta hoy, se ha mantenido, lo cual ha repercutido notablemente en la baja capacidad real de ahorro de nuestro país. Es por eso que las diferentes políticas implanta das por los diversos gobiernos encaminadas a contrarrestar la inflación han sido deficientes ya que los resultados de los índices inflacionarios no son muy hala gadores, ni para los diseñadores de tales políticas. El proceso inflacionario le ha ganado siempre la partida a tales políticas; lo cual nos lleva a manifestar que en la medida que éste flagelo siga aumentando, las posibilidades de ahorro del pueblo colombiano será mucho menor, lo cual conlleva a una descapitalización y a un aumento en los índices de endeudamiento de las principales empresas del país .

122

La inflación es indudablemente el enemigo número uno del ahorro, en la medida que se siga perdiendo poder adquisitivo del dinero, la propensión al ahorro disminuirá, de esta manera el mercado financiero dispondrá de menos recursos para canalizarlo hacia aquellas actividades que vayan en pro del desarrollo económico y social del país .

En la medida que en un país como el nuestro donde no se creen verdaderas políticas de fomento al ahorro personal, el mercado de capitales se vería frenado en el cumplimiento de sus funciones primordiales, encaminadas a lograr un rápido y sostenido crecimiento económico, en beneficio de un amplio núcleo de nuestra población. Ya que como hemos planteado, todo sano proceso de crecimiento económico debe lograrse mediante recursos propios y estos provienen en su mayoría del ahorro personal, el cual debe convertirse en el motor esencial , para lograr que nuestro mercado de capitales se desarrolle .

3.3 PARTICIPACION DEL AHORRO PERSONAL EN EL MERCADO DE CAPITALES

Quizás el mejor indicador sobre el ahorro personal en una economía lo represente la llamada " cuota de ahorro ", la cual expresa anualmente las sumas ahorradas por el sector familiar en relación con su ingreso disponible, es decir, neto de impuestos y transferencias al gobierno .

La evolución histórica de la cuota de ahorro personal en Colombia, la cual de nota una tendencia decreciente, aunque con una interesante recuperación durante los últimos años . Tal situación se deba, en buena parte a las deficiencias metodológicas de nuestras Cuentas Nacionales. No obstante, si recurrimos a las comparaciones internacionales podemos detectar que el ahorro personal, como magnitud relativa, tiene muy poca importancia en nuestra economía. En efecto, dicha cuota asciende a un 24.9 % en Japón, 17.3 % en Francia, 15.2 % en Alemania Occidental, 14.1 % en la Gran Bretaña y en un 10.3 % en los Estados Unidos, mientras que en Colombia el promedio histórico es de apenas 5.6 % .

Esta debilidad del ahorro nacional se refleja también en las estadísticas sobre la financiación de la formación bruta de capital, en la mayoría de los países industriales, el ahorro de las unidades familiares representa más del 50 % del ahorro nacional, mientras que en Colombia él fue de 35.1 % en el año de 1970, en el año 1976 alcanzó un nivel del 45.1 %, en 1980 participó en un 47.2 % disminuyendo de una manera notable en 1982 con una participación del 39.4 % (ver Tabla 8).

Lo lógico y social en cualquier sistema económico es que gran parte de las inversiones sean financiadas a través del ahorro de las unidades domésticas. Mientras que en el año de 1950, por ejemplo, el 60 % de las inversiones netas fué financiado en Colombia mediante el ahorro personal, dicha cifra disminuyó a

un 26.7 % durante el período 1970 - 1974 , del 28.5 % durante el período de 1975 - 1979, decayendo de una manera significativa nuevamente durante el período 1980 - 1982, llegando a situarse en un 23.5 % (ver Tabla 9). Como se puede observar, la participación del ahorro personal en el financiamiento de la inversión productiva del país ha perdido importancia relativa, lo cual es preocupante ya que como lo hemos manifestado la forma más sana de conseguir un crecimiento económico es mediante la utilización eficiente de los recursos internos de un país y sobre todo si estos recursos provienen en su mayoría del sector familia . .

La conciencia despertada por los simposios sobre mercados de capital, que se han llevado a cabo en nuestro país, indiscutiblemente tendría influencia para la recuperación del ahorro personal y de esta manera aumentar su participación en el mercado de capitales, pero a nuestro juicio todavía no existe una verdadera política que fomente al ahorro personal .

Es cierto que la promulgación de dos leyes sobre el llamado " Alivio Tributario " ha establecido mecanismos compensatorios para las repercusiones negativas que genera la inflación sobre el presupuesto de ahorro de las unidades domésticas , pero quizás dichas medidas sean todavía muy poco eficientes, por la sencilla razón de que se conservó la filosofía de la reforma tributaria de 1974, según la cual los mecanismos de los descuentos tributarios representan magnitudes de crecientes a medida que se incrementa la renta gravable, de tal manera que

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
Biblioteca Universitaria
Fernández de Madrid

TABLA 8. Financiación de la Formación de Capital en el País 1970 - 1982

AHORRO	1970	1972	1974	1976	1978	1980	1982
Instituciones Financieras	4.7	4.4	6.3	6.2	7.3	10.8	7.6
Administración Pública	14.0	8.0	12.6	30.6	30.9	16.4	3.2
Sociedades no Financieras	26.9	28.1	25.7	25.7	26.6	24.6	25.1
Hogares	35.1	48.7	43.3	45.1	49.0	47.2	39.4
Excedente (-) Déficit de la Nación (+)	19.3	10.8	12.1	(8.4)	(11.8)	(2.7)	24.7

FUENTE : Comisión Nacional de valores. Formación de Capital, productividad de desarrollo industrial. Boletín Mensual, 1984 .

TABLA 9. Distribución Porcentual de la Inversión Fija a Precios Corrientes

CONCEPTO	1970-74	1975-79	1980-82
Sociedades y cuasisociedades no Financieras	50.9	51.1	50.3
Administración Pública	19.5	17.7	22.5
Hogares	26.7	28.5	23.5
Entidades Financieras	2.9	2.7	3.7
TOTAL	100.0	100.0	100.0

FUENTE : Comisión Nacional de Valores. Formación de Capital, productividad y desarrollo industrial. Boletín Mensual, 1984 .

aunque se reajusten todas las cifras absolutas en la misma proporción en que se desvaloriza la moneda, nunca se obtendrá un sistema tributario equitativo y los contribuyentes se desplazarán todos los años a escalas de tributación pro gresivas más altas, sin que sus ingresos reales después de impuestos se manten gan por lo menos constantes .

En la medida en que no se creen en Colombia verdaderas políticas de fomento al ahorro personal, y se siga castigando tal como se hace en la actualidad su participación en el mercado de recursos a largo plazo de la actividad económi ca será insignificante, y con tendencias decrecientes .

4. TASAS DE INTERES EN EL MERCADO DE CAPITALES

En términos generales, se puede afirmar que las tasas de interés en Colombia no resultan del libre juego de la Oferta y de la Demanda por dinero y por otros activos financieros. Siempre ha existido una intervención del Estado, más o menos acentuada en el señalamiento directo o indirecto, de las tasas de interés.

En los años 30's se rebajo por Decreto de Estado de Sitio la tasa de interés de las deudas, para hacer frente a la gran depresión. Posteriormente, la intervención del Estado se ha agudizado a través del establecimiento de numerosas tasas para ahorro y préstamo, únicas o máximas, mediante regímenes de inversiones forzosas y de porcentajes requeridos de cartera de fomento, y por la vía de subsidios, en la forma de exenciones tributarias o de redescuentos del Banco de la República.

La intervención del Estado en materia de tasas de interés ha buscado en ocasiones limitarlas y en otras influir sobre la distribución de los recursos financieros. En la limitación de las tasas de interés se ha visto un interés social y se ha considerado que el fomento de determinadas actividades depende de un bajo nivel de las mismas.

Pero la inoperancia del mercado para la formación de las tasas de interés no ha obedecido solamente a la acción estatal . Desde años atras se estableció la norma de que las tasas de interés sobre ahorros y sobre depósitos a término deberían ser el resultado de acuerdos interbancarios, aprobados por la Superintendencia Bancaria. Luego, los fondos de inversión presionaron al alza de cotización de las acciones de la bolsa, dentro de un mercado reducido e imperfecto .

Una de las principales características de las tasas de interés en Colombia es su gran variedad y dispersión . Algunas medidas han buscado disminuir la gran distancia que media entre las varias tasas de interés. En materia de ahorro se han aumentado la tasa nominal de las cédulas hipotecarias, de los bonos de desarrollo económico, de los certificados de depósito a término y de los depósitos de ahorro .

En los préstamos ha habido modificaciones de las tasas de interés para casos muy específicos, como el fondo para inversiones privadas y el fondo financiero industrial .

Dichas medidas, sin embargo, han sido parciales y generalmente insuficientes para colmar la brecha. Además, no siempre se ha avanzado en el sentido de reducir el número de las tasas de interés y de acortar su distancia .

La multiplicidad y distancia de las tasas de interés es consecuencia natural de la fijación de gran número de ellas por el Estado, generalmente sin un análisis global, ni un estudio detenido, sino con criterio coyuntural y casuístico. También han influido las exenciones tributarias, que incrementan la tasa comparable de rendimientos de algunos activos financieros y que, además, varían según el nivel de tributación en que se encuentre cada tenedor. Finalmente, ha contribuido el redescuento, con su multiplicidad de tasas y porcentajes.

El gran número y diferencia de las tasas de interés produce efectos muy importantes sobre la distribución de los recursos financieros, y por ende, sobre la estructura de la producción, favoreciendo a determinados sectores, en detrimento de otros. No es claro que este sistema de asignación de recursos, hecho unilateralmente por el Estado, sea mejor que el que podría resultar de la acción del mercado, con una necesaria, pero no excesiva, intervención del Estado.

Otro defecto de esta situación es su repercusión negativa sobre la distribución del ingreso, ya que las tasas menores de interés precisamente corresponden a las formas de ahorro más utilizadas por gentes de menores ingresos, en tanto que las más elevadas benefician a quienes perciben ingresos superiores. Por otro lado, la multiplicidad y distancia de las tasas de interés propicia operaciones especulativas a través de préstamos que se obtienen a bajos intereses y se colocan luego a tasas mayores.

Otra característica del sistema de tasas de interés en Colombia es su falta de flexibilidad. Las tasas fijadas por el Estado no se revisan periódicamente, teniendo en cuenta las variaciones de la economía interna y de la situación internacional. Es conocido el hecho de que, normalmente, la respuesta del Estado a los cambios de situación es lenta. A ello se suman, en el caso colombiano, restricciones de carácter político e institucional. Existe la opinión generalizada de que un aumento de las tasas de interés afecta el nivel general de precios, y desestimula la producción de los sectores subsidiados. Al mismo tiempo, el régimen de inversiones forzosas, en papeles de bajo rendimiento, dificulta el manejo de las tasas de interés sobre ahorro.

Al lado de la poca flexibilidad originada por la fijación del Estado, de las tasas de interés, se encuentra la inflexibilidad originada en el mantenimiento de cotizaciones rígidas para muchos papeles de renta fija.

Para dar mayor flexibilidad a las tasas de interés, nos parece preferible permitir que respondan más espontáneamente al mercado, disminuyendo el número de tasas señaladas por el Estado y permitiendo que la cotización de los papeles de renta fija oscile, dentro de márgenes razonables. Además, es importante que el Gobierno haga una revisión periódica de las tasas de interés fijadas por él, tal como se ha venido presentando durante los últimos tiempos.

La baja tasa de interés que caracterizó a muchas formas de ahorro y préstamo

antes de la Reforma de 1974 produjo efectos inconvenientes . Es posible que niveles demasiados bajos de interés, especialmente si son negativos, desestimulen el ahorro. Además, como las tasas inferiores corresponden a formas de ahorro generalmente utilizadas por gente de menores ingresos, como los depósitos de ahorro, se agrava la mala distribución del ingreso .

En materia de préstamos, las bajas tasas de interés propician una estructura económica capital - intensiva, a nivel general y a nivel de empresas, lo cual resulta contradictorio y nocivo, ya que en el país el capital es recurso escaso y el trabajo es abundante .

Las tasas artificialmente bajas para los préstamos bancarios estimulan la demanda por crédito, dificultando el manejo monetario y favoreciendo a quienes tienen mayor acceso al crédito de los bancos, por mantener mayores depósitos o efectuar más operaciones de cambio exterior, colocando en desventaja a los pequeños prestatarios. También aquí se presenta un efecto regresivo sobre la distribución del ingreso .

La disponibilidad de recursos de crédito bancario a bajo costo puede dar lugar a cuantiosas utilidades, mediante la simple inversión de dichos recursos obtenidos en activos de alto rendimiento, sin que medie capacidad empresarial , trabajo, ni organización, sino la simple posibilidad de acceso al crédito bancario. Esta situación da lugar a transferencias de recursos de crédito hacia

sectores distintos de aquellos a los cuales deben orientarse y pueden ocasionar descapitalización de éstos .

Dadas las restricciones institucionales, es extremadamente difícil estimar cuál podría ser una tasa de interés de equilibrio. Existen sin embargo, algunos indicadores que pueden contribuir a aclarar el problema, al menos parcialmente, tal es el caso de los bonos de algunas empresas industriales, los ahorros del mercado extrabancario que mantienen una cotización estable. El control de la tasa de interés institucional por medio de procedimientos directos estimula la formación del mercado extrabancario con una tasa de interés igual o superior a la de Equilibrio Competitivo .

Las bajas tasas de interés en el mercado institucional fomentan el crecimiento del mercado extrabancario, el cual presenta, entre otros, estos inconvenientes; eleva la tasa de interés por encima de su nivel de equilibrio, desestimulando la inversión y presionando costos y precios, dificulta el encauzamiento de los recursos financieros hacia los fines que se consideren prioritarios para la economía nacional, propiciando, a veces, operaciones especulativas, por otro lado, disminuye las posibilidades de un adecuado manejo monetario, por parte de las autoridades del ramo.

En consecuencia, desde el punto de vista económico es por lo menos dudosa la conveniencia de tasas de interés para préstamos inferiores al nivel de equi

librio, es decir, subsidiadas. Ellas solamente se justificarán en casos especiales, por claros motivos de orden social, como la dotación de vivienda popular.

Otra característica de las tasas de interés en Colombia es el tradicional empleo de subsidios. Las tasas sobre ahorros están frecuentemente subsidiadas a través de exenciones tributarias, para elevar su rendimiento y por considerar que la ausencia de tributación constituye un atractivo para el ahorrador. Así se ha procurado compensar el bajo interés nominal de algunos activos financieros; dar ventaja a los papeles oficiales y a las cédulas hipotecarias ; satisfacer solicitudes del sector privado, especialmente en épocas de dificultad para el mercado bursátil, y en fin, influir sobre la asignación de los recursos financieros .

El sistema de exenciones se juzga inconveniente. En primer lugar, afecta el equilibrio presupuestal y merma la participación del Estado en el ahorro interno como consecuencia de la reducción de sus ingresos corrientes. No solamente las exenciones constituyen una pesada carga fiscal. Tienen el defecto de no ser exactamente cuantificables y de no aparecer en el presupuesto nacional, razones por las cuales la opinión pública, el Congreso Nacional y el propio Ejecutivo carecen de suficientes elementos de juicio para valorar su costo y para apreciar su beneficio económico y social. Además, su carácter de gasto invisible conduce con frecuencia a que el Estado sea pródigo en ellas, y a que

los distintos sectores, aboguen por su otorgamiento, sin reparar en el impacto fiscal .

Desde el punto de vista de distribución del ingreso, las exenciones tienen un perjudicial efecto negativo, porque benefician más a los contribuyentes con altas escalas de tributación, que son, supuestamente, quienes perciben mayores ingresos, en tanto que favorecen menos a los pequeños contribuyentes, personas de bajos ingresos .

La composición del portafolio financiero de la economía depende de las características de los diferentes activos, que se hallan vinculados entre sí por factores de distinta naturaleza. En general se considera que los agentes económicos pueden desplazarse sin mayores costos de un título financiero a otro, y por lo tanto, que éstos son altamente sustitutos. Esta premisa ha servido de punto de partida para innumerables desarrollos en materia del funcionamiento del mercado de capitales que han dado lugar a generalizaciones que no se ajustan a la realidad. Los mercados de capitales están regulados por una gran variedad de elementos que están asociados con las caracterizaciones específicas de cada país . Su análisis requiere un mínimo de elementos cuantitativos sobre las funciones de comportamiento de los activos, el grado de interrelación entre ellos y los mecanismos de ajuste .

Los desarrollos de la teoría monetaria en el último siglo aceptan que el dine

ro suministra servicios que permiten satisfacer necesidades en materia de transacciones, especulación y precaución. Pero el dinero puede lograr estos propósitos en la medida que pueda convertirse en un medio de cambio. Por ello su principal atributo es la liquidez. Este concepto no puede extenderse igualmente a todos los activos financieros. La demanda de alguno de ellos está motivada, entre otras razones, por el motivo de atesoramiento de riqueza. Los individuos están dispuestos a mantenerlos en la medida que perciban un rendimiento que compense la mayor preferencia por el consumo presente.

En general no es posible establecer una línea divisoria entre los activos demandados por propósitos de liquidez y atesoramiento. Los títulos remunerados cumplen las dos finalidades simultáneamente y en grados que dependen de sus características especiales. La tasa de interés es una retribución a ambos propósitos.

La estructura de las tasas de interés del mercado de capitales depende, entonces, de las preferencias de los individuos entre el consumo presente y el futuro y de las demandas de liquidez. La importancia de una y otra depende de las condiciones y características de cada economía. En los países como Colombia donde se ofrecen grandes oportunidades especulativas y, en general, se busca un alto comando por la riqueza, se puede esperar una alta preferencia por la liquidez.

Los individuos, por su parte, dentro de las diversas combinaciones que permiten alcanzar los propósitos de liquidez y atesoramiento tenderán a seleccionar aquellas que les reporten un mayor rendimiento. Su actitud con relación a cada alternativa depende de la varianza del precio, del período de maduración y de las tasas de interés. Como los dos primeros atributos son inherentes al activo y varían lentamente a lo largo del tiempo, la demanda de cada activo puede ser expresada como una función de todas las tasas de interés y de la riqueza que es aproximada por el ingreso. De esa manera el funcionamiento del mercado de capitales es accionado por las respuestas a las variaciones en los rendimientos. En términos cuantitativos, es determinado por las elasticidades de sustitución entre los diversos activos financieros .

No sería realista esperar que la actitud de los inversionistas con respecto a las distintas opciones financieras y las relaciones entre los diversos títulos se pueden extraer de la estimación mecánica de una serie de ecuaciones. La evolución institucional del mercado de capitales en los últimos veinte años suministra la información sobresaliente sobre las fuerzas económicas que lo gobiernan y difícilmente pueden ser incorporadas en un modelo matemático. Por ello el análisis que presentamos a continuación de las sustituciones entre las técnicas estadísticas y la observación cualitativa de los períodos en que se adoptaron los grandes cambios institucionales .

El análisis parte de 1960 y considera dos períodos cruciales. Entre 1960 y 1972

Las opciones financieras institucionales se reducían a los depósitos en cuenta corriente, los depósitos a términos y las cédulas del Banco Central Hipotecario. (Ver Tabla 10). Las variaciones de la estructura financiera durante ese período fueron mínimas y consistieron principalmente en cambios moderados de la tasa de interés. Estas condiciones se modificaron sustancialmente en 1972. En esa fecha se introdujo el sistema UPAC, (ver Tabla 10) y más tarde se autorizó la entrada de títulos con diferentes características y se alteró sustancialmente la estructura de tasas de interés. Las grandes variaciones experimentadas por algunos de los activos financieros durante las dos últimas décadas permiten observar en forma amplificada algunos de los elementos que contribuyen en la determinación de las características del mercado de capitales y en la formación de las preferencias del inversionista colombiano .

4.1 TASAS DE INTERES DEL MERCADO DE CAPITALES FRENTE A LA SOCIEDAD ANONIMA

Indudablemente que las altas tasas de interés que se han venido registrando en Colombia para los principales activos del mercado financiero a partir de la Reforma financiera de 1974, la cual colocó al sector Financiero como líder de la política de Desarrollo Económico, ha tenido como consecuencia una deformación muy notoria y dañina para la economía, por cuanto las empresas industriales bajaron su rentabilidad, lo cual desvió las inversiones de éstas hacia la especulación financiera .

TABLA – 10. Analisis. Tasa de Interes de Algunos Titulos de Ahorro Transferible

%

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Deposito de Ahorros.	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	8.8	8.8	12.6	17.0	19.3	19.3	19.3	19.3	22.7	22.7	22.7
Cedulas Hipotecarias.	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	11.5	11.5	11.5	11.5	11.5	15.3	23.2	23.2	23.2	23.2	23.2	23.2	23.2	23.2	23.2
UPAC. Cuentas de Ahorros	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19.3	26.2	26.2	24.5	22.7	22.7	20.9	24.7	27.1	27.1	29.3
Certificados a Termino	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	19.8	26.8	27.4	25.7	23.9	23.9	22.0	26.0	—	—	—
Deposito de Ahorros Ordinario.	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	23.2	23.2	23.2	23.2	23.2
Certificados de Deposito a Termino	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	13.6	13.6	13.6	13.6	26.8	26.8	26.8	24.4	25.6	36.9	38.6	35.9

FUENTE : Bolsa de Bogota.

140

Por otro lado, esta situación influyó para que aumentara el nivel de endeudamiento de las empresas del sector productivo de la economía, el cual en 1982, se consideraba del 71 % en promedio .

Al desestimularse la inversión productiva por su baja rentabilidad, la capitalización industrial se vió afectada. La preferencia de las acciones de la Sociedad Anónima cayó en una forma muy significativa, agobiada también por el fenómeno de la doble tributación que en esos momentos caía en la cabeza de los socios, y la falta de crédito a mediano y largo plazo .

Gracias a la Reforma Financiera de 1974, las entidades financieras adquirieron una gran liquidez, por la libertad de captar ahorros a altísimas tasas de interés, lo que a su vez dió paso a una profunda concentración de capital en pocos grupos y personas. Esta reforma, también dió libertad a los Bancos para adquirir acciones de las corporaciones financieras, las cuales a su vez podían adquirir acciones de las empresas industriales y de las corporaciones de ahorro y vivienda. Esta libertad total de inversiones degeneró en una proliferación de instituciones financieras en manos de unas mismas personas, las cuales desviaron las inversiones hacia actividades especulativas y descapitalizaron a las empresas manufactureras, a quienes además, asfixiaron con las altas tasas de interés .

La situación de concentración llegó a tal extremo que en 1974, los pequeños

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
Biblioteca Universitaria

y medianos accionistas correspondientes al 99.6 % poseían el 42.5 % de las acciones inscritas en Bolsa. En 1982 los pequeños y medianos accionistas sólo poseían el 20 % de las acciones en tanto que los grandes, 0,6 % del total , habían aumentado su control al 80 % del capital accionario .

También ha influenciado en la caída de la Sociedad Anónima, la monopolización de las acciones especialmente de las Sociedades Abiertas, por parte de los mismos grupos financieros, quienes para ampliar el poder y dominio económico debido a la gran liquidez que tenían gracias a la imposición de altas y libres tasas de interés, se habían apoderado de ellas, esto sin lugar a dudas ha retirado a los pequeños y medianos inversionistas quienes ven peligrar su inversión frente al poder de estos pulpos que con todo tipo de operaciones ficticias pueden en un momento determinado producir resultados económicos adversos para los pequeños accionistas .

Adicionalmente a la acentuada concentración de la propiedad accionaria existía otra dificultad asociada al proceso de descapitalización de la Sociedad Anónima, consistente en el retiro paulatino de las personas naturales como accionistas de la Sociedad Anónima. En 1982, las personas naturales no representaban más del 35 % de los accionistas inscritos en Bolsa, mientras que el 65 % de los accionistas estaba conformado por personas jurídicas. Este retiro del inversionista como persona natural parece estar vinculado, en primer lugar, a la doble tributación que existía sobre los dividendos, y de otro a la ba

ja rentabilidad que ofrecían las acciones frente a otros activos financieros , quienes al ofrecer altas tasas de interés captaban la mayoría de los recursos del público .

Un síntoma más de los problemas por los que atravesaba la capitalización de las sociedades anónimas colombianas, fue la reducción de la participación de las acciones en los negocios de bolsa y el estrecho tamaño del mercado de capitales en relación con el Producto Interno Bruto y al ahorro financiero del país. En efecto, los negocios de acciones que representaban hacia mediados de los años cincuenta cerca del 70 % de los negocios de las bolsas de valores, pasaron a representar no más del 5 % de las transacciones que allí se realizaron. El mercado secundario como una proporción del Producto Interno Bruto , no excedía el 3.5 % y las nuevas emisiones de acciones como proporción del producto interno bruto, representaron también hasta 1982 proporciones declinantes .

El sector financiero por su parte, encargado de la asignación eficiente de los recursos, acusaba para esta misma época un decaimiento patrimonial. Entre 1970 y 1981 el total de los activos manejado por estas instituciones registro un incremento promedio anual del 41.3 %, al paso que su capital pagado y reserva legal crecieron apenas a un promedio del 28.8 % durante el período . Tendencia que resultaba muy preocupante toda vez que para el desarrollo de proyectos importantes en el país se requería un volumen creciente de interme

diación financiera, a fin de evitar la formación de cuellos de botellas en la es tructura productiva. En el año de 1982 este sector vivió la denominada crísis financiera resultado de la confluencia de varios factores , a saber : aventuris mo; mala fé; fraude, desvio del ahorro captado del público hacia inversiones especulativas ; imprudente concentración de riesgo y baja en la actividad eco nómica que repercutió naturalmente en el sector financiero. Afortunadamente la confianza de la comunidad en el sector financiero, como un conjunto, se mantuvo y los casos de malos manejos e iliquidez pudieron tratarse separadamen te a través de intervenciones administrativas de la Superintendencia Bancaria , de créditos de emergencia del Banco de la República o de nacionalizaciones .

A pesar de esta crísis por la que atravesaba la gran Sociedad Anónima Colom biana, a nivel macroeconómico este tipo de asociación había alcanzado una singular importancia en el desarrollo industrial del país, por tanto, lograr su recuperación era un objetivo directamente relacionado con la generación de empleo, toda vez que ocupa cerca del 46 % de la fuerza laboral vinculada a la actividad manufacturera y con la producción industrial, ya que su aporte al valor agregado de dicho sector se calcula en un 70 %. En lo que correspon día al sector financiero el país necesitaba unas instituciones modernas, capita lizadas , profesionales y fuertes que hicieran posible el desarrollo tanto del mercado de capitales como del financiero .

El gobierno consciente de dicha importancia decidió incluir diversas políticas

dentro de su plan de desarrollo. De una parte introdujo reformas en el campo tributario y de otra, ofreció crédito de fomento para apoyar a la capitalización y lograr el desarrollo armónico del país .

Toda vez que desde el punto de vista del inversionista, resultaba poco importante adquirir títulos representativos de deuda emitidos por sociedades con alto nivel de endeudamiento, bajos rendimientos operacionales y escasa rentabilidad, el gobierno decidió crear ciertos incentivos para que las personas invirtieran en esta clase de sociedades a través de los bonos obligatoriamente convertibles en acciones. Para ello creó los denominados " Fondo de Capitalización Empresarial " y " Fondo de Capitalización y Democratización Bancaria ", orientados y manejados por el Banco de la República y con recursos equivalentes al 30 % del crédito de fomento existente en el país .

El " Fondo de Capitalización Empresarial ", creado con el objetivo de fomentar la capitalización de las sociedades anónimas pertenecientes a los sectores manufacturero, agro industrial, de la construcción, del comercio y del transporte aéreo. De ahí que fueron considerados beneficiarios de este fondo, las personas naturales colombianas y jurídicas nacionales que adquieran las nuevas emisiones de acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones emitidos por empresas que desarrollan dichas actividades .

El Fondo está compuesto por dos líneas de crédito, según sea el tipo de socie

dad anónima objeto de la capitalización : Las sociedades anónimas abiertas y el resto de sociedades. A los inversionistas de las primeras se les otorgó un monto superior de crédito y se les cobra una tasa de interés menor, con el propósito de estimular indirectamente la apertura de las sociedades anónimas .

Los préstamos otorgados con cargo a este Fondo a través de los intermediarios financieros están sujetos a las siguientes condiciones :

a. Tratándose de suscriptores de bonos emitidos por acciones anónimas abiertas, un monto máximo de financiación del 80 % de su valor, un plazo de amortización hasta de cinco años, un período de gracia de un año y una tasa de interés nominal del 19.5 % sobre el valor prestado por trimestres anticipados .

b. Para suscriptores de bonos de las sociedades anónimas cerradas un monto financiable del 60 % del valor de la inversión, un plazo de financiación de cinco años y una tasa de interés del 26 % pagadera por trimestres anticipados, lo cual equivale a una tasa efectiva del 30.84 % .

El acceso al Fondo de Capitalización se efectúa a través de las corporaciones financieras a las cuales se les asignó la intermediación de estos recursos; éstas a su vez acuden al Banco de la República a redescontar los préstamos efectuados . La tasa de redescuento ha sido fijada en 16 % anual padagera por trimestres anticipados y el margen de redescuento sobre el valor de crédito otorgado

en 90 %, tratándose de sociedades anónimas abiertas. Para otras sociedades la tasa de redescuento es del 22.5 % anual pagadera por trimestres anticipados y el margen redescontable del 85 % .

El Fondo para la Capitalización del Sistema Financiero fue creado con el objetivo de apoyar la capitalización de las entidades financieras. Las condiciones financieras de los préstamos otorgados a los suscriptores de bonos obligatoriamente convertibles en acciones con cargo a esta línea de crédito, difieren de los otorgados a las sociedades del sector real . El monto máximo financiable es del 90 % del valor de los bonos que se adquieran, con un período de gracia de dos años y una tasa de interés del 18 % y 23 % anual según la fecha de solicitud de crédito. Para las entidades que intermedian estas operaciones el margen de redescuento es del 100 % y las tasas del 15 % y 20 % anual respectivamente .

Una vez obtenidos los recursos por parte del suscriptor, estos son trasladados a la entidad emisora de los bonos quien le reconoce al tenedor del título una tasa de interés que fluctúan alrededor del 28 %. Esto implica que el adquirente del bono se beneficia de la diferencia que resulta entre la tasa de interés recibida de la sociedad anónima emisora y la tasa que le hubiere cobrado el intermediario financiero, cubriendo de esta manera el riesgo que pueda implicarle la conversión en acciones al cabo de cinco años .

Los bonos normalmente tienen un plazo de maduración de cinco años o más, al respecto es de anotar que la norma legal que regula la emisión de bonos en Colombia establece que éstos no podrán emitirse con vencimientos inferiores a un año, ni superiores a diez, coincidiendo de esta forma con la definición general de deuda a largo plazo .

Las diferentes emisiones han sido lanzadas para ser convertidas a los tres años, tres años y medio y cinco años coincidiendo con el plazo otorgado por los Fondos para la financiación del inversionista . Sin embargo, la característica de la conversión obligatoria en acciones junto con la necesidad de capitalización hacía deseable que la redención se produjera rápidamente, de ahí que en algunos casos se previó la conversión anticipada a los plazos anteriormente citados .

La tasa de interés de una emisión de bonos generalmente es fija y está en relación inversa al grado de seguridad y prestigio del emisor, ya que dicha tasa debe ofrecer un incentivo tal que compense la incertidumbre y el riesgo .

En Colombia el uso de capital ha sido durante los últimos años excesivamente alto. Las razones se relacionan con la necesidad de retribuir con una mayor remuneración el factor que se considera escaso es nuestra economía, y de estimular el ahorro financiero de la comunidad. Sin embargo, examinando un poco más a fondo éste fenómeno encontramos :

Por un lado, la imperfección del mercado financiero en donde existe una gran competencia para la captación de los recursos, con la activa participación de un sinnúmero de intermediarios financieros, frente a precios administrados por ellos para el otorgamiento de los créditos sin la flexibilidad suficiente para ajustarse a las condiciones cambiantes de la economía .

Por otro lado encontramos, un rápido crecimiento del nivel de precios que requiere una tasa mayor para que el ahorrador obtenga un tipo de interés real positivo. Luego, el acelerado ritmo de depreciación del tipo de cambio que unido al tipo de interés externo conduce a la fijación de un rendimiento interno competitivo que evite la fuga de capitales, y la disminución de la oferta real de dinero que se presenta con alguna frecuencia dentro de los procesos inflacionarios .

A mediados de 1983 cuando salieron las primeras emisiones de bonos obligatoriamente convertibles en acciones, las empresas colombianas carecían de un mercado de capitales dotado de suficientes recursos que les permitiera satisfacer sus necesidades de inversión en capital fijo. Por esta razón más de la mitad (51.6 %) de sus obligaciones a largo plazo habían sido contraídas con bancos extranjeros cuyo costo promedio anual giraba alrededor de un 44 % incluida la tasa de devaluación .

De otra parte esta tendencia se acentuaba por el costo del crédito interno que

aunque en términos nominales era de un 17 % anual para créditos de fomento y un 34 % para los préstamos de cartera ordinaria, en términos efectivos subía a más del 50 %, como consecuencia de las modalidades de pago, trimestres anticipados, y de los acuerdos de reciprocidad o costos ocultos .

Frente a lo anterior, las tasas de interés promedio ofrecidas por las sociedades emisoras de bonos podrían parecer reducidas al situarse cerca al 28 % nominal anual, pagadera por trimestres anticipados y equivalente a una tasa efectiva del 33.68 % .

No obstante estas tasas compiten favorablemente en el mercado debido, en primer lugar, a que los suscriptores de bonos al utilizar el mecanismo de financiación ofrecido por los Fondos de Capitalización, logran obtener tasas de recuperación de la inversión superiores al 46 % efectivo anual, que aún puede incrementarse en la medida que se reinviertan los rendimientos periódicos y se aumente la tasa de oportunidad del inversionista. En segundo lugar, las firmas emisoras obtienen a su vez grandes beneficios al utilizar el sistema de los bonos. Las sociedades del sector real logran aproximadamente un margen de beneficios de 20 puntos porcentuales, correspondiente a la sustitución de pasivo cuyo costo promedio es de 48 %, por pasivos que no representan para ellas sino el costo de emisión del 28 % .

Una situación similar se presenta en el caso de las entidades financieras al

captar los recursos a un 28 % y colocarlos a la tasa de interés de mercado de aproximadamente el 41.1 % .

Finalmente los intermediarios financieros se benefician además de la comisión de intermediación, de la diferencia entre la tasa de interés que cobran al sus criptor y la tasa de redescuento que deben pagar al Fondo.

La emisión de bonos convertibles en acciones ha sido un mecanismo de las em presas nacionales para sustituir obligaciones contraídas con elevadas tasas de interés y excepcionalmente una fuente de financiamiento de sus proyectos de inversión en capital fijo, con un efecto inmediato la reducción de los gastos financieros totales, resultado del menor costo de los bonos frente al de las obligaciones sustituidas. Adicionalmente al deducir los intereses pagados a los tenedores como un costo de la empresa, reducen proporcionalmente el mon to de las utilidades sujetas a impuesto, hecho que redunda en provecho de la empresa y sus accionistas .

Indudablemente el menor costo de los bonos convertibles frente a las tasas de interés existentes en el mercado redujo los gastos financieros y aumentó los beneficios netos de las sociedades emisoras. Los egresos financieros que en 1982 absorbian y superaban las utilidades operacionales pasaron a representar una menor proporción permitiendo la obtención por parte de las sociedades de utilidades netas (ver Tabla 11) .

TABLA 11. Algunos Indicadores Financieros de Empresas Emisoras de Bonos, obligatoriamente convertibles en Acciones.

INDICADORES	1982	1983	1984	1985
Liquidez	1.25	1.44	1.56	1.65
Endeudamiento Total %	73.14	74.42	74.00	75.42
Endeudamiento Corto Plazo %	51.79	46.50	44.46	43.14
Ventas (Variación %)		29.69	24.89	31.17
Utilidad operacional (variación %)		33.58	57.70	37.95
Egresos Financieros (variación %)		20.28	5.88	26.50
Utilidad Neta (variación %)		(286.24)	(1)	55.09
Utilidad operacional/Ventas %	6.6	6.8	8.6	9.1
Utilidad operacional/Egresos financieros	0.787	0.874	1.30	1.42

FUENTE : Estados Financieros en el Registro Nacional de Valores - División De Desarrollo del Mercado.

(1) No se calculó toda vez que en 1983 el resultado neto fué negativo. La relación utilidad neta/ventas netas se ubicó en (0.8153).

La utilización de los recursos captados para sustituir obligaciones contraídas en el corto plazo, elevó el grado de liquidez y aumentó la disponibilidad de capital de trabajo, mientras la liquidez promedio era antes de la emisión o sea en 1982 de 1.25, presentándose en muchos casos incumplimiento en las obligaciones y aumento en las cargas financieras por conceptos de intereses moratorios, tres años después o sea en 1985 este índice alcanzaba a 1.65 como resultado de una mayor rotación de sus inventarios y de la cancelación de varios pasivos corrientes. La contabilización de los bonos convertibles en acciones como un pasivo a largo plazo modificó la estructura financiera y abrió la posibilidad a los administradores de las sociedades de obtener recursos frescos del sector financiero. Aunque los niveles de endeudamiento continuaron siendo superiores al 70 %, las obligaciones de corto plazo redujeron su participación como fuente de financiamiento de los activos (ver Tabla 11) .

4.2 INCIDENCIA DE LA INFLACION Y LA ALTA TRIBUTACION EN EL COMPORTAMIENTO DE LAS TASAS DE INTERES EN EL MERCADO DE CAPITALES .

No puede negarse que hasta antes de la aparición del sistema UPAC, el ahorro financiero estaba restringido por las bajas tasas de interés nominales, que una vez incluida la inflación resultaban en rendimientos reales negativos para el ahorrador. En efecto, el UPAC fué creado con el fin de compensar el impacto negativo que causa la inflación sobre el ahorro de los entes económicos que lo realizan, su valor se ajusta diariamente en función del crecimiento

promedio de los índices de precios durante los 12 meses anteriores. " Es muy diciente que entre 1970 - 1972, dicho ahorro hubiera crecido al 24.0 % , mientras que en 1973 la tasa de crecimiento fue del 45.0 %. Si se tiene en cuenta el período 1972 - 1982 el aumento promedio anual fué del 41.6 % para situarse en $679.438 millones. Se refleja allí la diversificación de instrumentos e instituciones participantes en el mercado financiero, UPAC, CDT , cédulas del B.C.H., C.A.T., y otros. 1 /

Pero al mismo tiempo es evidente la concientización sobre la existencia de un costo de oportunidad de los fondos depositados en entidades financieras. Por lo tanto, los recursos de ahorro se canalizan a aquellos papeles que ofrecían mayor rendimiento. " Así mientras que en 1972 los pincipales instrumentos de captación de ahorro eran los depóstios de ahorro, 29.5 %, las cédulas hipotecarias, 24.4 %, y las reservas técnicas del ISS, 15.0 % ; en 1977 los depósitos UPAC tenían el primer lugar con una participación del 19.8 %, seguidos por los depósitos de ahorro y los CDT. A junio de 1982 los CDT ocupaban la primera posición con $166.136 millones, 27.5 % del total, y el UPAC estaba a continuación con $154.168 millones, 25,5 %. Aunque los depósitos de ahorro estaban en tercer lugar, su participación era únicamente del 12.3 %.

---

1 / HERNANDEZ, Antonio. Inflación y Política Económica . Asociación Bancaria, Capítulo V, Bogotá. 1980 .

No es de extrañar esta evolución, si se considera que entre 1970 y 1982 el interés efectivo de los CDT pasó del 7.0% a 35.9%, situándose muy por en cima de la inflación ". 2 /

Sin lugar a dudas el agudo proceso inflacionario a que ha estado sujeto el país durante los útlimos años, acentuado desde 1973 ha tenido una incidencia directa en el comportamiento de las tasas de interés en el mercado de capita les, es así como el fin de estimular el ahorro en Colombia y más concretamen te elevar el ahorro financiero se han utilizado, a veces con éxito diferentes formas de corregir o atenuar el impacto desfavorable de la inflación ; es así como se ha permitido operar con tasas de interés flexibles y positivos en tér minos reales para los ahorradores .

Es lógico que ante la existencia de un sistema tributario no neutral frente al proceso inflacionista y ante una política de tasas de interés no realistas , los ahorradores e inversionistas traten de orientar sus recursos hacia institucio nes no controladas en sus tasas de interés o que ofrecen formas que facilitan la evasión fiscal. No hay un mecanismo que se oponga más a las aspiracio nes de los individuos que los tributos que unido con un creciente proceso in

---

2 / Ibid., Inflación, Control Monetario e Intermediación Financiera , Asobancaria. Bogotá. 1980 .

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
Biblioteca Universitaria

flacionario, indiscutiblemente traería como consecuencia un desestímulo para el ahorrador razón por la cual los diversos activos financieros que conforman el mercado de capitales encargados de captar el ahorro del público y darle un uso eficiente han operado desde comienzos de la década del setenta con altas tasas de interés lo cual ha fomentado la proliferación de títulos de corto plazo a expensas de títulos de largo plazo. Por otra parte, es preciso anotar que la enorme preferencia del inversionista colombiano por la liquidez ha tenido una gran incidencia en la transformación del mercado de capitales. Ha inducido sin dudas, a los ahorradores a exigir diferenciales de tasas de interés para mantener los títulos de largo plazo superiores a los que está dispuesto a reconocer el sistema bancario. De esa manera la ampliación de las opciones financieras ha estimulado una competencia que ha inducido a la desaparición de los títulos de largo plazo, conformando un mercado de capitales fundamentado en títulos de alta liquidez.

La elevación de las tasas de interés y la aparición de opciones financieras con plazos de maduración más cortos ofrecen un marco de referencia interesante para evaluar cuantitativamente la relación entre la tasa de ahorro, tasa de interés e inflación . Las series históricas revelan claramente que la elevación de las tasas de interés no explica mas de un punto el incremento o la reducción del ahorro, pero si comparamos la participacion del ahorro interno en el producto interno bruto en los diversos años, podemos darnos cuenta que esta participación del ahorro ha sido mayor en los años donde se han presentado bajas

tasas de inflación, lo cual corrobora la tesis de que la inflación afecta negativamente el ahorro y que, por lo tanto, debe combatirse con toda energía . Mas aún, podría afirmarse que el ahorro es más sensible al ritmo de la inflación, que elástico a la tasa de interés. Entonces es lógico manifestar, que el comportamiento de las tasas de interés en el mercado de capitales han estado influenciadas por el creciente proceso inflacionario a que se ha sometido el pais durante los últimos años acentuado a partir de 1973, inclusive , la expectativa de ganancia del inversionista colombiano por un lado, y la protección contra el riesgo por otro, han cobrado cada vez más importancia , con mayor razón en una economía inflacionaria como la nuestra y de alta concentración de capital, en la cual se corre el riesgo de no conservar, al menos el valor real de la inversión, sino que, el rendimiento que se percibe es incierto y no siempre acorde con los resultados arrojados por el proyecto o empresa que recibe estos capitales y los orienta a diferentes planes de inversión .

La crisis financiera que a mediados del año 1982, azotó la economia colombiana, justamente despertó en los inversionistas la necesidad de proteger contra el riesgo el capital invertido. A partir de ese momento, las tasas de rentabilidad en la inversión en Valores dejaron de ser la variable fundamental en la selección de las mencionadas inversiones .

A partir de ese entonces el mercado accionario, el poco que quedaba, empezó a perder terreno en el mercado bursátil y rápidamente la preferencia de

los inversionistas se orientó hacia los papeles de renta fija, tales como los Certificados Cafeteros, los Certificados eléctricos, los papeles oficiales, los C.D.T, y otros, los cuales además de ofrecer tasas de interés efectivo con 10 y 15 puntos por encima de la inflacion, descartaban el riesgo de la desvalorizacion del capital .

La parte variable del rendimiento accionario ha sido negativa en los ultimos años, mientras que el componente fijo, el dividendo anual, se ha reducido y aún ha desaparecido, el rendimiento de los papeles de renta fija es muy superior y generalmente se ubica por encima de la inflación .

Si observamos los rendimientos y las participaciones en el mercado de las acciones y los activos de renta fija de acuerdo con el proceso inflacionario de los últimos años, podemos darnos cuenta, en primer lugar, que la participación en el mercado de los activos de renta fija ha sido muy superior a las acciones de la sociedad anónima, esto sin lugar a dudas se debió a la alta rentabilidad que ofrecen los activos de renta fija, los cuales con sus altas tasas de interés proporcionan una mayor protección contra el proceso inflacionario registrado en el país durante los últimos años, mientras que la rentabilidad de las acciones comparada con las tasas de inflación ha sido muy endeble, inclusive en casi todos los años esta rentabilidad ha estado muy por debajo de la inflación . (ver Tabla 12) , de ahí que hayan perdido importancia en el mercado de recursos financieros del país, luego la inflación ha sido un factor muy importan

TABLA 12. Inflación , Mercado Accionario y Mercado de Renta Fija

AÑO	Tasa de	Participación sobre el Total Negociado		Rentabilidad		
		Acciones - Renta Fija		Acciones - Renta		Fija
1975	17.87 %	29.70 %	70.30 %			
1977	29.26 %	20.70 %	24.80 %	12.00 %	15.0%	24.0 %
1979	29.80 %	37.40 %	36.10 %	16.00 %	24.0%	36.0 %
1981	26.70 %	32.80 %	59.50 %	16.63 %	25.0%	32.0 %
1983	16.70 %	13.00 %	72.70 %	19.10 %	28.5%	34.0 %
1985	24.41 %	2.00 %	43.33 %	24.00 %	28.5%	38.8 %

FUENTE : Bolsa de Medellín .

te en el comportamiento de las tasas de interés en el mercado de capitales de Colombia.

4.3 LA INVERSION PRODUCTIVA EN COLOMBIA FRENTE A LA TASA DE INTERES EN EL MERCADO DE CAPITALES

Indiscutiblemente los crecientes niveles de inversión constituyen un factor fundamental para el logro de mayores tasas de crecimiento económico, no sólo desde el punto de vista del porcentaje del producto destinado a este fin, sino por su localización en actividades que demandan permanentemente renovación técnica y que tienen efectos directos e indirectos en el desarrollo de otros sectores.

Un análisis econométrico de los factores que inciden en la inversión industrial encontró como principal determinante de la misma, la evolución de la demanda por los productos del sector. En segunda instancia se encontraban los factores de carácter institucional, tales como las reformas fiscales o cambiarias, dejando a continuación los relacionados con el costo de los factores productivos y la situación del sector externo. Se estimó allí que por cada punto porcentual de caída en la producción por debajo de su nivel esperado tenía lugar una baja del 5% en los niveles de inversión. Para obtener una baja de esta magnitud, vía un aumento en el costo del dinero, se hacía necesario un aumento del 100% en la tasa de interés real. No obstante, es pertinente mencionar que

el bajo dinamismo de la inversión manufacturera puede explicarse en gran medida por el deterioro de las utilidades frente al fenómeno inflacionario y al rendimiento ofrecido por títulos valores de renta fija, coadyuvado, ello por las cada vez menores posibilidades de conformación de un mercado de capitales propiamente dicho capaz de proporcionar sustanciales recursos a la actividad productiva en general.

Para calificar objetivamente el rendimiento en activos de riesgo y el rendimiento en títulos de renta fija, resulta conveniente mirar la forma como evolucionaron las utilidades, el rendimiento de los activos operacionales y totales y la rentabilidad patrimonial, lo que confrontado con la evolución en la tasa de interés de los Certificados de Depósitos a Termino (CDT) y del índice de precios al consumidor, puede respaldar las tendencias de la inversión a partir de 1970. (ver Tabla 13) .

Según se desprende de los indicadores financieros de una muestra de sociedades manufactureras, el crecimiento de las utilidades después de impuestos y el rendimiento con respecto a los activos y al patrimonio tuvieron una tendencia creciente hasta 1979, año a partir del cual el deterioro es muy marcado. Pero es importante mencionar que en 1976 se lograron indicadores muy favorables, que luego presentaron pérdida de dinamismo. Mientras tanto, desde 1973 el proceso inflacionario se acentúa, y con el cambio en la política monetaria en favor de un aumento en el ahorro financiero, mediante el recono

cimiento de una tasa de interés real positiva para los ahorradores, los títulos de renta fija como el CDT aumentaron su rendimiento por encima del 20 % , situándose en 35.9 % para 1982. (Ver Tabla 13) .

Es importante destacar que la evolución de la inversión fija no guarda una relación definida ni con la rentabilidad empresarial ni con el proceso inflacionario y las altas tasas de interés. Así, en 1974 la inversión disminuyó mientras que la rentabilidad y la inflación aumentaron. El mismo comportamiento se observó en 1976, pero en 1977 y 1978 con condiciones similares la inversión aumentó. Para 1980 el comportamiento resulta más acorde con la hipótesis de que la inversión decae cuando la rentabilidad de las compañías disminuye , mientras que la inflación y las tasas de interés aumentan . (ver Tabla 13) .

Un estudio realizado por la Corporación Centro Regional de Población llegó a las siguientes conclusiones : " Las tasas de interés no constituyen un factor tan determinante de la inversión como sí lo es la expectativa de una mayor demanda efectiva, aspecto que se presentó en 1977 con la bonanza cafetera. La mayor inversión en 1981 y 1982 se explica esencialmente en los planes indicativos de desarrollo para algunos sectores claves de la economía, en donde las proyecciones de demanda se basaban en lo ocurrido durante los años de bonanza. Lógicamente no se anticipó la recesión ". 3 /

De acuerdo con Lauchlin Currie, " la remuneración al capital medida por la

tasa de interés incide en gran medida en las decisiones de inversión relacionadas con la construcción; pero en el caso de la inversión empresarial las utilidades o ganancias constituyen el elemento fundamental para la toma de decisiones. Así mismo, la selección de sectores líderes hacia los cuales se canalicen recursos de ahorro disponibles es una estrategia indispensable para la obtención de una tasa creciente de inversión". 4/

Con el ánimo de contribuir a la identificación de los factores determinantes de la inversión, resulta pertinente llamar la atención sobre el estrecho grado de asociación que existe entre la tasa de crecimiento de la formación de capital fijo o inversión fija y la relacion interés - dividendo .

Hasta 1980 las disminuciones en la tasa de crecimiento de la inversión están en gran medida asociadas al aumento en los intereses respecto de los dividendos de acciones industriales y viceversa, los aumentos en la tasa de crecimiento de la inversión tienen lugar en años en que disminuye la relación interés/dividendo. Como sabemos, las expectativas de demanda creadas por los planes indicativos rompen esta asociación al entrar la decada de los ochenta .

3/ CORPORACION CENTRO REGIONAL DE POBLACION, Estimación de una Función de Inversión para la Industria Colombiana. Bogotá Agosto , 1983 .

4/ LAUCHLIN, Currie. El Estado y la Formación de Capital. 1981 .

163

TABLA 13. Indicadores financieros de una muestra de Sociedades Anónimas Manufactureras .

CONCEPTO	1971	1972	1973	1974	1975	1976
Crecimiento utilidad neta	—	13.2	27.8	21.6	(1.1)	41.3
Utilidad Neta/Activo total	7.2	6.7	7.6	7.7	7.0	12.1
Utilidad Neta/Patrimonio	11.1	11.8	13.6	15.7	14.8	17.7
Rendimiento de los activos operacionales	14.8	15.3	15.8	17.4	17.3	20.7
Interés efectivo CDT	13.6	13.6	13.6	26.2	25.6	25.6
Inflación	10.9	13.2	19.6	23.3	22.1	20.5
Crecimiento FBKF	5.6	23.9	11.0	(13.7)	4.1	0.4

CONCEPTO	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Crecimiento utilidad neta	16.3	47.0	24.8	(5.7)	11.4	(89.3)
Utilidad Neta/Activo total	7.6	8.3	7.7	5.7	4.9	0.4
Utilidad Neta/Patrimonio	16.4	17.4	18.4	15.9	15.2	1.3
Rendimiento de los activos operacionales	16.6	17.7	16.3	15.7	14.1	9.7
Interés efectivo CDT	25.6	24.4	25.6	34.0	37.6	35.9
Inflación	31.3	18.9	23.9	24.5	25.8	24.4
Crecimiento FBKF	21.2	8.9	(1.0)	(7.3)	14.8	24.0

FUENTE : Comisión Nacional de Valores. Utilidades y Rendimiento del Capital en la Sociedad Anónima. Boletín Mensual, enero 1984 .

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
Biblioteca Universitaria
Fernández de Madrid

TABLA 14. Tasa de crecimiento de la inversión

	Crecimiento FBK	Interés CDT/ dividendo
Años	%	%
1971	5.6	92.5
1972	239.0 +	82.9 -
1973	11.0 -	79.5 -
1974	(13.7) -	136.4 +
1975	4.1 +	116.3 -
1976	0.4 -	136.9 +
1977	21.2 +	143.8 +
1978	8.9 -	225.9 +
1979	(1.0) -	266.7 +
1980	(7.3) -	225.2 -
1981	14.8 +	235.0 +
1982	24.0 +	252.8 +

FUENTE: Comisión Nacional de Valores. Formación de Capital, productividad y Desarrollo Industrial. Boletín Mensual, 1984.

Otro punto a destacar sería el del menor dinamismo de la inversión una vez la relación interés/dividendo sobrepasa el 100 %, es decir, a partir de 1974 cuando la reforma financiera establece la liberación de las tasas de interés , que sin lugar a dudas incidió para que gran parte de los fondos captados se em pleara en inversión financiera y adquisición de acciones a precios subvalora dos, obteniéndose el control de otras empresas a costa de la desviación de los recursos disponibles para nuevas inversiones productivas. (ver Tabla 14) .

Indiscutiblemente los altos rendimientos y buena liquidez que ofrecen los prin cipales activos del mercado de capitales a partir de la liberación de las tasas de interés en 1974 cuando se llevó a cabo la reforma financiera, han constitui do una distorsión financiera en contra de la inversión productiva de largo pla zo .

" Si se analiza la evolución del ahorro financiero y su composición por plazos, se tiene que del total de recursos le han correspondido a los instrumentos de captación de mediano y largo plazo las siguientes participaciones; los activos financieros de corto plazo pasaron de $7.220 millones en 1972 a $499.784 millones en junio de 1982. Esos cambios señalan la preferencia de los ahorra dores por títulos valores de alta liquidez y atractivo rendimiento. Mientras tanto, el ahorro de mediano y largo plazo tan sólo aumentó en período simi lar de $6.634 millones a $25.575 millones. Si se observa el mercado de valo res a julio 15 de 1984, únicamente el 6.3 % de las operaciones hacen refe rencia a títulos de mediano y largo plazo " 5/

Desafortunadamente en la década del setenta no se establecieron las bases para una estructura balanceada del ahorro financiero, según plazos y necesidades de capital de trabajo e inversión de las empresas. No se logró fomentar la relación inversa entre rendimiento y liquidez, de forma tal de remunerar mejor a aquellos activos financieros con plazos de redención superiores a un año .

Evidentemente, en Colombia no existe un mercado de capitales propiamente dicho que respalde la realización de inversiones productivas y le permita a las empresas disponer de recursos por un plazo acorde con los horizontes de planeación que requiere el acometimiento de nuevos proyectos o la creación de empresas nuevas .

Los altos niveles en las tasas de interés han contribuido a esta distorsión y en una época de recesión como los principios de la presente década, ha conducido a problemas financieros graves. Las sociedades están endeudadas y sus costos financieros han llegado a presentar más del 75 % de las utilidades antes de impuesto y gastos financieros . Como gran proporción del endeudamiento es de corto plazo, se ha generado un círculo vicioso de mayor endeudamiento y mayor costo, que reduce las utilidades y restringe el proceso de capitalización de las empresas .

5/ RESTREPO, Juan Camilo. Reforma Financiera y Mercado de Capitales, Ponencia presentada en la Asamblea Anual de la Andi. Bucaramanga , Septiembre 1983 .

5. FUNCIONES DEL MERCADO DE CAPITALES

5.1 DE TRANSFORMACION

En general un mercado de capitales sirve para la transformación del capital . Este hecho nos indica que a través de este mercado se crea un capital adicional. Sin embargo, ¿ cómo puede un mercado contribuir a la formación de capital si el capital negociado se halla disponible ?. Este objetivo puede ser alcanzado a través de la transformación de servicios específicos del mercado en diferentes aspectos o formas. El mercado de capitales puede ser explicado a través de muchos tipos de actividades de transformación .

5.1.1 Transformación de Activos líquidos en inversiones fijas

Un ahorrador podría desear mantener su dinero por un período corto, por ejemplo seis meses, pero no estaría dispuesto a invertir su dinero en inversiones fijas sin liquidez, por ejemplo, la inversión directa en una fábrica. Un mercado de capitales bien organizado y estructurado permite exactamente este tipo de intercambio de oportunidades de inversión .

168

5.1.2 Transformación de plazos

Un mercado de capitales debe servir para transformar préstamos concedidos relativamente a corto plazo en préstamos tomados a largo plazo. Esto es posible por ejemplo, vendiendo letras negociables, o cualquier otro tipo de títulos, al prestamista quien a su vez puede vender sus derechos a otro inversor. El prestamista original puede liquidar su inversión cuando desee, mientras que el que recibió los recursos de largo plazo aplicarlos a su inversión de largo plazo por un período de tiempo definido .

5.1.3 Transformación de magnitudes de Capital

O sea la transformación de pequeños y medianos montos de capital en grande . Normalmente el capital se acumula gradualmente, principiando por pequeñas cantidades, a las cuales van siguiendo otras, hasta alcanzar un volumen adecuado de capital indispensable para asegurar el financiamiento de las inversiones necesarias para obtener un rápido y sostenido crecimiento económico. Muchos proyectos de inversión no se podrían llevar a cabo sin los servicios del mercado de capitales .

5.1.4 Transformación de Riesgos

Los proyectos de inversión difieren no sólo en cuanto a su periodo de retorno

sino también a su riesgo e incertidumbre. El riesgo, al invertir, significa ries go al reembolso, y riesgo provocado por la liquidez en el caso de qué quien invierte desee vender su inversión. Ambos riesgos se disminuyen si se cuenta con un mercado de capitales bien organizado. Este permite reducir los riesgos transformándolos en riesgos razonables relativamente bajos y que deben ser con siderados como normales. Este tipo de servicio puede ser comparado a la diver sificación del riesgo hecho por las compañías de seguros .

5.2 DE EFICIENCIA

Existen otros servicios prestados por el mercado de capitales que no pueden ser clasificados como tarea de transformación, sino como medios para conseguir mayor eficiencia. Por ejemplo, un mercado de capitales ayuda a dar dinamismo a gran parte de las transferencias y actividades relacionadas con el ahorro y la inversión. Lo cual se consigue a través de una gran variedad de títulos y oportu nidades de inversión tales como acciones, títulos hipotecarios, títulos de gobier no, certificados de depósito, certificados de inversión .

Otro efecto del mercado de capitales es su progresiva transferencia y por tanto mayor información en lo concerniente a la oferta y demanda. Los oferentes y demandantes pueden estar más informados y además tener más fácilmente acce so a información adicional que requieran, con un mercado de capitales bien organizado. La mayor transferencia e información no solamente ayuda a los in

versores de ese mercado, sino también contribuye más decisivamente al uso efectivo de los recursos económicos de una nación .

5.2.1 Creación de un Mercado Continuo

La función principal del mercado de valores es de crear un mercado continuo para valores, a un precio que no sea muy diferente del precio al cual se vendieron anteriormente. La continuidad de los mercados de valores ofrecen valores con liquidez necesaria para captar fondos de los inversionistas . Sin los mercados de valores, los inversionistas tendrían que guardar hasta el vencimiento los valores de deuda e indefinidamente los valores de capital. Es dudoso que muchos estuvieran dispuestos a invertir bajo tales condiciones. Un mercado continuo reduce también la volatilidad de los precios de los valores, acrecentando más su liquidez .

5.2.2 Distribución del Capital Escaso

Los mercados de valores ayudan a distribuir fondos escasos para mejores usos . Es decir, haciendo público el comportamiento de precios de diferentes valores y exigiendo la publicación de ciertos datos financieros corporativos, permiten que los inversionistas en perspectivas y existentes evalúen las alternativas de riesgo - rendimiento y pasen sus fondos a inversiones más promisorias. Un mercado eficiente es el que distribuye fondos entre los usos más productivos .

Aunque no son verdaderamente eficientes, los mercados de valores dan un paso en dirección a la eficiencia del mercado .

5.2.3 Determinación y Publicación de precios de Valores

Las bolsas de valores determinan y publican los precios de los valores. El precio de un valor individual se determina por el precio en el cual se compra y se vende, o la demanda y oferta para éste .

Un mercado de capitales reune los compradores y vendedores de todas las áreas geográficas y aún les permite cierto anonimato. Esto ayuda a asegurar un precio que refleja el estado verdadero del valor. Naturalmente, diferentes evaluaciones de una empresa originan cambios en la oferta y demanda de sus valores y finalmente originan un precio nuevo para estas. Como los precios de los valores son fácilmente asequibles para las partes interesadas, pueden utilizar esta información para tomar las mejores decisiones acerca de comprar y/o vender .

5.2.4 Ayuda en Financiamientos nuevos

Los mercados de valores también ofrecen a las empresas un método de obtener financiamientos nuevos. Como los mercados son continuos y aseguran así la liquidez del inversionista, se puede conseguir capital nuevo con la venta de nuevas emisiones de valores. Naturalmente, no todas las empresas tienen acceso a

esos mercados para conseguir capital nuevo, pero la existencia de mercados organizados da a ciertas empresas acceso directo a los ahorros de personas e instituciones para financiar nuevos desembolsos capitalizables. Sin estos mercados podría obtener capital nuevo sólamente por medio de negociaciones directas con los poseedores de grandes cantidades de dinero. Obviamente esto sería demasiado pesado .

Un mercado organizado indiscutiblemente proporcionaría recursos necesarios a largo plazo para el financiamiento de las necesidades financieras de las empresas, evitando así, que estas recurran a otras fuentes las cuales no son las más opropiadas para el financiamiento de sus nuevos proyectos, tal es el caso del crédito o carto plazo, aunque resulta natural que sean las entidades financieras las más importantes dispensadoras de los recursos necesarios para el desarrollo y expansión de las sociedades del sector real, es preocupante que la alternativa más viable para obtener recursos, sea el corto plazo .

Además de ser manifiestamente inconveniente por cuanto algunas de las necesidades de largo plazo como podrían ser la ampliación de la capacidad instalada y la compra de maquinaria y equipo tendrían que financiarse con fondos adquiridos a menos de un año, se debilita la estructura financiera de la sociedad y se ocasionan problemas de liquidez. En un mercado de capitales desarrollado, no se presentarían los problemas descritos anteriormente, y se obtendría financiamiento o capital nuevo recurriendo a la emisión de valores .

En el proceso de financiación de las sociedades colombianas, las entidades financieras tienen asignado un papel importante toda vez que se hallan autorizadas para prestar sus servicios de crédito a través de diferentes modalidades y plazos, no obstante las cifras indican una reducida participación de su actividad en las operaciones de crédito a mediano y largo plazo, dejando relucir el proceso de estancamiento del mercado de capitales colombiano .

6. CONDICIONES PARA EL DESARROLLO DE UN MERCADO DE CAPITALES

En este trabajo pretendemos enmarcar las condiciones propiacias bajo las cuales un mercado de capitales puede lograr un pleno desarrollo y por lo tanto entrar a contribuir de una manera eficiente a lograr un rápido y sostenido crecimien to económico en pro del bienestar de amplios núcleos de población .

En primer lugar para que se pueda desarrollar un mercado de capitales se nece sita estar en una economía de mercado con libre competencia y sin interferen cias del gobierno. En una economía socialista no se necesitaría instituciones como la Bolsa de Valores: De otro lado se requiere un marco legal que incenti ve y de libertad a las actividades financieras. El lento renacer del interés de los inversionistas en Valores nos obliga a seguir preguntándonos qué otra herra mienta podría concebirse en breve plazo para acelerar el proceso, sin ignorar que buena parte de la respuesta proviene del propio fortalecimiento de la economía en su conjunto y de la percepción general que están dados en los de más ingredientes generales coadyuvantes en dicho proceso. Además se requiere la existencia de una ética comercial dentro del campo de las finanzas. Así mis mo se requiere de una estabilidad política pues la historia monetaria nos enseña

que el ahorro y la formación de capital están en función de ella .

Es muy importante también que haya un política financiera clara por parte del gobierno que permita al inversionista programar las inversiones no sólo de acuer do con las oportunidades para hacer negocios sino también en aquellas que con tribuyen a la prosperidad del país. .

Debe existir una estabilidad en toda la actividad económica y un cierto grado de conocimiento respecto a la inflación futura. Ya que esta última desestimula el ahorro monetario. La pérdida permanente del poder adquisitivo destruye la función del dinero como acumulador de valor. Si la inflación está acompañada por un fuerte impuesto a la renta o la propiedad, la situación se agrava. Aunque las tasas de tributación pueden ser compensadas con altas tasas de interés, es difícl convencer al ahorrador de que es ventajoso ahorrar. Por ejemplo, si supo nemos que la tasa de inflación es de 13% y la tasa de interés del mercado del 16 %, es difícil convencer al ahorrador de que compre títulos .

Los riesgos de posibles cambios en el futuro, la inconsistencia de los índices de precios y consecuentemente la incertidumbre en cuanto a la tasa real de infla ción pueden inducir al ahorrador a tomar una actitud de reticencia de sospecha, y aumentar su propensión a consumir o a acumular bienes en vez de ahorrar di nero. En cualquiera de estos casos el mercado de capitales no se puede desarro llar. Además es necesaria una estabilidad monetaria mínima y un clima de con fiabilidad para estimular el ahorro interno y la oferta de capital .

Por otra parte, es necesario, para que el mercado de capitales pueda desenvolverse, una estructa institucional adecuada, una infraestructura del sistema bancario, regulaciones sobre títulos, bolsas de valores, tipos específicos de intermediarios financieros tales como bancos de ahorro, bancos hipotecarios, compañías de seguros, fondos de inversión, y otros. Así mismo se requiere que la gente tenga confianza en estas instituciones y que se mantenga informados a los ahorradores.

Indiscutiblemente la creación de incentivos de tipo fiscal por el lado de la oferta como por el lado de la demanda, de tipo no fiscal e incentivos generales, son condiciones básicas e indispensables bajo las cuales nuestro mercado de capitales puede lograr un pleno desarrollo.

Por el lado de la demanda, cuyo fin principal debe ser la masificación accionaria. Debe establecerse un sistema de diferenciamiento del impuesto de renta y de ganancias ocasionales para la utilidad en la venta de acciones, esto es no reconocer fiscalmente utilidad alguna si la inversión en acciones más la utilidad obtenida en la venta es reinvertida en otras acciones.

Conceder una exoneración del impuesto de renta y patrimonio sobre una parte de la compensación laboral que se destine a la compra de acciones, siempre y cuando la inversión se mantenga por un período mínimo determinado. Una vez efectuada la desinversión cualquier utilidad más la propia desinversión se trataría como renta ordinaria.

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
Biblioteca Universitaria
Fernández de Madrid

Fortalecer a los inversionistas institucionales ya sea por vía de la exoneración del impuesto de renta y patrimonio sobre una parte de la compensación laboral que se destine a la compra de acciones, o clarificando las normas fiscales y laborales aplicables a los fondos de pensiones de jubilación .

Por el lado de la oferta, se debe nivelar el costo relativo del endeudamiento frente al equivalente a la emisión de acciones considerando la no deducción tributaria del 10 % del costo financiero, en un proceso de aproximación muy gradual .

Debe permitirse la constitución de una reserva exenta de impuesto de renta para apoyar el " fondo de sustentación de dividendos ", cuyo propósito sería asegurar un nivel permanente de dividendos que garantizase un crédito periódico a los accionistas, particularmente los minoritarios .

Dentro de los incentivos generales, cabría extender los ajustes por inflación al conjunto de información de las empresas de modo que no resulten tributando sobre utilidades de inflación . A fin de dimensionar sus efectos podría requerirse a determinadas empresas suministrar información ajustada, a título meramente informativo, como suplemento a la que proveen tradicionalmente fundado en valores históricos .

Es importante como incentivos de tipo no fiscal, expedir con carácter obligatorio

" principios de contabilidad generalmente aceptados ", que promuevan la presentación fidedigna de información contable-financiera, base de todo esfuerzo conducente a la transparencia del mercado de capitales.

Precisar el alcance del trabajo y las responsabilidades específicas del Revisor Fiscal y del Contador Público en sus funciones de auditoría independiente, es un esfuerzo por proveer mejor información al mercado .

7. INSTRUMENTOS UTILIZADOS EN COLOMBIA PARA PROMOVER EL MERCADO DE CAPITALES

7.1 DE TIPO FISCAL

Los desarrollos recientes reseñados para el mercado de capitales colombiano han inducido una reconsideración del papel de la política tributaria en relación con la utilización de incentivos al capital, desmontados sustancialmente en la reforma tributaria de 1974 .

En efecto, hoy en dia nuestra legislación impositiva contempla una variedad de mecanismos orientados a estimular el ahorro, la inversión y la democratización accionaria .

7.1.1 Incentivos a la Demanda

7.1.1.1 Eliminación de Desincentivos Tributarios

a. Eliminación de la Doble Tributación Sociedad - Accionista persona natural: La Ley 9 de 1983 contempló la eliminación de la doble tributación sociedad

anónima accionista - persona natural, la cual fue establecida en 1953. La existencia de la doble tributación significaba para muchos accionistas, un gravamen conjunto bastante elevado, al combinar la tarifa de la sociedad, 40 % y la correspondiente al accionista que podía oscilar entre el 10 % y el 56 %, dependiendo del nivel de su renta líquida, al tomar en cuenta el dividendo recibido o abonado en su cuenta. Existía sin embargo, algún alivio de la doble tributación consistente en un crédito o descuento tributario, equivalente al 20% de los primeros $ 200.000.00 recibidos por dividendos, del cual gozaban únicamente los contribuyentes cuyo patrimonio bruto era inferior a $7'900.000.00 Art. 11 Ley 20/79. Los valores en pesos de este descuento se reajustaban anualmente con base en lo dispuesto en el Artículo 1. Ley 20/79. No obstante, este alivio, repetimos, la carga combinada para el perceptor de dividendos era muy elevada, lo cual inducía a muchas sociedades anónimas a no repartir dividendos, ingeniar otros instrumentos de reparto de utilidades y limitar entonces el interés de eventuales nuevos accionistas en acciones .

La eliminación de la doble tributación que previó la Ley 9 de 1983 se surte a través de dos esquemas :

- Para accionistas de sociedades abiertas nacionales, se dispone que podrán restar del impuesto sobre la renta, el mayor de los siguientes valores :

1. El 20 % de los primeros $230.000.00 recibidos o abonados en cuenta como dividendos, más el 10 % del exceso sobre $230.000.00

2. El valor que resulte de aplicar los dividendos pagados o abonados en cuenta al porcentaje equivalente a su renta líquida gravable, determinado en la tabla de tarifas correspondientes a personas naturales, sin que exceda del 34.1 % .

- Para accionistas de sociedades distintas a las abiertas, se concede la primera opción señalada en el punto . 1, anterior .

- Los mecanismos dispuestos para minimizar la doble tributación en las sociedades abiertas o reducirlas en las demás sociedades, significan un importante esfuerzo fiscal para reactivar la demanda de acciones. Cabría plantear el interrogante de si el diseño que se concibió es el más eficiente y equitativo .

En efecto, desde el punto de vista económico, se reconoce que sólo mediante la imputación en cabeza del accionista de todas las utilidades, distribuidas o no, eliminando el impuesto a la sociedad, aún cuando manteniendo en ella alguna retención en la fuente por los impuestos determinables al accionista, es como debe eliminarse la doble tributación . De no hacerse en esta forma, se perpetúan privilegios a grandes inversionistas. Podría responderse que el privilegio señalado es preciso concederlo en las circunstancias actuales de depresión del mercado, al radicar en los grandes capitales la posibilidad efectiva de

canalizar ahorros importantes a la inversión en acciones, en la expectativa de que ello traducirá elementos de reactivación del sector real de la economía , para el beneficio colectivo .

Finalmente, cabe señalar que el estímulo contemplado en la fórmula 2. anterior se limita al 34.1 % . De lo contrario, el descuento podría equivaler al 49 % la tarifa máxima aplicable a personas naturales, significando ello que con la percepción de dividendos pudiera reducirse la carga tributaria imputable a rentas distintas de dividendos, beneficiando exageradamente a las altas rentas .

Reconociendo entonces que solo el método de la imputación de utilidades en cabeza del accionista produce resultados equitativos y eficientes, la selección de otro dentro de la variedad de opciones técnicas, conlleva grados de inequidad e ineficiencia .

En algunos círculos se ha arguido que el mecanismos diseñado para reducir la doble tributación en sociedades abiertas es " altamente " inequitativo por cuanto beneficia en mayor proproción a las rentas elevadas. Debe tenerse en cuenta sin embargo que la fórmula contempla un tope al beneficio concedido, que para las rentas altas de la proporción del descuento respecto del impuesto es decreciente a medida que aumenta la renta gravable, que el beneficio se ha concedido para impulsar una fórmula institucional casi inexistente en el país y que finalmente los efectos redistributivos del ingreso no únicamente se obtienen vía

la distribución original de aquél, sino también de la dinámica de sectores líderes .

En lo que respecta a la atenuación de la doble tributación para sociedades no abiertas, se ha eliminado el límite patrimonial que restringía el beneficio a pequeños y medianos accionistas ampliándolo ahora a todos ellos, en un desmonte de restricciones patrimoniales cuyo origen data por lo menos de 1969 .

b. Desmonte del impuesto sucesoral : Los especialistas conceden algún grado de desestímulo de la capitalización a la existencia de impuesto a las sucesiones. En Colombia con antelación a la reforma tributaria de 1982 - 1983, las sucesiones y donaciones estaban gravadas con los tributos de ganancias ocasionales y con el impuesto sucesoral. Este último previó una tasa general del 20% una del 10 % aplicable a las hermanas del causante y 0 % para el cónyuge y los legitimarios .

El Decreto de Emergencia Económica 237 de 1983 suprimió el impuesto sucesoral manteniendo el de ganancias ocasionales para eventos gravables de la sucesión y la donación .

c. Desmonte de la Cascada Presuntiva Sociedad - Accionista - Socio : La Legislación Tributaria colombiana incorporó desde 1973 el sistema de impuesto mínimo de renta, hoy en dia cubriendo a todos los contribuyentes .

Las bases de presunción son el patrimonio (el 8 % del patrimonio líquido es la renta líquida presunta) y los ingresos netos (el 2 % de ingreso neto es renta líquida presunta), el contribuyente deberá determinar su renta fiscal sobre el valor más alto de las dos bases anteriores si la renta real es de inferior a la determinada presuntivamente.

Naturalmente, al cubrir el sistema de presunción a todos los contribuyentes se generaban cascadas tributarias presuntivas. Con antelación a la Ley 9 de 1983 cuando una sociedad anónima poseía acciones de otra anónima, la sociedad inversionista pagaba renta presuntiva sobre el valor de sus acciones si la sociedad receptora de la inversión no tenía renta líquida o ésta era inferior a la presuntiva, las dos pagaban un impuesto sobre la renta presuntiva basada en el mismo patrimonio porque las acciones de la sociedad inversionista están representando una parte del patrimonio de la otra .

La cascada en cuestión también era reputable para los dividendos y naturalmente se surtiría igualmente para los aportes y participaciones en las limitadas, al entrar éstas también bajo el régimen de presunciones .

La Ley 9 de 1983, eliminó la cascada al permitir restar de la base presuntiva propia las acciones y dividendos o los aportes y las participaciones, poseídos y obtenidos de la sociedad receptora de la inversión. Para determinar el valor de las acciones o de los aportes que deben excluirse , se restará la parte del pasivo que proporcionalmente les corresponda .

En lo que concierne a los socios de la limitada, la doble tributación presunti va se evitó al establecer que para aquellos, la renta líquida debía correspon der a la proporción que a cada socio le corresponda de la renta real de la so ciedad .

7.1.1.2 Incentivos indirectos a la compra de Valores

Es decir aquellos que aumentan la rentabilidad del valor después de impuesto de modo que estimulan al ahorrador a invertir en valores. Se denominan indi rectos por cuanto crean una expectativa de mayor rentabilidad en lugar de be neficios tributarios inmediatos y ciertos .

En Colombia el mayor incentivo indirecto es el tratamiento a las ganancias ocasionales. Tanto la Ley 20 de 1979 como la Ley 9 de 1983 redujeron sensi blemente la tributación a tal tipo de utilidades. La Ley 20 de 1979 dispuso en la parte atinente a este tema que las utilidades que obtengan los contribuyen tes en virtud de la enajenación de activos fijos poseídos por 2 o más años será gravada como ganancia ocasional, lo cual deriva las siguientes ventajas :

a. En cuanto a la base gravable. Esta puede reducirse ajustando el costo histó rico por un índice de inflación anual .

b. En cuanto a la tarifa. Para personas naturales la tarifa de ganancias ocasio

nales es equivalente a la mitad de la aplicable al contribuyente por sus rentas ordinarias con una tasa mínima del 10 %. Con todo, los primeros $140.000.00 de ganancia ocasional son exentos .Para las sociedades las tarifas equivalentes son del 40 % para las sociedades anónimas y del 20 % para las limitadas .

c. En cuanto al tratamiento de la reinversión de la ganancia ocasional. Si se invierte el costo del activo fijo y el 80 % de la ganancia en la adquisición de otros activos fijos, ensambles industriales, mejoras agropecuarias y en la capitalización de empresas (incluyendo la suscripción de nuevas emisiones de acciones o partes de interés social) o aumento del capital personal, destinado el otro 20 % a la compra de bonos de Instituto de Fomento Industrial (IFI), la ganancia ocasional estará exenta. Paralelamente las ganancias ocasionales obtenidas por las sociedades al enajenar activos fijos no serán gravadas en cabeza de los socios , cuando éstos las reciban en acciones o derechos sociales como consecuencia del aumento de capital originado en dichas ganancias .

Por otro lado, las pérdidas ocasionales pueden restarse de las ganancias ocasionales que hubiera obtenido el mismo contribuyente .

7.1.1.3 Incentivos directos a la compra de Valores

Con lo cual el ahorrador que invierte en valores obtiene un beneficio inmediato de reducciones de impuestos .

Si bien los especialistas reconocen que los incentivos directos tienen mayor impacto para promover la inversión en valores, Colombia no ha utilizado este enfoque de manera sistemática. Tan sólo podría citarse como ilustración relevante tres instrumentos :

a. La exoneración del impuesto de ganancias ocasionales provenientes de la venta de activos fijos cuando quiera que haya reinversión en nuevas emisiones de acciones y en el esquema ya descrito para las ganancias ocasionales.

b. Las sociedades podrán deducir anualmente de su renta el valor de las inversiones que hayan realizado en el respectivo año gravable en acciones de nuevas sociedades anónimas que se creen para cumplir nuevos desarrollos empresariales o en la suscripción de nuevas emisiones de acciones que incrementen capital para la realización de ensanches. Artículo 13 de la Ley 20 de 1979. Las sociedades a que hace referencia este incentivo deberán estar inscritas en Bolsa de Valores. El área económica en que se haga la inversión debe ser de especial interés para el desarrollo económico social del país, según lo defina el COMPES . El valor de la deducción no podrá exceder del 20 % de las utilidades que sobrepasen la renta presuntiva de las sociedades que realicen la inversión .

c. El 23 % de los rendimientos financieros percibidos por personas naturales de bonos de sociedades anónimas y de papeles comerciales cuya emisión hubiese

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
Biblioteca Universitaria
Fernandez de Madrid

188

sido autorizada por la Comisión Nacional de Valores, no estarán gravados como renta ni como ganancia ocasional. Artículo 1 Decreto 1512 de 1985 .

7.1.1.4 Incentivos al Ahorro Contractual y Colectivo

a. Promoción de los inversionistas institucionales : la Ley prevé que los rendimientos provenientes de los Fondos de Valores Administrados por las Sociedades Comisionistas de Bolsa, así como los provenientes de Fondos de Inversión, se asimilarán a dividendos para efectos fiscales y gozar así de los descuentos tributarios pertinentes . Esta medida busca estimular a los inversionistas institucionales que pueden jugar un papel muy importante en la promoción de un mercado de capitales dinámico al gozar de los beneficios dispuestos para los accionistas personas naturales .

El tratamiento señalado es acorde y congruente con el propósito general de fortalecer la Sociedad Anónima, pues el 80 % de las captaciones de fondos deben invertirse obligatoriamente en acciones de Sociedades Anónimas .

b. Tratamiento de los pagos de Compañías de Seguros por concepto de pensiones de jubilación e invalidez de los trabajadores .

Los patrones pueden deducir de su renta los aportes pagados a las Compañías de Seguros en desarrollo de contratos para el pago de las pensiones referidas .

Si bien, este aspecto nos ofrece dudas legales no existe la misma claridad normativa sobre el tratamiento fiscal de los Fondos de pensiones, sus rendimientos o retiros periódicos efectuados por los beneficiarios ; tanto hay claridad sobre las eventuales consecuencias de la sustitución patronal que pudiere darse al transladar el pasivo a las compañías de seguros .

El esquema amerita clarificación, por el gran potencial de generación de ahorros que conlleva orientados a valores en buena parte, en una adecuada política de diversificación y estabilidad del portafolio de las compañías de seguros.

c. Tratamiento de las indemnizaciones por seguros de vida .

Tales pagos están exentos de impuesto de renta y ganancias ocasionales .

7.1.2 Incentivos a la Oferta

7.1.2.1 Crédito Tributario a la Emisión de Acciones .

El poco interés que han mostrado las sociedades anónimas por emitir acciones en los últimos años, obedece en parte a dos circunstancias :

De un lado, la notable disparidad en los costos relativos imputables a la emisión (dividendos) y al endeudamiento (intereses); de otro lado, la acentua

ción del proceso de concentración de la propiedad de las sociedades que inhibe la masificación accionaria. En muchas ocasiones los dos elementos se han reforzado con la aparición de los Grupos Económicos .

Es apenas natural que en la lógica financiera de un directivo o propietario empresarial, la obtención de recursos vía el endeudamiento sea más atractiva que la emisión de acciones. En efecto, los intereses que guardan relación de causalidad con la obtención de la renta, pueden deducirse en el 100 %; endeudándose no pierde control de su empresa, salvo en el caso de que aquel sea excesivo y los acreedores entren a " coadministrar " la entidad o para el caso de empresas, propiedad de grupos económicos, del que hagan parte entidades financieras, se establezcan lucrativas relaciones intereses, ingresos financieros con " clientes calse A ". Por el contrario, para el emisor de acciones, a más de competir en un mercado declinante, debía ofrecer altas expectativas de dividendos y valorizaciones para enfrentar con éxito otras opciones de inversión y compensar el efecto impositivo sobre los dividendos. A fin de ilustrar el contraste en los costos relativos de las dos opciones de financiamiento, recuérdese simplemente que en un estudio reciente sobre el sector textil colombiano, se estableció que el costo relativo de la deuda era apenas un 20.8 % en tanto que el equivalente para el financiamiento por acciones aproxima un 33 % .

Tal desbalance fue abocado por la Ley 9 de 1983 incidiendo en uno de los costos alternativos de financiamiento, la emisión de acciones. A este respecto, a más

de eliminar la doble tributación creando un crédito o descuento tributario para los años de 1983 y siguientes, concedido por nuevas emisiones de acciones. Así para las sociedades nacionales abiertas, tal descuento equivale al 15 % del valor de las nuevas emisiones. Para las sociedades nacionales no abiertas, el referido descuento será equivalente al 8 % del valor de las nuevas emisiones sin que exceda el 8 % del impuesto de renta .

En lo referente al endeudamiento, contemplaba el Decreto 3746 de 1982, Art. 20, el aspecto más novedoso y trascendente pero también polémico de todas las medidas divulgadas. Se había dispuesto que a partir de 1983 y escalonadamente hasta 1986, una porción de los intereses pagados no fueran deducibles .

Aún cuando es bien claro su propósito de nivelar los costos relativos de la emisión de acciones y el endeudamiento, en pro de la capitalización sana, no eran pocas las dificultades que la decisión suscitaba. Se estableció un plazo demasiado corto para hacer el proceso de nivelación, plazo que se volvía apremiante frente al nivel existente de endeudamiento empresarial, del receso de la economía, de las sombrías expectativas de actividad económica en los próximos 2 - 3 años, de la avalancha de acciones en el mercado, promovida por el mecanismo que estamos comentando y por los requerimientos impuestos al sector financiero de democratizar la propiedad accionaria .

En estas circunstancias se hizo imperiosa la revisión del instrumento aplazando

su aplicación para mejores tiempos, desestimándose la alternativa de modificar significativamente el cronograma de aplicación y las porciones no deducibles así como de especificar situaciones en las cuales no debiera existir limitación alguna de la deducción (financiamientos de proyectos en donde bajo cualquier estándard, el ahorro nacional es insuficiente; préstamos del Banco Mundial y otras Agencias de financiamiento internacional, etc.).

La inoportunidad de establecer la limitación a la deducción de intereses hace cuestionar la efectividad de los otros mecanismos dispuestos para promover la capitalización habida cuenta del gran diferencial de costos existentes entre el endeudamiento y la emisión.

7.1.2.2 Rendimiento presuntivo de préstamos a socios y accionistas de Sociedades

Si bien, el propósito de determinar un rendimiento anual presuntivo mínimo equivalente a la corrección monetaria del sistema UPAC, no se fundamentó en las razones de mejorar la posición relativa del financiamiento accionario o del capital social, sino de control a la evasión, su sub-producto si es aquel en algún grado.

7.1.2.3 La Apertura de Sociedades

Consecuentemente con el objetivo general de democratizar la sociedad anónima

193

en reconocimiento de sus virtudes económicas y sociales, la Ley 9 de 1983 dispuso que los beneficios de la reducción de la doble tributación, sociedad anónima persona natural, sea más significativa para las sociedades nacionales abiertas , tal como se detalló anteriormente .

Además, el beneficio concedido por emisión de acciones se ha formulado bastante más elevado para las sociedades nacionales abiertas, conforme se estableció anteriormente . La Ley 9 de 1983 determinó lo que se entiende por Sociedad Abierta, haciendo más restrictivo el concepto del que existía en la Ley 54 de 1977 .

Según la Ley 9 de 1983, Sociedad Abierta es aquella que :

a. Tenga 100 ó más accionistas

b. Que por lo menos el 50 % de las acciones suscritas pertenezcan a accionistas que individualmente no posean más del 3 % .

c. Que ningún accionista o grupos de accionistas allegados entre sí posean más del 30 % del total de las acciones , directa o indirectamente .

d. Que las acciones de la sociedad se encuentren inscritas en Bolsa .

e. Que durante el año inmediatamente anterior se haya negociado en la Bolsa por lo menos un número de acciones equivalente al 4% del total de las acciones de la sociedad.

Desde ya vale la pena cuestionar el cumplimiento de la condición c. Donde para muchos no es desconocido la concentración accionaria a la que ha estado sujeta la sociedad anónima durante los últimos años en Colombia.

La Ley 54 de 1977 entendía como sociedad abierta para efectos tributarios aquella en la cual al menos un 30% de las acciones pagadas, pertenecía a accionistas que individualmente no poseían más del 2% de dichas acciones. Tal calificación tenía relevancia únicamente para gozar de la inversión deducible de sociedades anónimas previstas en el Artículo 13 de la Ley 20 de 1979.

En las circunstancias actuales de concentración, un número muy limitado de sociedades satisfacerán las condiciones de apertura. Se aspira, sin embargo, que los compromisos de apertura que pueden suscribir las sociedades anónimas cerradas con la Comisión Nacional de Valores, unidos a los beneficios dispuestos, den realidad, conjuntamente con otros mecanismos, a la esperanza de democratizar la propiedad accionaria en nuestro país.

Con todo, hubiera parecido más realista y estimulante de un proceso gradual de apertura, comenzar con condiciones menos rigurosas y progresar en el tiempo con exigencias más selectivas.

Cabe señalar además que para los beneficios de reapertura recaigan con ma yor equidad, debió haberse dispuesto tanto en la Ley 54 de 1979 como en la Ley 9 de 1983 y en adición a los criterios establecidos para que los satisfaga la sociedad anónima, que ellos reputen respecto del grado de control de ca da accionista y no únicamente del de la sociedad como un todo .

De esta manera el " accionista no contralador " es quien con mayor intensidad debiera percibir los estímulos y no grandes accionistas que en virtud de la ca lificación de la sociedad como abierta, gozan de ellos. Al no concebirse el beneficio con esta orientación, muchos accionistas medianos y pequeños que dan sujetos a resultados impositivos impredecibles, sin su control o influencia.

7.1.2.4 Naturaleza de la Prima de Colocación de Acciones .

El Artículo 13 de la Ley 9 de 1983 tiene por objeto definir claramente la na turaleza jurídico-contable de la Prima de Colocación de Acciones, respecto de la cual se han suscitado algunas controversias en los últimos tiempos . Di cha norma, en concordancia con lo que es un concepto unánime dentro de la doctrina, establece que la prima por colocación de acciones no constituye renta ni ganancia ocasional cuando se capitaliza como superávit de capital no suceptible de distribuirse como dividendo .

En efecto, la Prima de Colocación de Acciones, o sea el mayor valor recaudado

por una sociedad al colocar sus acciones a un precio superior al valor nominal de las mismas, no es más que la contraprestación que deben sufragar los nuevos accionistas por los distintos aprovechamientos económicos acumulados por la sociedad, tales como reserva y demás utilidades dejadas de repartir en el curso de la vida social. Por lo mismo, la Prima obtenida por una sociedad en la colocación de sus acciones no puede ser objeto de gravamen, pues ni se origina en la explotación del objeto social, no conlleva un enriquecimiento para la sociedad .

Consecuentemente la Ley 9 de 1983 buscó recoger en una norma de jerarquía legal lo que ya la doctrina y la jurisprudencia tiene bien averiguado, vale decir, que la Prima que se obtenga en la Colocación de Acciones no es un ingreso constitutivo de la renta ni de ganancia ocasional.

Finalmente, es necesario aclarar que para efectos de que la Prima por Colocación de Acciones no sea considerada renta debe ser estabilizada como Superávit de Capital, no susceptible de ser repartida a título de dividendo. En el caso de que dicho ingreso se lleve a la cuenta de Superávit ganado, si se trataría como renta, pues podría repartirse a título de dividendo .

7.1.3 Incentivos Generales

Al lado de los incentivos relativamente específicos en favor del desarrollo del

mercado de capitales analizados anteriormente, la Legislación Tributaria Co lombiana prevee variadas fórmulas, además de las típicas contempladas por las distintas legislaciones que invitan la inversión a través de sociedades, como esquema organizativo superior al esfuerzo individualizado. Entre ellos podría mensionarse :

a. La depreciación flexible o de tasas variables para bienes depreciables que hubiesen ingresado al activo del contribuyente con posterioridad al 31 de Di ciembre de 1975 y que en el momento de ser adquiridos por el mismo no hubie sen tenido uso en el país, puede corresponder en un año hasta el 40 % del cos to de adquisición porcentaje aumentado en 10 ó 20 puntos, si el activo se utiliza en 2 ó 3 turnos diarios, respectivamente .

b. El arrastre de pérdidas fiscales para cualquier tipo de sociedad dentro de los cinco períodos gravables siguientes al de la pérdida. Sin embargo las pér didas no son trasladables a los socios sino a medida que la sociedad las amorti za. En contraste con el beneficio para las rentas de capital las pérdidas no pueden afectar rentas de trabajo .

c. El régimen tarifario de las sociedades (40 % para las sociedades anónimas y 18 % para las limitadas), es corrientemente más ventajoso para los percepto res de ingreso alto que las tarifas progresivas aplicables a las personas natura les (oscilan entre el 5 % y el 49 %), para las limitadas debe recordarse sin

embargo, que la tarifa real efectiva debe considerar el efecto combinado so ciedad-socio. En las sociedades anónimas la posibilidad de abstención en el reparto de dividendos, si hace inequívoco el Aserto .

d. Los ajustes por inflación, si bien no están limitados a las sociedades sino a los propietarios de activos fijos, es más factible que el beneficio se maximi ce a través de la organización societaria. El menor impuesto de ganancia oca sional y la posibilidad de exonerarse de él efectuando reinversiones califica das, constituye halago indirecto al desarrollo del mercado, según lo estable cimos anteriormente .

7.1.4 Desincentivos Generales

En la medida que la Legislación Tributaria corrientemente recoge propósitos e intereses disímiles cuyo origen radica unas veces en requerimientos de deter minadas políticas, otras en condiciones técnicas y las más, en conveniencias de grupos prevalentes, nos encontramos con instrumentos que van a contrapelo de los condicionantes de un mercado de capital real vigoroso. Para Colombia podrían darse varios ejemplos :

a. La Ley Tributaria ha concedido un régimen preferencial a los rendimientos y costos financieros que han estimulado la inversión especulativa y abaratado el endeudamiento .

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
Biblioteca Universitaria
Fernández de Madrid

En efecto, en 1985 los ahorradores en el sistema UPAC, personas naturales , perciben el 34 % de su rendimiento sin tributación; más específicamente no constituyen renta ni ganancia ocasional (Art. 1o., Decreto 1512 de 1985) . Si los rendimientos financieros provienen de esquemas diferentes al UPAC, la exoneración es casi del 23 %. Los rendimientos calificables para este beneficio deben provenir de entidades de intermediación financiera vigiladas por la Superintendencia Bancaria, títulos de deuda pública, bonos de sociedades anónimas y papeles comerciales de sociedades anónimas, cuya emisión haya sido autorizada por la Comisión Nacional de Valores . Para las sociedades ahorradoras en UPAC, el beneficio equivalente corresponde a los primeros 8 puntos de la corrección monetaria .

b. Corrientemente la tributación de la sociedad anónima, más apta para aglutinar capitales sustanciales, supera al de la sociedad limitada, a pesar de los esfuerzos de la Ley 9 de 1983 por aproximar sus niveles efectivos.

c. La existencia en Colombia del impuesto de renta en combinación del patrimonio, se arguye, ha significado fuerte castigo a la formación de nuevos capitales. Con todo, la reforma tributaria de 1982 - 1983 redujo en algún grado el nivel tarifario del impuesto patrimonial .

7.2 INCENTIVOS DE CARACTER NO TRIBUTARIO PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES .

Como es de fácil imaginar, un " ambiente " tributario propicio es sólo uno de los ingredientes para el desarrollo del mercado de capitales. Otros factores incidentes de máxima influencia incluyen las condiciones de estabilidad política, políticas monetarias y fiscales consistentes con el fomento de la inversión y el ahorro, adecuado clima económico y social, razonable nivel de inflación y devaluación, tasas de interés reales compatibles con los rendimientos de las empresas, instrumentos adecuados de inversión en instituciones que lo canalicen, alta calidad de la clase empresarial, confiable organización contable y administrativa de las empresas, transparencia de la información operacional, financiera y contable, que recibe el mercado, razonable grado de democratización accionaria de las sociedades y actitud normativa hacia el reparto de dividendos .

Por su relevancia con el alcance de éste capítulo nos referimos únicamente a los tres últimos aspectos .

7.2.1 Transparencia de la Información

El proceso de modernización de la economía colombiana fue acompañado en épocas más o menos recientes del fortalecimiento de grupos económicos que consolidaron grandes recursos para la adquisición o toma de empresas . En oca

siones, sus prácticas expansionistas, significaron inversiones especulativas que poco a poco fueron ahuyentando al pequeño y mediano accionista; en otras el ahorro público se vió comprometido por manejos heterodoxos peligrosos. Naturalmente, el desenvolvimiento anterior se facilitó al no disponer el mercado de información idónea que diera clara y oportuna señal de los peligros .

En este contexto ha sido valiosa la acción que ha desplegado la Comisión Nacional de Valores al iniciar la difusión de mecanismos integrantes del " disclosure ", es decir, la obligación de las sociedades que tienen sus valores inscritos en el mercado público de presentar informes detallados sobre sus operaciones y su estado financiero, todo ello con base al mandamiento del Código de Comercio (Artículos 446, 208 y 209.) y la Ley 32 de 1979 orgánica de la Comisión Nacional de Valores .

De especial significado es este propósito ha sido la Circular 007 de 1983 y la 004 de 1984, ambas originarias de la Comisión Nacional de Valores. La primera determina la información de detalle que ha de suministrarse al mercado a partir de 1984, incluyendo entre otras cosas lo siguiente :

Operaciones con compañías vinculadas, accionistas y administradores, obligaciones a largo plazo, actuaciones en entidades públicas; estimación del valor actual del patrimonio en un esfuerzo por tomar en cuenta la inflación y la mejor información que pudieran tener los administradores; estadísticas operaciona

les y financieras de los últimos años. La segunda, referida a la información que las sociedades oferentes de valores deben proveer a los inversionistas potenciales, indicando en un " prospecto de Colocación ", las condiciones de la oferta, una descripción gerencial de las sociedades oferentes, la política de dividendos y de inversiones .

En este esfuerzo de mejora de la información al público, se ha comprendido la responsabilidad del Revisor Fiscal, y de los Contadores Públicos independientes que si bien han venido desarrollando sus tareas de control desde 1960, ahora las han visto reconocidas y precisadas, quedando, sin embargo, amplio margen para su perfeccionamiento. De especial relieve en esta materia fue el Art.11 de la Ley 32 de 1979, orgánica de la Comisión Nacional de Valores, que exige la certificación del Contador Público respecto de la información contable financiera que deben proveer las sociedades emisoras de valores a la Comisión Nacional de Valores . Para cumplir esta responsabilidad el Contador Público deberá basarse en normas generalmente aceptadas de Auditoria .

Subsiste sin embargo la urgencia de expedir con caracter obligatorio los " " principios de Contabilidad Generalmente Aceptados ", base del ordenamiento y confiabilidad de la información de las empresas .

7.2.2 Democratización Accionaria

En atención a las implicaciones del proceso de concentración en la propiedad accionaria. No únicamente se dispuso instrumentos tributarios para auspiciar la apertura de las sociedades, como lo vimos antes, sino que se introdujo por primera vez en el esquema del crédito de fomento del Banco de la República, una línea de $10.000 millones para financiar el Fondo de Capitalización Empresarial. Una de las razones que explican el alto endeudamiento de las sociedades o su descapitalización, ha sido el llamado crédito de fomento, en una variedad de líneas, cuyo origen remonta desde 1960. El fondo de capitalización empresarial ha de financiar la suscripción de nuevas emisiones de acciones de sociedades ($7.000 para las abiertas, $3.000 para las cerradas) a tasas de interés subsidiadas (18 % para accionistas de sociedades abiertas y el 26 % para accionistas de sociedades cerradas).

La depresión del mercado de acciones que hemos referido en este trabajo, ha hecho oportuna la consideración de incentivos a los bonos que emitan las empresas en atención a que ellos no deben guardar sujeción simétrica con las utilidades de cada período. Por ello, y para que las empresas puedan salir al mercado con un instrumento que ofrezca rendimientos competitivos, el Fondo de Capitalización Empresarial financiará la colocación de bonos obligatoriamente convertibles en acciones al vencimiento del bono. Este estímulo unido a la exoneración de impuestos para una parte (23 %) del rendimiento del bono

percibidos por las personas naturales, se estima dará activación a este mercado que ha sido casi inexistente en Colombia y que puede ser oportuno en las circunstancias actuales recesivas de la economía y del mercado accionario.

7.2.3 Actitud Normativa hacia el Reparto de Dividendos

Si bien los tratadistas no están de acuerdo sobre si la capitalización se promueve mayormente a través de estímulos al reparto de dividendos (para acrecentar la demanda de acciones) o a la retención de utilidades (reservas), si puede precisarse que la masificación del ahorro accionario, proveniente del pequeño y mediano inversionista va a estar condicionada a corrientes regulares de dividendos, percepción distinta del gran accionista, más interesado en el control y las valorizaciones.

La Legislación Colombiana comercial por muchos años y tributaria desde 1983 especialmente ha mostrado un sesgo hacia la distribución. Debe reconocerse sin embargo, que la motivación normativa ha sido distinta. La comercial tratando de proteger a los pequeños accionistas; la fiscal de hacer más atractiva la inversión en acciones.

En esta sección es pertinente recordar, que el Código de Comercio determina que al menos el 50 % de las utilidades de cada período deben repartirse como dividendos salvo aprobación en contrario del 70 % de los accionistas .

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Después de profundizar sobre los aspectos más relevantes acerca del principal mercado de recursos financieros del país para la inversión productiva, son muchas las conclusiones a las que podemos llegar, para posteriormente hacer una serie de recomendaciones que aplicadas a este importante mercado por los diseñadores de la política financiera y económica traería como consecuencia un mejor comportamiento del mercado de capitales colombiano.

En general Colombia por encontrarse en una situación extrema de subdesarrollo tiene que sufrir las consecuencias de la ausencia o escasez de un factor tan importante de la producción como es el Capital. Entonces dadas estas condiciones el buen uso y racionalización de este Capital escaso, son indispensables para alcanzar un poco más de independencia económica en pro de un desarrollo económico y social, justo y equitativo y mejorar por lo tanto el nivel de vida de un vasto núcleo de población más necesitada tanto económica como culturalmente de nuestro país.

El crecimiento económico de un país depende en gran parte de la presencia de

un mercado de capitales fuerte y vigoroso que satisfaga las necesidades de recursos de inversión que demanda la actividad económica en general.

No puede haber crecimiento económico sin una conveniente y ordenada adecuación de los instrumentos de captación e inversión de los recursos; para esto es necesario dadas las condiciones de Colombia de ser un país de escaso capital, canalizar éste hacia aquellas actividades que se consideran prioritarias tanto por su producción como por su interés nacional. Pero desafortunadamente para Colombia esto no ha sucedido así, durante los últimos tiempos el "camino" que han tomado estos recursos no es el más conveniente porque han fomentado las inversiones especulativas, de ahí que se diga que nuestra economía se ha convertido en los últimos tiempos en una economía estructuralmente especulativa.

Un mercado de capitales desarrollado debe permitir conocer con exactitud los diferentes mecanismos e instrumentos que son fundamentales para el financiamiento del desarrollo económico. Las dos esferas de la economía deben funcionar en forma coordinada, debe haber un entendimiento entre el sector real y el financiero y esto lo debe proporcionar un mercado de capitales desarrollado y eficiente. Estos calificativos de este importante mercado no pueden ser aplicados al mercado de recursos de largo plazo, ya que éste se encuentra en una situación de estancamiento.

La Sociedad Anónima ha sufrido en grandes proporciones el estancamiento del

mercado de capitales colombiano, siendo este un instrumento importante para canalizar sustanciales recursos a la actividad productiva .

Los aportes de capital fuente principal de financiamiento de la sociedad anónima en la década de los cuarenta ha perdido importancia relativa, quedando sujeta la Sociedad Anónima a utilizar la retención de utilidades y el endeudamiento externo como principales fuentes de financiamiento ; el endeudamiento externo se ha convertido en uno de los principales problemas por los que atraviesa la Sociedad Anónima llegando a situarse en niveles que sobrepasan el 70 % en los últimos años .

Otro factor que indudablemente ha afectado a la sociedad anónima colombiana es la aparición desde 1973 de títulos valores de corto plazo que ofrecen mayor rentabilidad que las acciones de la Sociedad Anónima con la reforma financiera de 1974 que liberó la tasa de interés; el escaso capital existente se canalizó hacia aquellos títulos que además de ofrecer altas tasas de interés para los ahorradores ofrecían liquidez en el corto plazo .

Es lógico manifestar entonces , que en la década del setenta la Sociedad Anónima comienza a perder el auge que tubo en décadas pasadas, y en la actualidad a pesar de los innumerables incentivos que se han creado para tratar de capitalizar a esta importante organización empresarial se encuentra afrontando una etapa de " crisis " . Cuestión que es fácil deducir si observamos los datos

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
Biblioteca Universitaria
Fernandez de Madrid

estadísticos los cuales nos manifiestan que a comienzos de la decada del ochenta las transacciones de acciones realizadas en la Bolsa de Valores, era prácticamente el mismo de diez años atrás .

Ojalá los incentivos creados durante los últimos años tengan efectividad en el futuro porque hasta ahora han sido poco eficientes, para los cuales la Comisión Nacional de Valores juega un importante papel en la aplicación y realización de tales incentivos .

Las reformas que tuvieron su origen en la década del setenta y las cuales asignaron al sector financiero como sector líder de la economía, permitieron sin lugar a dudas la concentración accionaria mediante operaciones ficticias y especulativas alejando al mediano y pequeño accionista del mercado. Hoy, indudablemente el Mercado Bursátil Colombiano atraviesa un período de crisis ; lo cual se refleja notoriamente en el debilitamiento de la Sociedad Anónima .

El desempleo es uno de los principales problemas que tiene Colombia en estos momentos; y que prometen atacar los gobernantes de turno sin ningún éxito en las actuales circunstancias. Nuestro mercado de capitales no cumple de una manera eficiente con la movilidad perfecta entre empresas ; las más grandes son las únicas beneficiadas del escaso capital existente en el país, sufriendo la pequeña empresa esta imperfección del mercado de capitales , trabajando en niveles ínfimos de productividad agravando el problema de desempleo .

Además las grandes empresas tiene mayor credibilidad con el capital extranjero; las pequeñas no lo tienen y al usar el escaso capital existente no le permiten a la pequeña y mediana empresa la oportunidad de trabajar con una capacidad de planta mayor. Creemos que en la medida que nuestro mercado de capitales se fortalezca y cumpla como agente dinamizador de recursos a la actividad productiva en general, los índices de desempleo en un futuro cercado para Colombia serán mucho menor; por lo tanto debe haber una misión coordinada y armónica entre el sector público y privado y trabajar en el mismo sentido para tratar de corregir las deficiencias de nuestro mercado.

La no existencia de un verdadero mercado de capitales de largo plazo perjudica en grandes proporciones a los sectores escasos en capital e intensivos en mano de obra, los cuales tienen muchas veces que sub-ocupar la mano de obra, por encontrarse laborando en niveles ínfimos de productividad y empleo; un mercado de capitales desarrollado proporcionaría sin lugar a dudas una movilidad perfecta de capital entre empresas y sectores de ahí que tratar de fortalecer nuestro mercado de capitales debe ser misión de todos.

Con relación a las operaciones de mercado abierto son muchas las conclusiones a las que podemos llegar.

Las operaciones de mercado abierto (OMA) que se realizan en Colombia, no corresponden a la definición tradicional. Más que títulos de deuda pública lo

que se coloca son títulos del Banco de la República que buscan una finalidad de tipo monetario y no financiación de la Tesorería o del Presupuesto Nacional.

La aparición de las operaciones de mercado abierto en Colombia es relativamente reciente . Data apenas de 1974 como antecedente puede mencionarse las Recomendaciones de la misión Currie de 1951 y la experiencia con los PAS en 1974 .

Las operaciones de mercado abierto que se han venido diseñando en los últimos años han buscado preservar para el mecanismo un grado mínimo de flexibilidad. Primero en cuanto a su rendimiento se ha procurado que pueda ser fijado ágilmente de acuerdo con las tendencias del mercado. Un error que tradicionalmente se cometió en Colombia y que explicó sin lugar a dudas el poco éxito que tuvieron inicialmente las operaciones de mercado abierto fue el de que su rendimiento se fijaba desde un comienzo, sin dejar la posibilidad de que el Banco de la República fuera adaptándolo a la evolución del mercado. Este defecto se ha subsanado en la actualidad . También se observa flexibilidad en las otras modalidades de su colocación ; de ahí las tendencias al aumento que se ha presentado en las cifras de las operaciones de mercado abierto .

Creemos que el desarrollo futuro de las operaciones de mercado abierto en Colombia requiere la organización de " Dealers " o departamentos especializados de las entidades financieras que puedan tomar posición propia para luego

proceder al menudeo entre los inversionistas; tal como sucede en países desarrollados.

Los problemas fiscales que se observan comprometen la posibilidad de mantener una cuota de inversión ambiciosa en los presupuestos venideros. Esto sería inconveniente para el desarrollo económico colombiano. Se requiere entonces encontrar algún mecanismo no inflacionario para financiar la inversión pública en el futuro; no resulta conveniente supeditar la inversión pública a un crecimiento indefinido del Crédito Externo. A pesar de que éste se seguirá necesitando de todas maneras resulta de la mayor urgencia complementar el crédito externo con unas mayores captaciones de ahorro interno a través de operaciones de mercado abierto. Pero debe manejarse con cautela la colocación de papeles del Banco de la República con propósitos monetarios y aquellos que tuvieran como objetivo la financiación del presupuesto nacional. No sería conveniente que los primeros eliminaran a los segundos; por lo tanto no parece prudente utilizar un solo documento puesto que todas las captaciones se podrían destinar a financiar faltantes del presupuesto nacional olvidando las necesidades de orden monetario que pueden seguir siendo importante. De ahí que las dos finalidades para las cuales fueron creadas las O.M.A. deben ponerse en marcha simultáneamente, teniendo en cuenta las condiciones cambiantes de nuestra economía.

En cuanto al ahorro interno, más concretamente el realizado por las unidades familiares o personal, el cual a nuestro juicio juega un papel muy importante en

213

cuanto al fortalecimiento del mercado de capitales ; en Colombia no se le ha asignado la importancia que merece , razón por la cual ha presentado durante los últimos años una serie de altibajos con tendencia decreciente . Creemos que en Colombia todavía no se han creado verdaderas políticas de fomento al ahorro personal tal y como sucede en países desarrollados .

Mientras en Colombia sigan presentándose altas tasas progresivas de inflación , el ahorro seguirá disminuyendo, por lo tanto, mediante la implantación de " verdaderas " políticas anti-inflacionarias, el ahorro personal irá ganando terre no dentro de los componentes del ahorro interno total, porque consideramos que la inflación es el enemigo número uno del ahorro . En la medida que la " Cuota de Ahorro " aumente a través de los años y se dirija a financiar las inversiones productivas del país, tendremos sin lugar a dudas un orden social más justo y equi tativo en beneficio de la clase más deprimida , que es la mayoría del pueblo colombiano .

Por otro lado creemos conveniente para aumentar la capacidad de ahorro de Co lombia la creación de garantías especiales que devuelvan la confianza a los ahorradores, porque los abusos cometidos por muchas instituciones encargadas de la captación de recurso, en los últimos años; indudablemente han alejado a los pequeños ahorradores , creando desconfianza en ellos y permitiendo la cana lización de sus ahorros hacia otras actividades diferentes al ahorro .

Compartimos el principio de las tasas de interés positivo, debido a que en esta forma los ahorradores no ven reducido su poder de compra, lo que no comparti mos es la excesivamente altas tasas de interés, fruto de las extremadamente libertad que se le dió al Mercado Financiero. Creeemos conveniente para el manejo de éstas una fuerte y vigorosa intervención del Estado; el organismo rec tor ó Autoridades monetarias, tienen que establecer unos parámetros dentro de los cuales se deben mover estas tasas .

En lo concerniente a la inversión productiva del país, podemos darnos cuenta que ésta ha disminuido siempre que la rentabilidad de las empresas se han redu cido , mientras que la inflación y tasa de interés aumentan. Por lo tanto el au mento desmesurado de las tasas de interés a partir de 1974, se han constituido en factores de detrimento para la economía en su conjunto fomentando la espe culación y acabando con el escaso mercado de capitales de largo plazo que en ese momento existía, contituyendo un mercado financiero formado por activos de muy corto plazo en perjuicio del mercado accionario de la Sociedad Anóni ma llevándola a el caso extremo del endeudamiento. Dada la importancia de la Sociedad Anónima para el Desarrollo económico y social se hace necesario pues, la creación de mecanismos eficientes para tratar de rescatar esta impor tante organización empresarial, depende su desarrollo de la correcta aplica ción de estos .

Las condiciones propicias bajo las cuales debe desarrollarse un mercado de ca

pitales, que enmarcamos en el capítulo sexto , no se cumplen a cabalidad en Colombia; son muchas de estas condiciones que aplicadas al esquema económico de nuestra economía en la actualidad dejan mucho que desear ; tal es el caso del conocimiento del proceso inflacionario futuro ; donde casi siempre han sobre pasado los estimativos realizados por los diseñadores de la política económica y financiera .

Es pues misión de los gobernantes de turno crear las condiciones , las bases sobre las cuales debe descansar un mercado de capitales fuerte y vigoroso capaz de pro pugnar por el desarrollo económico y social del país .

Por otro lado; la intervención del gobierno durante los últimos años creando im puestos se ha convertido sin lugar a dudas en uno de los principales factores de debilitamiento del ahorro .

En síntesis todavía no contamos con una estructura institucional adecuada , bajo el cual pueda desarrollarse el mercado de capitales de Colombia. Creemos que el gobierno sin una intervención excesiva, debe tratar por todos los medios posibles crear una estructura sólida bajo la cual despegue por fin nuestro importante mer cado de recursos a largo plazo o mercado de capitales .

Es cierto que desde el comienzo de la presente década de han venido implantan do una serie de mecanismos orientados a fortalecer el mercado de capitales ,

pero todavía no han impactado de una manera eficaz para poder decir que el Mercado de Capitales se está fortaleciendo .

La Comisión Nacional de Valores debe propugnar al máximo por una correcta aplicación de estos mecanismos; se aplaude y es digno de elogio la circular 007 de 1984, mediante la cual la C.N.V. , obliga a las sociedades a suministrar información más amplia y oportuna sobre sus operaciones , lo cual protege al pequeño accionista de ser objeto de actividades especulativas por parte de los más poderosos .

Para finalizar queremos precisar que la situación del Mercado de Capitales ha sido tema de interés y preocupación desde hace varios lustros.

De esta investigación que hemos realizado concluímos que éste existe pero opera ineficientemente y carece de tamaño requerido para atender las necesidades de financiamiento del gobierno y el sector productivo; su profundidad es muy limitada y restringida hasta el punto de que cualquier transacción relativamente grande y cuantiosa excede la capacidad del mismo y ocasiona serios traumatismos . Es entonces una necesidad sentida el desarrollo del Mercado de Capitales de Colombia.

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
Biblioteca Universitaria
Fernández de Madrid

BIBLIOGRAFIA

BUENO MIRANDA, Jaime. Incentivos para el Desarrollo del Mercado de Capitales de Colombia. X Conferencia Anual de la Asociación Internacional de las Comisiones de Valores y Organizaciones similares. Comisión Nacional de Valores de Colombia. Centro de Convenciones. Cartagena de Indias. Junio de 1985 .

BURBANO, Luis Carlos. LEON COBO, Adolfo. Desempleo y Distribución del ingreso durante la Administración Betancourt. Economía Colombiana . No.183. Julio 1986 .

BANCO DE LA REPUBLICA. ASOCIACION BANCARIA DE COLOMBIA. El Mercado de Capitales en Colombia 1973. Ediciones Tercer Mundo . Bogotá. Primera Edición .

COMISION NACIONAL DE VALORES. Los Bonos obligatoriamente convertibles en Acciones. No.2. Volumen 3. Octubre 1985 .

-------- La Economía Colombiana y el Desarrollo de la Sociedad Anónima en los últimos 30 años . Boletín mensual. Mayo 1983 .

FERGUSON, Jhon. Historia de la Economía. Fondo de Cultura Económica . Méjico 1984. Décima reimpresión .

LAS TASAS DE INTERES Y EL MUNDO EN DESARROLLO. Como afectan las tasas en los países menos desarrollados. Finanzas y Desarrollo No.4. Volumen 20 (33) Diciembre 1983 .

LONDOÑO PARDO, Jorge. Operaciones del Mercado Abierto con nuevo aire. Síntesis Económica No.448. Febrero 25 de 1985 .

LLERAS RESTREPO, Carlos. El Problema Fiscal Interrogantes y Soluciones. Nueva Frontera No.494 (5) Agosto 1984 .

PIEDRAHITA E, Francisco. El Papel de los Inversionistas Institucionales en el Desarrollo de los Mercados de Capitales. Comisión Nacional de Valores. No. 3 Volumen 3 (3) Noviembre 1985 .

RAMOS, Joseph. Segmentación del Mercado de Capitales y Empleo. El Trimestre Económico No. 202 Volumen 51 (2) Abril, Junio de 1984 .

RESTREPO S, Juan Camilo. Las Operaciones de Mercado Abierto. Revista de la Andi No. 58 - 1982 .

ROSAS DIAZ, Manuel. Formación de Capital, Productividad y Desarrollo Industrial. Comisión Nacional de Valores. No. 6. Volumen 2 (2) Octubre 1984.

ROSAS VEGA, Gabriel. Política Tributaria. La tributación de las Sociedades . Nueva Frontera No. 609 (13) Noviembre 12-23 - 1986 .

UNIVERSIDAD NACIONAL DE COLOMBIA. El Sistema Financiero y el Desarrollo en Colombia. La Economía Colombiana. Una Economía Estructuralmente Especulativa . Editorial Dupligraf. Bogotá Agosto de 1982 .