

T
338.74
B453



BIBLIOTECA UNIVERSITARIA
Fernández de Madrid
Universidad de Cartagena

S C I B

CAMBIOS EN EL FINANCIAMIENTO DE LA SOCIEDAD ANONIMA
COLOMBIANA

ALICIA BELTRAN DEGUEVARA VERGARA
GUIDO ZUÑIGA OSPINO

Trabajo de Grado presentado como
requisito parcial para optar el
título de Economista

S C I B
00001515

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
PROGRAMA DE ECONOMIA

Agosto 27 de 1986

45115

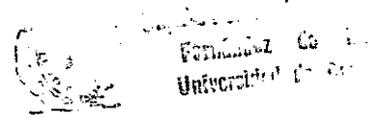


BIBLIOTECA UNIVERSITARIA
Fernández de Madrid
Universidad de Cartagena

CAMBIOS EN EL FINANCIAMIENTO DE LA SOCIEDAD ANONIMA
COLOMBIANA

Rector: LUIS ARRAUT ESQUIVEL
Decano: GUILLERMO QUINTANA SOSA
Secretaria académica: MARTA FERNANDEZ

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
PROGRAMA DE ECONOMIA



AGRADECIMIENTOS

Los autores expresan sus agradecimientos:

A JAMES LLANOS, Profesor de Planeación y Economía Colombiana en la Facultad de Ciencias Economicas, Universidad de Cartagena.

A todas aquellas personas que de una u otra forma tuvieron que ver en la realización de este trabajo.



Facultad de Ciencias
Universidad de Córdoba

DEDICATORIAS

Dedico este triunfo a mis padres, Denis y Antonio Gaspar por su bondad, dedicación y sacrificio.

A mis hermanos, a Zorayda y a Leblanc.

GUIDO

Con el valioso apoyo de mis padres, Isabel y Alfonso, fue posible alcanzar este objetivo. A ellos dedico este logro; al igual que a mi hermana.

ALICIA

Cartagena, marzo 19 de 1987

Señores:
MIEMBROS DEL COMITE DE GRADUACION
Facultad de Ciencias Económicas.
Universidad de Cartagena.
E. S. D.



Facultad de Ciencias Económicas
Fundador: Dr. Juan
Universidad de Cartagena

Distinguidos señores:

El motivo de la presente es para comunicarles que he aceptado ser asesor y presidente de la tesis, titulada de "CAMBIOS EN EL FINANCIAMIENTO DE LA SOCIEDAD ANDINA COLOMBIANA", realizada por los egresados: ALICIA BELTRAN DEGUEVARA y GUIDO ZUÑIGA.

Agradeciéndoles la atención que les merece la presente, me suscribo de ustedes.

Atentamente:

JAMES LLANOS PEREZ
ASESOR Y PRESIDENTE.

6

Cartagena, Marzo 19 de 1987



BIBLIOTECA UNIVERSITARIA
Fernández de Ovando
Calle 100 No. 100

Señores
MIEMBROS DEL COMITE DE GRADUACION
Universidad de Cartagena
E. S. D.

Respetados señores:

La presente tiene por objeto presentarles la Tesis, inti-
tulada "CAMBIOS EN EL FINANCIAMIENTO DE LA SOCIEDAD ANONI-
MA COLOMBIANA", realizada por los egresados: ALICIA BEL-
TRAN DEGUEVARA VERGARA y GUIDO ZUÑIGA OSPINO.

Agradeciendo la atención brindada se despiden

Atentamente:

Alicia Beltrán Deguevara
ALICIA BELTRAN DEGUEVARA

Guido Zuñiga Ospino
GUIDO ZUÑIGA OSPINO



Cartagena, 7 de Mayo de 1987

Señores Miembros
COMITE DE GRADUACION
Facultad Ciencias Económicas
Universidad de Cartagena
E. S. D.

Distinguidos Profesores:

La presente con el fin de rendir concepto sobre la tesis de grado titulada "Cambios en el Financiamiento de la Sociedad Anónima Colombiana", elaborada por los egresados, señores GUIDO ZUÑIGA y ALICIA BELTRAN, para optar al título de Economistas, respectivamente.

Mucho se ha discutido en los últimos años sobre las características del sistema financiero colombiano y de los problemas del mercado de capitales. Y, ha sido precisamente desde los años setenta - Admón López - y ochenta - Admón Betancur - en que el sector financiero ha experimentado importantes y substanciales cambios tanto desde el punto de vista de los instrumentos de captación y de canalización del ahorro como en cuanto al lugar asignado a este sector en el conjunto de la economía.

La aparición de los UPAC durante el Gobierno del señor Pastrana - 1973 - señala el rompimiento básico en el desarrollo del sistema financiero en el país. Primero, se rompe totalmente con la tradición de tasas de interés bajas y lo que se busca es una tasa de interés positiva. En segundo, porque se asigna, desde el punto de vista teórico y conceptual, un papel determinante al sistema financiero en el proceso de desarrollo económico. En el Plan de Desarrollo de "Las 4 Estrategias" el sector líder de la construcción únicamente podría desarrollarse y avanzar contando con los recursos que se obtendrían por medio del sistema de ahorro y vivienda del UPAC. Por estas razones se produce un rompimiento drástico en la concepción del sector financiero colombiano. Lo que existía antes era la concepción más o menos clásica del sistema financiero como un sistema de intermediarios que se desarrollaría en la medida en que los sectores reales de la economía avanzaran.

Después de la creación de los UPAC, la administración López, en su Plan de Desarrollo "Para Cerrar la Brecha" plantea un cuerpo de reformas y dentro del cual tiene lugar especial la reforma financiera entendida como la liberación



del sistema financiero de los intermediarios y de las tasas de interés, la promoción del ahorro y la asignación eficiente de los recursos financieros. Se trata de una concepción neoliberal en que se vuelve a dar a las fuerzas libres del mercado, la mayor cantidad de juego posible y se le deja a estas fuerzas la consecución y la asignación de los recursos en la economía. Con la reforma se produce toda clase de medidas, de disminución de encaje, de disminución de inversiones forzosas y desde el punto de vista del ahorro, tal vez lo más importante fué la autorización a los bancos y a las Corporaciones financieras para la emisión de certificados de depósito a término.

En el inicio del gobierno Betancur, el sistema financiero se vió afectado por la pérdida de confianza del público como resultado del comportamiento anormal de algunos de los más importantes intermediarios financieros que encauzaron el ahorro privado hacia operaciones especulativas para beneficio de sus propios diseños o administradores. Esta situación llevó al gobierno a tomar una serie de medidas - con base en la emergencia económica - destinadas a conjurar la crisis, las cuales se orientaron de un lado a reordenar y restablecer la confianza en los intermediarios ante los desajustes que ocasionó el encauzamiento del ahorro privado hacia actividades especulativas y de otro, a evitar la excesiva concentración del poder económico. Se pasó de una economía productiva a una economía especulativa y parasita que ningún beneficio le dejaba al país. No obstante, las medidas tomadas, el sistema financiero se ha visto afectado últimamente por una crisis de liquidez como producto del estado recesivo de la economía, el cual se refleja en el decaimiento de sectores que fueron líderes en el pasado, hecho que ha contribuido a que muchas empresas se retrasen en el pago de sus compromisos crediticios. Tal circunstancia ha afectado la liquidez y rentabilidad de los principales intermediarios financieros que han visto crecer sus deudas de dudoso recaudo. Ante ello, el gobierno ha dictado medidas que alivian en parte esta situación por medio de la reducción del encaje, sustitución de encaje monetario por productivo incremento en el rendimiento de las inversiones forzosas y estímulo a la capitalización, entre otras.

Los egresados en forma clara, precisa y documentada nos explican cómo dentro de este marco conceptual de la evolución del sistema financiero nacional se ha financiado la sociedad anónima.

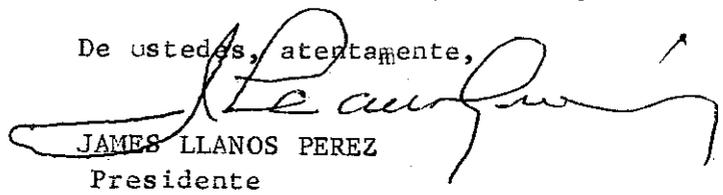
Analizan y evalúan críticamente estas reformas al sistema financiero y sus repercusiones en el desarrollo de la sociedad anónima y ^{que} la relación han tenido en la crisis que ha afectado a estas organizaciones en los últimos años, etc.

Conceptúo pues, que los egresados ZUNIGA y BELTRAN, lograron llevar a feliz término un excelente estudio analítico sobre el financiamiento de la sociedad anónima en Colombia.

Solicito, como Presidente de Tesis, la nota de MERITORIA para el presente trabajo, que bien se la merece por una y otras razones más.

Felicitaciones expresivas a Guido y Alicia, por este documento y les deseo muchos éxitos en el ejercicio profesional.

De ustedes, atentamente,


JAMES LLANOS PEREZ
Presidente



Universidad de Cartagena
Cartagena-Colombia
(Sur América)

Cartagena, 6 de Mayo de 1987



BIBLIOTECA UNIVERSITARIA
Fernández de Madrid
Universidad de Cartagena

Señores
MIEMBROS COMITE DE GRADUACION
Facultad de Ciencias Económicas
Universidad de Cartagena
E. S. D.

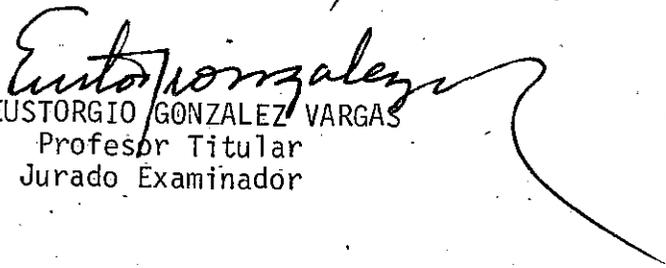
Estimados colegas:

Les comunico que he leído con detenimiento e interés el trabajo de grado sometido a mi consideración con la denominación: "CAMBIOS EN EL FINANCIAMIENTO DE LA SOCIEDAD ANONIMA COLOMBIANA", elaborada por los egresados: ALICIA BELTRAN DEGUEVARA y GUIDO ZUÑIGA OSPINO.

El trabajo permite al lector conocer con claridad algunos conceptos del sector financiero enmarcados en las sociedades anónimas, que desde luego han contribuido a un progresivo debilitamiento en la estructura financiera de las mismas, por los altos endeudamientos y elevadas tasas impositivas que cada día van en detrimento y desestímulo para los futuros inversionistas. Considero la investigación como una fuente valiosa para la facultad y recomiendo su aprobación como tesis de grado, la que podrán sustentar para que puedan optar al título de Economistas.

Aprovecho para felicitar a los egresados Beltrán DeGuevara y Zúñiga Ospino y les deseo éxitos en el ejercicio profesional.

Cordialmente,


EUSTORGIO GONZALEZ VARGAS
Profesor Titular
Jurado Examinador

Cartagena, 5 de Mayo de 1987 -



BIBLIOTECA UNIVERSITARIA
Fernández de Madrid
Universidad de Cartagena

Señores Miembros
COMITE DE GRADUACION
Facultad Ciencias Económicas
Universidad de Cartagena
E. - S. D

Apreciados Colegas:

Después de revisar cuidadosamente el trabajo de grado intitulado "Cambios en el Financiamiento de la Sociedad Anónima Colombiana" presentado por los egresados Guido Zuñiga Ospino y Alicia De Guevara Vergara, para optar al título de Economistas, conceptúo lo siguiente: El trabajo en mención se ajusta a los criterios mínimos de investigación y constituye un aporte valioso bibliográfico para quienes deseen profundizar en el mercado de capitales desde el punto de vista del financiamiento, capitalización empresarial, de igual manera sobre el comportamiento de los títulos valores en la actividad económica, por lo anterior, mi concepto es favorable a la vez felicito a los egresados deseándoles éxitos en sus futuras actividades profesionales.

De ustedes, atentamente,

FLORENTINO RICO CALVANO
Jurado Examinador



TABLA DE CONTENIDO

	pág
0.	INTRODUCCION..... 1
0.1	PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA..... 2
0.2	DELIMITACION DEL PROBLEMA..... 2
0.2.1	Delimitación Formal..... 2
0.2.1.1	Espacio..... 3
0.2.1.2	Tiempo..... 3
0.2.2	Delimitación Material..... 3
0.2.2.1	Variable Dependiente..... 3
0.2.2.2	Variabes Independientes..... 3
0.3	OBJETIVOS DE LA INVESTIGACION..... 4
0.3.1	Objetivo General..... 4
0.3.2	Objetivos Específicos..... 4
0.4	IMPORTANCIA..... 4



0.5	FORMULACION DE HIPOTESIS.....	5
0.5.1	Hipótesis General.....	5
0.5.2	Hipótesis de Trabajo.....	6
0.6	OPERACIONALIZACION DE HIPOTESIS.....	6
0.6.1	Definiciones Conceptuales.....	6
0.6.2	Definiciones Operacionales.....	7
0.7	MARCO TEORICO.....	8
0.8	METODOLOGIA.....	12
1.	LA SOCIEDAD ANONIMA EN COLOMBIA.....	14
1.1	ANTECEDENTES HISTORICOS.....	14
1.2	APARICION DE LA SOCIEDAD ANONIMA EN COLOMBIA.....	23
1.2.1	La Sociedad Anónima en la Colonia.....	23
1.2.2	La Sociedad Anónima en la República....	25
2.	MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA.....	41
2.1	ASPECTOS GENERALES.....	41
2.1.1	Definición.....	41
2.1.2	Función e Importancia.....	41
2.2	ASPECTOS LEGALES E INSTITUCIONALES.....	42



2.2.1	Régimen General.....	42
2.2.2	Organismos Reguladores.....	43
2.2.2.1	La Comisión Nacional de Valores.....	43
2.2.2.2	La Superintendencia Bancaria.....	45
2.2.3	El Mercado Nacional de Valores.....	46
2.2.3.1	Oferta Pública.....	46
2.2.3.2	Sujetos que intervienen en el mercado Público de Valores.....	47
- 2.2.3.2.1	Sociedades emisoras.....	47
2.2.3.2.2	Bolsas de valores.....	47
2.2.3.2.3	Sociedades comisionistas de bolsa.....	49
2.2.3.2.4	Sociedades administradoras de fondos de Inversión (SAI).....	50
2.3	FACTORES QUE LIMITAN EL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES.....	50
2.3.1	Inflación.....	51
2.3.2	Una Vieja Concepción sobre el Crédito de Fomento.....	52
2.3.3	Desarrollo Organizacional del Mercado de Capitales.....	53
2.3.4	Cambio de Actitud de los Agentes que In tervienen en el Mercado de Capitales...	54



3.	FINANCIAMIENTO DE LA SOCIEDAD ANONIMA	
	56
3.1	FUENTES INTERNAS.....	56
3.1.1	Depreciación, Utilidades no distribuídas y Otras Provisiones.....	56
3.1.1.1	Aspectos Generales.....	56
3.1.1.2	Evolución a partir de 1970.....	59
3.2	FUENTES EXTERNAS.....	67
3.2.1	Endeudamiento.....	67
3.2.1.1	Aspectos Generales.....	67
3.2.1.2	Evolución a partir de 1970.....	68
3.2.2	Emisión Accionaria.....	72
3.2.2.1	Aspectos Generales.....	72
3.2.2.2	Evolución a partir de 1970.....	74
4.	PROBLEMAS DE FINANCIAMIENTO POR EMISION DE ACCIONES.....	77
4.1	REGIMEN TRIBUTARIO.....	77
4.1.1	Doble Tributación.....	77
4.1.2	Sistema de Depreciación.....	81
4.1.3	Ganancias Ocasionales.....	86
4.2	CONDICIONES CREDITICIAS.....	89
4.3	CONCENTRACION ACCIONARIA.....	91



4.4	LAS ACCIONES Y BONOS FRENTE A OTRAS ALTERNATIVAS DE INVERSION.....	97
4.5	PROCESO INFLACIONARIO.....	103
4.6	ENDEUDAMIENTO Y LA EMISION ACCIONARIA.....	108
5.	LA SOCIEDAD ANONIMA Y LA REFORMA TRIBUTARIA DE 1983.....	113
5.1	ASPECTOS GENERALES.....	113
5.1.1	Objetivos.....	113
5.1.1.1	Objetivos Generales.....	113
5.1.1.2	Objetivos Tributarios para la Sociedad Anónima.....	115
5.2	LA LEY 9a. DE 1983 Y LA SOCIEDAD ANONIMA.....	115
5.2.1	Mercado de Acciones.....	115
5.2.1.1	Demanda.....	115
5.2.1.2	Oferta.....	119
5.2.2	Promoción de los Inversionistas Institucionales.....	121
5.2.3	Prima de Colocación de Acciones.....	123
5.2.4	Las Ganancias Ocasionales.....	124
5.2.5	La Renta Presuntiva.....	127



5.2.5.1	Sobre los Ingresos Netos.....	127
5.2.5.2	Sobre el Patrimonio Líquido.....	128
5.2.6	Desmante de la Cascada Presuntiva en tre Sociedades y entre éstas y sus So cios.....	129
5.2.7	La Democratización de la Propiedad de Acciones.....	130
5.3	EFFECTOS DE LA REFORMA TRIBUTARIA SOBRE LA SOCIEDAD ANONIMA.....	132
5.3.1	Efectos sobre la Tasa de Interés.....	132
5.3.2	Efectos sobre los Precios de las Accio nes.....	133
5.3.3	Efectos sobre la Estructura Financiera de las empresas.....	133
5.4	PERSPECTIVAS DE LA SOCIEDAD ANONIMA	135
6.	CONCLUSIONES.....	138
	GLOSARIO.....	142
	BIBLIOGRAFIA.....	146



LISTA DE TABLAS

	pág
TABLA 1. Estructura Financiera de las Empresas 1970 - 1984 (Porcentajes).....	60
TABLA 2. Estructura de las Fuentes Integradas	62
TABLA 3. Evolución de la Utilidad Distribuida para una Muestra de Sociedades.(1970- 1984). (Millones).....	63
TABLA 4. Evolución de las Utilidades (Término Nominal-Real). (1970 - 1984). Porcen tajes.....	65
TABLA 5. Índice de Endeudamiento. 1970 - 1984 (Porcentajes).....	69



TABLA 6.	Evolución de los Aportes de los Socios 1970 - 1984. (Porcentajes).....	76
TABLA 7.	Participación de los Créditos de Fomen to en los Créditos Nuevos a la Industria 1965 - 1980. (Millones de Pesos)	92
TABLA 8.	Tasas de Interés.....	100
TABLA 9.	Las Acciones en el Mercado de Valores Colombiano. 1970 - 1984. (Cifras en Millones de Pesos.)	102
TABLA 10.	Inflación, Relación, Ganancia Neta por Acción Peso Promedio Acción Para una Muestra de Sociedades Anónimas. (Porcentajes).....	107



BIBLIOTECA UNIVERSITARIA
Universidad de Madrid

0. INTRODUCCION

A continuación presentamos el anteproyecto de tesis en el que pretendemos dar a conocer el campo de nuestra investigación y su extensión. El estudio mostrará un análisis de los factores que han incidido en el cambio de los patrones de financiamiento de la Sociedad Anónima en Colombia, desde el año de 1.970 hasta 1.984.

Hemos considerado conveniente desarrollar cinco capítulos: El primero versará sobre los aspectos históricos de la Sociedad Anónima; en el segundo veremos algunos aspectos del Mercado de Capitales en Colombia; el tercero tratará las fuentes de financiamiento de las Sociedades Anónimas; en el cuarto capítulo analizaremos los problemas de financiamiento de la Sociedad Anónima a través de Bonos y Acciones; en el último, haremos unas consideraciones sobre la ley 9ª de 1.983 y su incidencia en la Sociedad Anónima colombiana.

Al final, por supuesto, haremos unas recomendaciones en lo referente al estudio realizado.

0.1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Colombia a pesar de ser uno de los países precursores de la capitalización de las empresas a través de la Sociedad Anónima, ha visto decrecer esta actividad debido a la preferencia que se le ha dado a otros activos financieros que hoy se transan en el mercado; sustituyendo así, las acciones y los bonos de las Sociedades Anónimas.

El fenómeno anterior, unido a otros, ha generado en la Sociedad Anónima un acelerado cambio en las formas de obtener los recursos para sus necesidades financieras de corto, mediano y largo plazo. Es por eso, que en los últimos años, la Sociedad Anónima ha incrementado sus pasivos financieros mientras que la generación de fondos a través de la emisión de acciones disminuye.

El interrogante que surge inmediatamente, es el siguiente: ¿Cuáles son los factores que determinan, en primera instancia, los cambios en los patrones de financiamiento de la Sociedad Anónima Colombiana?.

0.2. DELIMITACION DEL PROBLEMA.

0.2.1. Delimitación formal.



0.2.1.1. Espacio.

Este estudio se realizará teniendo en cuenta la información acerca de las Sociedades Anónimas existentes en Colombia.

0.2.1.2. Tiempo.

La investigación comprenderá un período de 15 años o sea desde el año de 1.970 hasta 1.984.

0.2.2. Delimitación material.

0.2.2.1. Variable dependiente.

Cambio en los patrones de financiamiento de la Sociedad Anónima en Colombia.

0.2.2.2. Variables independientes.

Doble tributación.

Condiciones de crédito.

Preferencia por otros papeles existentes en el mercado.



0.3. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACION.

0.3.1. Ojetivo general.

Descubrir y analizar las causas y consecuencias de los cambios en el financiamiento de la Sociedad Anónima colombiana.

0.3.2. Objetivos específicos.

- Conocer y analizar los factores que incidieron para que las Sociedades Anónimas dejaran de emitir acciones y bonos para financiarse.

Establecer cuales son las principales fuentes de financiamiento con que cuentan las Sociedades Anónimas.

Descubrir la relación existente entre el Endeudamiento y la emisión accionaria.

Analizar los efectos de la Ley 9ª de 1.983, sobre la capitalización de la Sociedad Anónima.

0.4. IMPORTANCIA.

Consideramos que el tema es de gran importancia por los

siguientes aspectos



22
BIBLIOTECA UNIVERSITARIA
Fernández de Madrid
Universidad de Cartagena

Es el primer estudio que se realiza en nuestra facultad, en el que se analiza información referida a la forma en que la Sociedad Anónima se financia.

Por ser la Sociedad Anónima la forma más eficiente de la organización económica moderna y constituir la fuerza motriz capaz de empujar la marcha progresiva de la riqueza económica de un país; además, es necesario que los estudiantes de nuestra facultad y otras afines cuenten con trabajos que traten de este tipo de organización y conozcan los problemas por los que atraviesa la capitalización empresarial en Colombia.

Como estudiantes de Economía siempre nos ha interesado conocer y analizar la problemática del país y el tema estudiado satisface este interés por la gran importancia de la Sociedad Anónima en el desarrollo del país.

0.5. FORMULACION DE HIPOTESIS.

0.5.1. Hipótesis general.

La forma en que se financian las Sociedades Anónimas, determina, en gran medida, su capitalización y el futuro

desarrollo dentro de la economía del país.

0.5.2. Hipótesis de trabajo.



Los cambios en los patrones de financiamiento de la Sociedad Anónima se deben principalmente, a la doble tributación, a las condiciones de crédito y a la preferencia por otros papeles existentes en el mercado.

0.6. OPERACIONALIZACION DE LAS HIPOTESIS.

0.6.1. Definiciones conceptuales.

Capitalización: Se entiende como el incremento del patrimonio. En otras palabras, es el traslado de las utilidades obtenidas al capital propiamente dicho.

Patrones de financiamiento: Hace referencia a las diferentes formas que tienen las empresas para procurarse recursos y atender sus necesidades financieras.

Doble tributación: Es el fenómeno a través del cual, las empresas pagan impuestos sobre sus utilidades brutas y más adelante los accionistas ven gravados los dividendos que les corresponden de esas utilidades mermadas.

Condiciones de crédito: Esta expresión hace referencia a las diferentes oportunidades que se le presentan a las empresas, lo que hace más ventajoso obtener crédito que emitir acciones.



BIBLIOTECA UNIVERSITARIA
Fernández de Madrid
Universidad de Cartagena

0.6.2. Definiciones operativas.

VARIABLE	INDICADOR	FUENTE
Cambio en los patrones de financiamiento.	Indice de endeudamiento. Indice de emisión de acciones. Fuentes internas frente a fuentes externas.	Revistas especializadas.
Doble tributación.	Ingreso por tributación directa a las sociedades. Ingreso por los dividendos gravados.	Revistas especializadas.



VARIABLE	INDICADOR	FUENTE
Condiciones de crédito.	Tasas de interés. Índice del costo de emisión frente al índice del costo de obtener los créditos.	Revistas y periódicos.
Preferencia por otros papeles.	Rentabilidad de la acción frente a la rentabilidad de otros papeles negociados en el mercado.	Publicaciones periódicas.

0.7. MARCO TEORICO.

La Sociedad Anónima es una forma jurídica relativamente contemporánea, creada para normatizar una antigua institución económica, una forma específica de asociación de capitales. Existen antecedentes comprobados, como las "Societas Publicanorum" romanas, donde un grupo de personas aportaban sus capitales y trabajo para la organización de milicias de conquista o la construcción de obras

públicas, obteniendo un derecho permanente e irrevocable sobre los beneficios de la empresa.

Posteriormente, en la edad media, algunas agremiaciones artesanales poseían características de Sociedades Anónimas. De la misma época son las sociedades "Reederi", con características similares a las de las "Societas Publicanorum" pero circunscritas a operaciones y empresas de navegación. Aparentemente estas "Reederi"mas que una forma de aglutinar capital, eran mecanismos de diversificación de riesgos dadas la alta peligrosidad de las aventuras marinas.

En Colombia, según Ospina Vásquez, "Las asociaciones de capital, la Sociedad Anónima, especialmente, tuvieron mucha dificultad en establecerse. Puede decirse que la empresa anónima, como forma típica de la producción en grande es cosa de este siglo, entre nosotros", pero aún así, las formas anónimas de asociación están presentes en nuestra historia de manera paralela a los intentos de industrialización, ya que sólo el ahorro social canalizado a través de acciones podía financiar estas empresas debido a lo caótico y conservador del sistema bancario.

A partir de 1.919 surge en Colombia, la Sociedad Anónima moderna, como resultado de la fusión de empresas medianas

o de absorción de pequeñas empresas por parte de otras más grandes. A partir de esa génesis se organizó en Colombia un sistema de financiamiento, que fué el primer mecanismo moderno que se puso a disposición del capital financiero para utilizar el ahorro público.

La Sociedad Anónima gozó desde 1.930 hasta bien entrado el decenio de los sesenta del virtual monopolio del ahorro de clase media, porque no existía mejor alternativa que las acciones.

Entre las fuentes de financiamiento que han utilizado las Sociedades Anónimas están las fuentes internas y externas. Como fuentes de autofinanciación cuentan las Anónimas con la depreciación y las utilidades no distribuidas, que se han visto disminuidas por una serie de obstáculos. La Sociedad Anónima colombiana se halla en una verdadera encrucijada respecto a la retención de utilidades, ya que por una parte tenemos la tributación sobre utilidades ficticias originadas por los sistemas de depreciación obsoletos que merman capacidad de expansión productiva. En los sistemas modernos, la depreciación es una nueva herramienta de estímulo a la actividad económica que se agrega a las medidas tradicionales, monetarias y fiscales, una tasa de depreciación acelerada dará estímulo a la capitalización de las empresas, mientras que la lineal



desestimula a las empresas. Entre las fuentes externas de financiación de las Anónimas, estarán las emisiones de acciones y bonos y los préstamos nacionales y extranjeros.

Como es bien sabido, uno de los aspectos más preocupantes de la evolución de la Sociedad Anónima en Colombia durante las últimas décadas ha sido, sin duda, el progresivo marchitamiento de su capitalización, que se refleja en el severo deterioro de la estructura financiera de las empresas. En efecto, el nivel de endeudamiento de las Sociedades Anónimas se ha incrementado ostensiblemente: De cerca del 30% en 1950 al 70% al inicio de la presente década. La retención de utilidades y la emisión de acciones perdieron importancia como fuentes de financiación; la última de ellas pasó de proporcionar el 34% de los recursos en 1950 a sólo el 10% en 1980.

Las Sociedades Anónimas han tenido que soportar durante mucho tiempo etapas difíciles para la formación de capital, por un lado surgen las medidas del gobierno, imponiendo ciertos gravámenes a los excesos de utilidades; disminución de las tasas de utilidades no distribuidas; por otro lado, la existencia en la economía de cierta inestabilidad monetaria ocasionadas por las influencias de tipo político e imbuidas por las medidas políticas y



económicas adoptadas en otros países, que en una u otra forma afectan a las instituciones económicas. Existen otros problemas que afectan en gran parte la formación de capital como son la depreciación y la inflación que es característica de los países en vías de desarrollo.

Por todo lo anterior, el gobierno señaló como uno de los propósitos centrales de su política económica, la capitalización empresarial tomando las medidas necesarias para lograr los objetivos. Entre las políticas están: Políticas Crediticias, creando en 1983 el Fondo de Capitalización Empresarial y el Fondo de Capitalización Financiero; Política Fiscal, tomó medidas en el área tributaria con la expedición de la Ley 9ª de 1983 constituyéndose en uno de los mayores esfuerzos realizados en favor de la Sociedad Anónima y su capitalización; otras políticas fueron: la emisión de bonos y lo referente a los inversionistas institucionales.

0.8. METODOLOGIA.

El trabajo que pondremos a consideración es de tipo descriptivo utilizando para su desarrollo el diseño bibliográfico: Para ello consultaremos fuentes primarias y secundarias. En su gran totalidad la observación es documental, consiguiendo libros, revistas y boletines emiti

dos por las mismas Sociedades Anónimas o por algunos organismos anexos a ellas. Los datos los presentaremos en tablas, cuadros y gráficos estadísticos para un mayor entendimiento de la información analizada.



1. LA SOCIEDAD ANONIMA EN COLOMBIA

1.1 ANTECEDENTES HISTORICOS

La aparición de esta forma asociativa en el mundo tiene antecedentes en las ciudades italianas del medievo, en Holanda y en Inglaterra.

El derecho Romano regulaba un tipo de organización llamada "Societas Vectigalium Publicanorum", en la que concurrían socios denominados mancipes quienes proporcionaban capital y trabajo y quedaban ligados por el importe de los mismos. Sus características principales eran:

- a. Estaban dotados de personalidad jurídica.
- b. El capital se dividía en partes cesibles.
- c. Su principal objetivo consistía en organizar milicias de conquista o la construcción de grandes obras públicas y casi siempre, en obtener del estado el arrendamiento de

impuestos.



BIBLIOTECA UNIVERSITARIA
Fernández de Madrid
Universidad de Zaragoza

d. Los socios obtenían un derecho permanente e irrevocable sobre los beneficios de la empresa. La realización de las actividades requería de grandes capitales, aportados por numerosas personas (los Partipantes o Publicanis) quienes podían transferir libremente sus derechos a terceros y éste sobrevivía a la muerte del socio. Pero, los que podían dirigir la empresa eran los socios mancipes.

En la edad media se mencionan dos antecedentes italianos: los "montes" o "compere" y las "maone" (ayuda). Caracterizadas ambas por una nota esencial, cual es la de tratar de resolver el agudo incremento de riesgos de la empresa capitalista naciente, cuyos costos habían adquirido un volumen muy apreciable, repartiéndolos entre un gran número de interesados que tenían un tope a su responsabilidad.

Nicola Gasperoni afirmaba que la

Génesis histórica y lógica de la acción va unido a aquellos empréstitos que las ciudades italianas hacían ya en el siglo XV, para atender con los fondos así reunidos a las necesidades públicas, y que el estado garantizaba concediendo la exacción privilegiada de los impuestos. Las sumas obtenidas mediante esos empréstitos entraban a formar parte de una caja única (massa, monte o maona) y figuraban inscritos en un registro público y se fraccionaban en un cierto número de cuotas iguales (partes, loca). A petición de los interesados



se emitían certificados de las inscripciones en el libro. Y los Biglieti di Cartulario, que demos traban el derecho a los beneficios. Tales certificados y Biglieti eran simples documentos probatorios, o sea, constituían una prueba de derecho a percibir los beneficios correspondientes al empréstito, que sin embargo también podían percibirse sin esos documentos, pues, era suficiente la anotación hecha en aquel libro cartulario¹.

Joaquín Garrigues afirma que la moderna sociedad anónima tiene ciertas semejanzas con las asociaciones de acreedores que se formaban en las ciudades italianas medievales, a raíz de los empréstitos que tomaban los gobiernos municipales y explica

Ante la imposibilidad de pagar los cuantiosos intereses, los gobiernos concedían a sus acreedores el derecho a cobrar los impuestos. Las asociaciones de acreedores daban lugar a la formación de las sociedades llamadas *mons, massa, meona*, cuyo capital estaba formado por la suma prestada. Entre las múltiples sociedades de este tipo se destaca la llamada Casa Di San Giorgio, en Génova en que se daban dos notas características de la moderna sociedad anónima: la responsabilidad limitada al importe del crédito de cada una y la división del capital en partes iguales y transmisible (*loca, loca camperarum*). Espíritu de lucha y carácter corporativo de la asociación, que al principio faltaban, se perciben ya claramente a principios del siglo XV, cuando la casa di San Giorgio se convierte en el Banco Di San Giorgio, por haber asumido actividades bancarias lucrativas (1407). A imitación del Banco Di San Giorgio nació en Milán el Banco Di San Ambrogio en el año

¹ GASPERONI, Nicola. Las acciones de las sociedades mercantiles. Editorial revista del derecho privado. Madrid, 1950. p.69.

1592 y se transformó en banco por acciones en el año 1598².

En Holanda tenemos las sociedades de armadores de los puertos del mar del norte y del atlántico. Estos condominios navales se caracterizaron por la limitación de la responsabilidad y la incorporación de las participaciones de los asociados en documentos de fácil circulación que reflejaban la ausencia del "Intuitus Personae" y en su lugar la prevaencia del "Intuitus pecuniae", caracteres que fueron adoptados por las grandes compañías de indias.

En los puertos del mar del norte y del atlántico aparecieron compañías mercantiles, que tienen su origen en la lucha por las colonias de ultramar realizadas por las grandes potencias del siglo XVII y en los que se persigue con gran nitidez los rasgos de la moderna sociedad anónima. Producto de estas luchas fue la creación de las grandes compañías coloniales que constituyeron el antecedente más directo de nuestra moderna sociedad por acciones. La primera fue la Compañía Holandesa de las Indias Orientales que surgió en Holanda el 20 de marzo de 1602 de la

²GARRIGUES, Joaquín. Curso de Derecho Mercantil. Editorial Porrúa. Primera edición. México, 1977. p.409.

asociación de ocho compañías de navegación, a iniciativa de los "Estados Generales" por razones políticas y militares, luego se sucede la fundación de otras compañías similares. Compañía Inglesa de las Indias Orientales (1612), Compañía Sueca fundada en 1615 por el rey Gustavo Adolfo; Compañía Danesa de las Indias Orientales (1616), Compañía Holandesa de las Indias Occidentales (1621) y Compañía Francesa de las Indias Orientales y Occidentales (1664). Estas compañías eran instrumentos usados por las monarquías para prolongar el ámbito del poder real y como su naturaleza fue más pública que privada, siempre requirieron una ley especial, un edicto o una carta patente del soberano. En un estricto sentido, eran entes estatales.

El uso de la palabra acción en las compañías de Indias se remonta al año de 1606 con el significado de pretensión judicial para obtener el dividendo. Como estas compañías entrañaban costos y riesgos ingentes, por eso sus dividendos eran inseguros y distaban mucho de las rentas más o menos fijas de los montes o maonas medievales. La negociación de la acción y los riesgos inherentes a ella se hizo imprescindible debido al incremento de las grandes compañías, lo cual dió origen a las acciones al portador, la libre transmisibilidad de la acción fue una característica constante al punto que se negociaban en bolsas,



especialmente la de Amsterdam.

En Inglaterra a mediados del siglo XVI se habían formado unas seis compañías generales y la corona participaba de los beneficios de manera no oficial; pero, debido a la gran penuria de capitales la empresa de piratas de Francis Drake fue organizada por acciones, con un capital de 5.000 libras en el que participó la reina Isabel y al canzó en pocos años la cifra de 600.000 libras de ganancias, de las cuales la mitad fue para la monarquía inglesa.

Las compañías inglesas fueron producto de la colaboración entre comerciantes y aristócratas. En contraste con las otras del continente, éstas tienen un carácter más eclesiasta. Nacen y se desarrollan sobre una base democrática, precisamente por su composición personal restringida y con base en la igualdad. Una "carta" autoriza a regirse por sus propias leyes aprobadas mayoritariamente en asamblea general, configurada como órgano soberano que elegía a sus administradores. Existía autonomía o escasa dependencia respecto del estado: no había ninguna intromisión por parte del estado en los asuntos internos ni siquiera a nivel normativo. Dice Carmen Alborch Bataller:

En todo momento las compañías Inglesas no solo res

87

ponden a la iniciativa privada sino que también la fomentan, basándose en el autogobierno. Hasta tal punto gozaban de autonomía y pretendían con servarla, que los administradores de la "East India Company" no admitieron como accionista a Jacobo I, en 1624, pretextando que la participación del rey transformaría la empresa en propiedad real, dada la imposibilidad de una compañía que comprendiese al rey y a sus súbditos³.

A lo largo de más dos siglos imperó en Europa el sistema de la concesión como paso previo para poner en funcionamiento una sociedad por acciones. Se dictaba un edicto, un "octroi" o "royal charter" para cada compañía, con lo cual se le daba nacimiento y personalidad, se señalaba su objeto, en síntesis, su régimen legal. Este sistema perduró en Francia hasta 1791, año en que la Asamblea Nacional proclamó la libertad de comercio. El sistema de libertad absoluta condujo a una ola de fraudes y estafas, lo que impulsó al gobierno a prohibir toda compañía. En 1807 se promulgó el código de comercio con el cual se consagró el sistema de la autorización para las sociedades anónimas, que consistió en adscribir a organismos oficiales el otorgamiento del permiso para funcionar y la vigilancia ulterior. Este sistema fue acogido en casi todas las legislaciones que se inspiraron en el estatuto de Napoleón, bajo diferentes modalidades.

³ ALBORCH, Carmen. El derecho del accionista. Editorial Tecnos. Madrid, 1977. p. 45 - 46

Así se operó el tránsito de la sociedad anónima del derecho público a la órbita del derecho privado, sin desatender el interés público. Tal sistema tiene dos etapas complementarias:

- a. La autorización.
- b. El control de la administración, pues el permiso sin la adecuada vigilancia subsiguiente carece de objeto práctico.

Del anterior recuento histórico podemos inferir las siguientes conclusiones:

- 1. Las sociedades por acciones aparecen en la historia de la Economía y del Derecho cuando se hacen necesarias estructuras jurídicas especiales para el desarrollo de grandes empresas que requieren el concurso de ingentes capitales. Esta necesidad determinó que se ofreciera al inversionista la limitación de su responsabilidad pecuniaria y la facilidad para recuperar en cualquier momento los dineros invertidos.

Las acciones nacieron como simples documentos probatorios o identificadores, lógicamente, nominativos, que se expedían previo registro en un libro y se transmitían por una

declaración hecha ante la sociedad que se hacía constar en el mencionado libro. Luego se facilitó su transferencia mediante anotaciones al dorso del título, procedimiento que la costumbre mercantil fue dotando de autonomía, al punto de que más tarde la transferencia se hizo sin necesidad de registro, y así surgieron las acciones al portador. Y cuando las acciones empezaron a ser consideradas como títulos valores, cobró más importancia la distinción entre acciones nominativas y acciones al portador.

2. Las grandes compañías colonizadoras fueron sociedades por acciones y de ellas arrancan algunas características propias de las actuales anónimas. Los principales rasgos de tales compañías se cristalizaron en el código de comercio francés de 1807, del cual pasaron a las legislaciones que se inspiraron en dicho código.

3. Los rasgos que particularizaron a la sociedad por acciones fueron:

- La limitación de la responsabilidad pecuniaria de sus asociados.
- La división del capital en partes alicuótas.
- La representación del capital en títulos negociables.
- La posibilidad de suscribir acciones en la medida del interés y de las disponibilidades del inversionista.



40

Los caracteres que mayor fisonomía han dado a las sociedades por acciones, son el fraccionamiento del capital en títulos de igual valor y la libre negociabilidad de los mismos. Sin embargo, dentro de la expresión genérica de "Sociedades por acciones", el arquetipo es la anónima por que en todos los aspectos prima el "intuitus pecuniae" y lo que importa no es la personalidad del asociado sino el volumen del capital que éste aporta.

1.2 APARICION DE LA SOCIEDAD ANONIMA EN COLOMBIA

1.2.1 En la Colonia.

En Colombia las asociaciones de capital, la Sociedad Anónima, especialmente, tuvieron mucha dificultad en establecerse. Puede decirse, que la empresa anónima, como forma típica de la producción en grande, es cosa del siglo XX, entre nosotros.

Para las empresas de conquista y colonización, allende los mares, las monarquías europeas, excepto la de España, optaron por constituir las famosas compañías de Indias, tanto orientales como occidentales. Los Reyes Católicos, en cambio, crearon en 1503 La Casa de Contratación de las Indias, con asiento primero en Sevilla y posteriormente en Cádiz, como organismo estatal encargado del registro de

navios que zarpaban para el nuevo mundo, el reclutamiento de colonos, el control de inmigración o las tierras recientemente descubiertas, la preparación y envío de flotas y más tarde como tribunal que resolvía los asuntos relacionados con el tráfico de las posesiones en América.

Durante el dominio peninsular hubo sociedades de personas dedicadas especialmente al comercio, sin embargo se tiene noticia de una compañía por acciones, que se formó en tiempos del Virrey Caballero y Góngora, para explotar las minas de Almaguer. Su capital inicial fue de 25.000 pesos y posteriormente se aumentó a 40.000 pesos. Con el correr de los años trasladó su centro de operaciones a Quebralomo (Vega de Supía) y al parecer subsistió hasta mediados de la cuarta década del siglo pasado, cuando una compañía inglesa tomó por arrendamiento las minas de Supía y Marmato.

Conseguida la independencia respecto del reino español, el derecho privado hispano continuó rigiendo por mandato expreso de preceptos constitucionales. En efecto, el artículo 188 de la constitución de 1821 dispuso "se declaran en su fuerza y vigor las leyes que hasta aquí han regido en todas las materias y puntos que directa o indirectamente no se opongan a ésta constitución ni a los decretos o leyes que expidiere el Congreso". De manera que en cuanto concierne a las sociedades y, en general, a toda la mate

ria mercantil, imperaron las ordenanzas de Bilbao y tal como ocurrió en otros países hispanoamericanos, dichas ordenanzas se mantuvieron vigentes en lo esencial, inclusive mucho tiempo después de haber sido derogadas en España por el código de comercio promulgado en 1829.

En el país el diezmo se convirtió en una forma institucional de ahorro forzoso que fué capitalizado por las instituciones religiosas o por organismos similares convirtiéndose éstos en las primeras y casi exclusivas fuentes financieras. Aunque el desmontaje colonial que precedió a la independencia restó poder económico a las comunidades religiosas, el crédito no fué accesible a los empresarios industriales en sus tímidos intentos iniciales. Razones por las cuales desde el comienzo de la Sociedad Anónima fue una forma financiera indispensable y permitió el desarrollo de las pocas industrias que surgieron en el siglo pasado.

1.2.2. En la República

En los primeros 25 años del siglo XIX no se habían constituido las Sociedades Anónimas en Colombia. Fue hasta el año de 1827 cuando el Congreso de la República concedió privilegio exclusivo por 15 años a un consorcio Franco Colombiano, convirtiéndose éste en una sociedad anónima

consolidada contituyéndose en la empresa de Ferrería de Pacho (Cundinamarca). Al cumplir los 15 años se reanudó la explotación hasta 1896, cuando se vendieron las últimas existencias y se clausuró definitivamente la producción.

Otra de las sociedades anónimas que aparecieron en ese tiempo fué la fábrica de tejidos de algodón, que se constituyó en 1836 a juzgar por relatos en los que se alude a personajes que adquirieron acciones, pero esta fábrica, al igual que otras de esa época se estancaron, debido al empobrecimiento colectivo, la falta de vías, la aguda escasez de capital, la elevación de las tasas de interés, desprotección de la incipiente industria nacional y a la primera guerra civil que se prolongó hasta 1842, frenando así el impulso del desarrollo económico.

En 1846 se da el caso de la primera anónima de economía mixta; el estado participó en el capital de la sociedad debido a la perspectiva de la liquidación de la "Compañía de Santa Marta" para la navegación del río Magdalena, permitiéndole al gobierno suscribir acciones en ella. Esta compañía al igual que el primer imperio de industrialización en Colombia se llegó a frustrar debido a la llegada de un capital extranjero al país, implicándose en negocios de minas y tabaco y a la tarifa arancelaria de 1850 elaborada por Florentino González.

47

BIBLIOTECA
Fernández
Universidad
de Madrid
de Cartagena

Los conflictos civiles de la década de 1840 - 1850 conllevaron un largo período de declinación económica y de estancamiento industrial. Además, la guerra produjo una crisis financiera en medio de la cual se desató una escasez de capital, elevando las tasas de interés en forma exagerada y llevando a la quiebra los pocos esfuerzos industriales prósperos que había dejado la década anterior.

Durante el siglo XIX ésta situación se repetía siendo la inestabilidad del régimen político un factor decisivo en la lenta evolución de la sociedad anónima.

Siendo presidente el General José María Obando, se expide el código de comercio de 1853 y en su título dos trata sobre las formas de asociación y específicamente da la primera reglamentación nacional a las sociedades anónimas.

Según Perez Arana:

El código al que nos referimos nos habla en fin en forma sumaria de la sociedad anónima, dejando en ésta materia múltiples pero explicables deficiencias, por cuanto en aquella época los legisladores carecían de la suficiente experiencia en la materia, ya que las sociedades anónimas, debido a la intranquilidad social de aquel entonces y como consecuencia del poco desarrollo económico del país impidieron que las sociedades comerciales alcanzaran un grado apreciable de desarrollo.



A partir de 1850 se nota un profundo estancamiento en la actividad industrial y en las formas de asociación de capitales debido principalmente a la secuencia casi ininterrumpida de conflictos civiles, la inestabilidad política y legislativa y la falta de una consolidación real de las instituciones gubernamentales. Esta situación se prolonga hasta 1870 donde ayudando a la inestabilidad política, las políticas librecambistas y la inestabilidad de los mercados crearon una situación donde existe "poco espíritu de empresa, mucha desconfianza y ningún movimiento de asociación industrial."

Fue solo hasta la década del setenta cuando se dió la primera estructuración de la banca debido a la ley 79 de ese año que estableció el patrón Oro para nuestra moneda, así mismo podría llamarse el segundo intento de industrialización, con la aparición de establecimientos bancarios, la expansión del mercado interno y la aparición de sociedades anónimas, que dada su magnitud, rebasaron con sus actividades los confines provinciales y adquirieron proyección nacional. Así en 1870 se fundó el Banco de Bogotá, en 1872 se fundaron cuatro bancos: el de Cauca (Popayán), el de Santander (en Bucaramanga), el de Bolívar (en Cartagena) y el prendario de Soto en Bogotá. En 1874 se fundaron las compañías colombianas de seguro y la compañía fabricante de Cundinamarca. En 1875 surgió el banco de Colombia. En

1877 se constituyó la compañía de chocolates Chávez. En 1877 apareció otra anónima de economía mixta en Bogotá como fue la compañía de alumbrado de gas. En 1878 el estado de Boyacá adquirió la ferrería de Samanca y, formó una sociedad de economía mixta para explotarla, la cual se clausuró como ferrería en 1884, pero subsistió hasta 1896 como fábrica de textiles.

La aparición de las instituciones bancarias favorecen a las sociedades anónimas, porque modernizan el mercado de capitales y abren nuevos cauces para captar el ahorro de los tradicionalmente muy evasivos pequeños inversionistas, muchos de estos bancos eran sociedades anónimas y se convirtieron en accionistas de sociedades anónimas o prestaban capital a empresas en dificultades financieras. Estos desarrollos se ven truncados por la guerra civil de 1875, que lleva a la crisis a muchas de las sociedades anónimas fundadas en los años anteriores de apogeo. Esta crisis de origen político se combinará con otras cambiarias y económicas para paralizar el desarrollo empresarial hasta casi 1910.

Rafael Núñez sube al poder en 1880 y establece una política claramente proteccionista que estimula la industria. Con la expedición de la ley 40 que aprobó una tarifa arancelaria proteccionista y la creación del Banco Nacional,



el cual tuvo influencia en la vida económica y el régimen monetario del país hasta entrado el presente siglo. Pero, los efectos de una política proteccionista se ven reducidos por la disminución sustancial de los mercados de los productos de exportación limitando así la capacidad de compra en el exterior. Solo en la región de Antioquia se nota algún desarrollo industrial según algunos historiadores, dicho desarrollo se explica por la solvencia financiera que dan las formas de asociación de la minería.

En cuanto al régimen adoptado por las sociedades anónimas a principios del siglo XIX, puede decirse que fué instituido por el código de comercio francés de 1807 y fué seguido en el código de comercio de Panamá, calçado textualmente del estatuto comercial de Chile de 1857, estando tal sistema en descrédito, el cual fué abandonado por la ley francesa (1863), después por la alemana (1873) y por el código de comercio de Italia (1882), pero fue sustituido por el sistema de la libertad reglamentada. La Ley 57 de 1887 adoptó para toda la nación el código de comercio terrestre que venía rigiendo desde 1869 en el estado soberano de Panamá y estipuló que los bancos debían funcionar bajo condiciones legales y que para establecer nuevos bancos se requería de la autorización del gobierno, así mismo que el gobierno ejercería sobre los bancos el derecho de inspección y vigilancia. Este régimen del código del co



mercio no fomentaba la formación de sociedades anónimas, porque se prohibía la autorización si el capital no era proporcional a la magnitud de la empresa, o si los estatutos no ofrecían a los accionistas garantías de buena administración, medio de vigilar las operaciones de los gerentes y el derecho de conocer el empleo de los fondos sociales.

Hasta el momento las sociedades anónimas se venían reglamentando por el código pertinente del estado de Panamá adoptado por la nación. Este código contemplaba realidades ajenas a nuestras necesidades, en donde establecían una reglamentación excesiva y delicada que eran adecuadas para los países de avanzado desarrollo económico pero no para un medio como el nuestro que necesitaba un rápido fomento de tales sociedades, por tal motivo se creó la Ley 27 de 1888. Otros aspectos que hicieron necesaria la expedición de la Ley de 1888 de corte intervencionista en la sociedad anónima fueron la diversificación de estas sociedades, la aparición y estabilización del sistema bancario y la vinculación progresiva del pequeño inversionista a las empresas y el hecho que el gobierno proteccionista estaba otorgando subvenciones, créditos subsidiados y concesión a las empresas. Bajo éste nuevo régimen funcionaron todas las compañías existentes y se constituyeron otras como la fábrica de tejido de Samacá, Bavaria, fábrica de envases fe

nicios, etc.. Pero, la situación de la sociedad anónima se veía amenazada por la agitada situación política que padecía el país, la falta de mercados, las dificultades en el transporte y sobretodo "la guerra de los mil días" de fines del siglo prolonga la crisis económica en que está sumida la República desde 1890, sobreviviendo sólo así aquellos que empleaban un cien por ciento materias primas nacionales, las que tenían una demanda constante y firme como la de textiles, lozas, cervezas, alfarería, etc.. En 1902, pasado el conflicto civil, estas pocas industrias que sobrevivieron quedan paralizadas parcialmente haciéndose indispensable recurrir a los importadores para suplir la demanda interna, viéndose obligado el gobierno a desmontar las barreras arancelarias.

El estancamiento se mantiene hasta el gobierno de Reyes que emprende un vigoroso plan de ensanche vial tanto en carreteras como en ferrocarriles. Esta demanda generada por el sector público estimula la industria del cemento y del hierro especialmente en Antioquia donde una demanda creciente de servicios financieros permite una modernización considerable en el mercado de capitales para 1915.

Con la primera guerra mundial remata un período adverso para la sociedad anónima. Esta guerra trae una serie de restricciones a la importación de maquinarias y materias

primas, a su vez otorga una protección no legal a la industria, al retirarse los países desarrollados de los mercados internos. Esta ausencia de competencia estimula la producción industrial en general y permite el surgimiento de algunas fábricas de bienes de capital intermedios e insumos para la industria, ramas éstas que también hicieron operaciones como sociedades anónimas. Esta fuerza que dá la década 1810 1920 al desarrollo industrial se plasmará finalmente en la década 1920 1930, tal vez la más importante para el desarrollo industrial y la sociedad anónima en Colombia a pesar de comenzar la crisis financiera y cambiaria de 1920.

Después de algunos años el país comenzó a salir lentamente de su postración, siguiendo un período de creación, transformación o fusión de sociedades pequeñas para robustecer otras y darle mayor capacidad en la medida que las vías de comunicación ampliaban los mercados, y facilitar la captación de recursos financieros. El proceso se inicia en 1904 con la producción de gaseosas, "La empresa Posada Tobón" que se transformó en sociedad anónima en 1917. Luego se pasa a la fosforería donde la compañía "Fósforos de Colombia" controlaba hacia 1930 el 85% de la producción. La empresa "Cruz Roja" se transforma en la compañía nacional de chocolates como sociedad anónima y controlaba muchas de las fábricas. En 1919 se crea la Compañía Colom

biana de Tabaco que tras de fusionar a varias empresas consigue en 1924 el monopolio de la fabricación de cigarrillos y se constituye en sociedad anónima. En 1921 un grupo de tenerías se fusiona en la Empresa Colombiana de Curtidos la que también se organiza como sociedad anónima. Además de las anónimas, Colombia contaba con dos pilares básicos para el mercado de capitales, como son el Banco de la República creado en 1923 como banco central de emisión, alrededor del cual se organiza la banca nacional, y la Bolsa de Valores de Bogotá, creada en 1928.

El desarrollo de la sociedad anónima durante este período se debe a factores adicionales. En primer lugar, a pesar de la modernización bancaria que trajo la misión Kemmerer, el mercado bancario no estaba capacitado sino para las operaciones de tipo comercial y hacía falta un mercado para los papeles de rendimiento fijo que pudieran emitir las empresas; las emisiones de ese género eran prácticamente desconocidas. La única alternativa, dadas estas condiciones del mercado de capitales, era recurrir al ahorro privado, por medio de la colocación de acciones aún para financiar operaciones a relativo corto plazo. En segundo lugar encontramos el hecho de que las sociedades anónimas de esta época presentaban una exagerada concentración del poder decisorio, poder que no correspondía al monto de los aportes de los accionistas que la controlaban. La costum



bre de conceder autoridad casi absoluta a la familia o a la persona fundadora de la empresa estaba muy difundida. El tercer factor es la carencia casi total de la legislación reguladora de sociedades anónimas. Las pocas leyes vigentes, con un cariz tímidamente intervencionista, carecían de aplicabilidad ya que estaban diseñadas para controlar empresas que usufructuaron privilegios del estado (créditos de gobierno por ejemplo), que eran pocas, dada la situación de bonanza por la que transitaba nuestra economía en esa época. Esta situación permitía una gran libertad en los manejos económicos de las empresas y con pocos riesgos legales siendo esto un atractivo importante para los empresarios.

El progreso acelerado de las sociedades anónimas permitió la creación en 1928, de la "Bolsa de Bogotá", institución indispensable para facilitar el contacto entre los ahorradores y los empresarios y para darle seguridad y seriedad al mercado de valores e institucionalizar los mecanismos de transacción bursátil. Para 1929, las acciones constituían el 67% de las transacciones en bolsa y el resto correspondía a papeles de renta fija y a bonos del estado.

La administración de Pedro Nel Ospina (1922-1926) dió un vuelco al país en materia de obras públicas y operó una transformación en las prácticas y sistemas fiscales, y en



el régimen monetario bancario. Estas reformas estuvieron basadas en las recomendaciones de la misión Kemmerer, que en resumen, lo que hizo fué crear un nuevo sistema fiscal, monetario, de contraloría y bancario. Las consecuencias de estas reformas para la sociedad anónima fueron notables. A estas circunstancias se le suman los índices de modernización (progresos en el sistema vial tanto en carreteras como en ferrovías y la expansión industrial al establecerse un real mercado nacional que operaba en las principales localidades urbanas) y la excelente situación de reservas, factor definitivo, que fue consecuencia de los incrementos en los precios y en el volumen de las exportaciones del café y de los primeros pagos por la indemnización de Panamá.

El decenio siguiente comienza con la depresión económica y sus efectos sobre los países exportadores de materias primas. Colombia ve reducirse progresivamente el valor y el volumen de sus exportaciones de café a partir de 1930. El índice de capacidad de importaciones pasa de 185 en el año de 1925, a 102 en 1930. La crisis cambiaria que vino acompañada de una reducción en los excedentes financieros, y la caída aguda del consumo agravó la situación financiera de las sociedades anónimas que recurrieron a dos expedientes usados anteriormente: la consolidación de empresas menores (Cervecería Unión, Consorcio Bavaria, Textiles la



Constancia, etc.) y la emisión de acciones cuya colocación se hizo entre muchos pequeños accionistas. Gracias a la sociedad anónima se pudieron captar los cuantiosos recursos financieros requeridos para industrializar al país en momentos en que aún se hacían sentir los efectos de la gran depresión y cuando el número de ahorradores era excesivamente pequeño. Esta institución popularizó la inversión industrial y asimiló el ahorro y trayendo hacia la industria 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. En consecuencia se fortalece el perfil oligopólico de los mercados de consumo, dada la consolidación y la fusión, además de la concentración financiera, por la emisión de acciones. En estos años de crisis, específicamente en 1931 (5 de mayo), se promulgó la Ley 58 sobre sociedades anónimas, que busca ejercer un control y una supervigilancia sobre las sociedades anónimas, para lo cual se crea la Superintendencia de Sociedades.

A partir de 1934 se da un fuerte proceso de recuperación industrial que continuará hasta 1937 y se ve truncada por errores en la política cambiaria. La expansión del medio circulante y bruscas devaluaciones del dólar, llevaron el cambio oficial a un 175%; ésta situación desemboca en un

estancamiento de los niveles de los consumos del mercado, determinado por la inflación de precios, y dificultades financieras para las empresas ocasionadas por el encarecimiento de costos y la devaluación; en el año de 1938 prácticamente no hubo crecimiento de la producción industrial. Aquí aparece nuevamente, la emisión de acciones como importante mecanismo para recuperar la sociedad anónima y en 1939 las tasas de crecimiento industrial son positivas.

En los años de la segunda guerra mundial, el ahorro y el consumo, estimulados por las alzas del café, impulsaron un crecimiento muy considerable a los precios de las acciones. El índice (1934 = 100), pasa de 113.8 en 1940 a 201.6 en 1945, esto desata una serie de movimientos especulativos por parte del "capital dirigente" aprovechando los buenos precios de las acciones en éste período; muchas empresas se dedican a la "capitalización de reservas", que no es más que traducir sus utilidades en emisiones de acciones que se colocan por su valor nominal en su gran mayoría entre los "principales" accionistas. Aparentemente, esto les facilitó la evasión de impuestos por excesos de utilidades a las empresas, y a los accionistas una rentabilidad mucho mayor después de colocar éstas acciones por precios mayores que los nominales.

Terminada la guerra se empiezan a entrever dos tendencias

importantes, por sus consecuencias en las sociedades anónimas. Por un lado, las fuentes de recursos de inversión de las sociedades pasan de ser los aportes de capital a convertirse en la capitalización de utilidades y principalmente los préstamos. La participación de las acciones dentro del mercado bursátil por consiguiente empieza a descender de manera similar. En 1946 era del 77.5%, pasa al 81.4% en 1952, 84.5% en 1957 y empieza a descender hasta el 12.9% en 1977 y así sucesivamente. Este cambio de política económica de las empresas, se explica por las medidas fiscales que pesan sobre las sociedades anónimas y significa una transformación total de la actitud que se vió hasta 1940, donde la mayoría de los recursos de capital de las empresas eran obtenidos por medio de la colocación de acciones; supuestamente la rentabilidad de los accionistas ha bajado y esto aleja a posibles inversionistas. Realmente lo que ocurre es que las condiciones sumadas a la aparición del crédito de fomento hace más rentable, en términos de utilidades y de poder para los grupos que controlaban la sociedad anónima, la no emisión de acciones. Así la participación de los créditos y préstamos gubernamentales dentro del total de fuentes de financiación aumenta.

Otra tendencia que se observa en las sociedades anónimas, es utilizar sus recursos financieros en proporción creciente para inversión financiera, en vez de hacerlo en ca

pital fijo. Además, en los últimos años se ha notado que el público (incluyendo las sociedades anónimas), tienden a invertir en papeles diferentes a acciones como consecuencia de la disminución de rentabilidad de los últimos, concentrándose el mercado bursátil en los "papeles estrellas". Por otro lado, el índice de cotización de las acciones, según el índice total, se ha mantenido muy por debajo de los índices de inflación. La sociedad anónima ha venido acudiendo cada vez menos directamente al público, pero esto no quiere decir que en el pasado la sociedad anónima fuera abierta, y menos como consecuencia de una voluntad o política de democratización de la propiedad industrial. Hoy en día existen otros mecanismos más atractivos, y por ese motivo, la constitución de sociedades anónimas se da, en gran parte, no por sus "tradicionales ventajas financieras" sino por conveniencias de tipo legal. Por tal razón, el número de compañías inscritas en bolsa, que es un excelente indicador de la evolución de las sociedades anónimas abiertas, se mantiene relativamente estático, y va en creciente disminución frente al número de sociedades anónimas que existen.



2. MERCADO DE CAPITALS

2.1 ASPECTOS GENERALES

2.1.1 Definición

Conjunto de instituciones financieras que canalizan las ofertas y demandas de préstamos financieros a largo plazo. Incluye a prestatarios y prestamistas, oferentes y demandantes de títulos de riqueza de creación nueva y se transan también con títulos valores en existencia. El mercado de capitales de fondo a largo plazo es diferente del mercado monetario o de dinero que trata con fondos de corto plazo.

2.1.2 Función e importancia

La función que cumple un eficiente mercado de capitales es la de asignar el ahorro de la comunidad hacia las inversiones más rentables económica y socialmente.

La existencia de un mercado de capitales permite a la Sociedad Anónima cumplir uno de los más fundamentales papeles que le corresponde en la economía, cual es el de canalizar los recursos del país, hacia inversiones productivas. Dicho en otras palabras, la existencia de un mercado de capitales es un requisito previo, consustancial a la propia existencia de la sociedad anónima, que al fin y al cabo no es nada distinto a una organización jurídica apta para captar ahorro público y dirigirlo hacia los fines de la empresa.

El desarrollo industrial colombiano requerirá indudablemente entrar en la fase de producción de bienes de capital y de industria pesada en una etapa posterior. Es esta una evolución que requerirá de sociedades cuya estructura financiera soporte grandes inversiones con rentabilidad tardía, cosa que necesitará el aporte de grandes volúmenes de capital riesgo con razonables tasas de endeudamiento. Naturalmente, esta fase de nuestro desarrollo industrial no sería posible sin la existencia de un mercado de capitales activos.

2.2 ASPECTOS LEGALES E INSTITUCIONALES

2.2.1 Régimen General

Mediante el Decreto 1211, del 12 de Julio de 1972, se asignó a la Junta Monetaria la función de fomentar, estimular y racionalizar el mercado de capitales en el país.

En cumplimiento de la mencionada función, la Junta Monetaria debe presentar al Presidente de la República, en forma periódica, proyectos de aquellas medidas que se consideren indispensables para regular el mercado de capitales en el país y para ejercer su control financiero en armonía con la política monetaria y de crédito.

2.2.2 Organismos Reguladores

Además de Junta Monetaria que tiene una función reguladora de carácter general en el mercado de capitales a un nivel más específico intervienen, como organismos reguladores, la Comisión Nacional de Valores y la Superintendencia Bancaria.

2.2.2.1 La Comisión Nacional de Valores

Fue creada mediante la Ley 32 de 1979 y tiene como función general "estimular, organizar y regular el mercado público de valores".

Para desarrollar éste objeto, la comisión interviene en



la actividad de los siguientes sujetos:

- Las sociedades emisoras de valores.
- Las bolsas de valores.
- Las sociedades comisionistas de bolsa.
- Las sociedades administradoras de inversión.
- Los corredores independientes.
- Los inversionistas que participan en el mercado público de valores.

Son funciones específicas de la Comisión Nacional de Valores, entre otras, las siguientes:

- Organizar y llevar el registro nacional de valores y de intermediarios, el cual será de carácter público.
- Adoptar las medidas necesarias para promover el desarrollo del mercado de valores.
- Fijar las condiciones para la admisión de los miembros de las bolsas de valores, atendiendo a la idoneidad profesional y a la solvencia moral de los interesados.
- Disponer que determinadas transacciones se lleven a cabo obligatoriamente en bolsas de valores, siempre y cuando tal medida busque la realización de los objetivos de



la Comisión y se refieran a operaciones con documentos inscritos en ella.

- Solicitar a las Bolsas de valores, comisionistas y emisores de documentos inscritos en el Registro Nacional de Valores, o hacer por sí misma, la publicación de las informaciones que estime conveniente para el desarrollo del mercado de valores, relacionadas con la seguridad de las inversiones.

- Fijar los límites de las comisiones, emolumentos o cualquier otra retribución que puedan cobrar los intermediarios del mercado de valores, por los servicios que presten.

- Adoptar las medidas de carácter general que se requieran para proteger los sanos usos o prácticas, que deben observarse en el mercado de valores.

2.2.2.2 La Superintendencia Bancaria

Fue creada mediante la Ley 45 de 1923. De conformidad con el Decreto 125 de 1976, la Superintendencia Bancaria tiene, entre otras, la función de "proyectar las decisiones administrativas necesarias para el control y la vigilancia de las sociedades administradoras de fondos de inver



63

sión, fondos mutuos de inversión y bolsas de valores o de productos". Además, debe "estudiar y aprobar las reformas de los estatutos, reglamentos, tarifas y comisiones de las bolsas de valores o de productos".

2.2.3 El Mercado Nacional de Valores



Según el Artículo 6º de la Ley 32 de 1979, "conforman el mercado público de valores: la emisión, suscripción, intermediación y negociación de los documentos emitidos en serie o en masa, respecto de los cuales se realice oferta pública, que otorgue a sus titulares derecho de crédito, de participación y de tradición, o representativos de mercancías".

2.2.3.1 Oferta Pública

Para que un documento forme parte del mercado público de valores, es requisito indispensable que respecto a él se realice oferta pública.

Según el Artículo 6º de la Ley 32 de 1979, se entiende por oferta pública, aquellas que se dirija a personas no determinadas, o a un sector o grupo de personas determinadas o que se realice por algún medio de comunicación masivo para suscribir, enajenar o adquirir documentos que



otorgue a sus titulares derecho de crédito, de participación, de tradición, o representativos de mercancías. La oferta pública puede presentarse tanto en el mercado primario como en el secundario. Para realizar una oferta pública se requiere:

- Inscripción del documento en el Registro Nacional de Valores.
- Autorización del Presidente de la Comisión Nacional de Valores.

2.2.3.2. Sujetos que intervienen en el Mercado Público de Valores

2.2.3.2.1 Sociedades Emisoras

Las Sociedades Emisoras de Valores, vigiladas ya sea por la Superintendencia Bancaria o por la Superintendencia de Sociedades, son objeto de reglamentación por parte de la Comisión Nacional de Valores, cuando deseen participar en el mercado público de valores, ya sea mediante oferta pública de compra o de venta.

2.2.3.2.2 Bolsas de Valores

65

REGISTRO MUNICIPAL
FOTOCOPIA

Las bolsas de valores son establecimientos mercantiles cuyos miembros se dedican a la negociación de toda clase de valores y demás bienes susceptibles de éste género de comercio, cuyo funcionamiento se halla regulado en Colombia por el Decreto 2969 de 1960. Según el Artículo 27 del Decreto 2920, del 8 de Octubre de 1982, estas entidades están sometidas al control y vigilancia de la Comisión Nacional de Valores. Son objeto de las negociaciones de bolsa, previa su respectiva inscripción, de compra y venta de los siguientes valores:

- Bonos y otras obligaciones emitidas por entidades de derecho público y establecimientos oficiales y semificiales.
- Bonos y otras obligaciones emitidas por sociedades comerciales legalmente constituidas.
- Acciones y bonos emitidos por sociedades comerciales legalmente constituidas.
- Acciones y títulos de participación, cédulas hipotecarias, bonos de garantía general y de garantía específica y otras obligaciones emitidas por establecimientos de crédito legalmente autorizados.



- Pagarés y letras de cambios garantizados por establecimientos bancarios.

2.2.3.2.3 Sociedades Comisionistas de Bolsa

"Son Sociedades Comisionistas de Bolsa quienes, estando inscritos por el Registro Nacional de Intermediarios, han sido aceptados por una bolsa de valores".

"Sólo los miembros de las bolsas de valores pueden ser comisionistas para compra y venta de valores inscritos en ellas" (Artículo 1304 del Código de Comercio Colombiano).

Los comisionistas de bolsa deberán constituirse como sociedades colectivas o como sociedades anónimas, según las disposiciones del Decreto 1172 de 1980 y podrán establecer sucursales en los términos del Artículo 263 del Código de Comercio, siempre que para ello reciban aprobación de la Comisión Nacional de Valores. Los que se constituyan como sociedades anónimas podrán, además, realizar las siguientes actividades, previa autorización de la Comisión Nacional de Valores.

- Negociar por cuenta propia valores inscritos en bolsa, con el fin de dar liquidez bursátil.

67

- Otorgar préstamos, con sus propios recursos, para financiar la adquisición de valores inscritos en bolsa.

- Administrar valores de sus comitentes, con la finalidad exclusiva de efectuar los correspondientes cobros de rendimientos.

- Constituir y administrar fondos de valores.

2.2.3.3.4 Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAI)

Estas sociedades tienen por objeto social único, recibir en dinero suscripciones del público, con el fin de constituir y administrar conforme a las disposiciones del Decreto 384 de 1980, un fondo de inversión.

Una sociedad administradora no podrá crear ni administrar más de un fondo, directamente o a través de otras sociedades.

2.3 FACTORES QUE LIMITAN EL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES

El mercado de capitales en Colombia ha experimentado durante los últimos años la operancia de factores adversos



con potencia inusitada. Si bien es cierto que su volumen y alcance (mercado de capitales) dentro de nuestro contexto económico, son hoy en día aún incipientes, no lo es menos en el transcurso de los últimos años, el país ha venido tomando conciencia de la necesidad de expansión y modernización como prerrequisito para lograr un desarrollo más equilibrado. La investigación económica ha detectado cuatro factores principales, cuya acción erosiona y dificulta la formación en nuestro medio de un mercado de capitales significativo.

2.3.1 Inflación

Es indudable que el problema de la inflación tiene una influencia determinante en el desarrollo del mercado de capitales, más aún cuando se trata de un fenómeno estructuralmente profundo y generalizado en nuestro país. El impacto negativo de la inflación sobre los mercados de capitales puede analizarse teniendo en cuenta diversos factores. En primer término, la inflación debe entenderse como un proceso en el cual se producen cambios importantes en los precios relativos. A medida que los agentes económicos aprenden a defenderse de dicho proceso inflacionario, la revisión de los precios se hace cada vez más frecuente, lo cual contribuye a una profundización de la "volatilidad" de los precios.



De esa forma la inflación acorta el ciclo en el cual cada sector económico vuelve a revisar los precios, influyendo ésta situación en una reducción de los plazos en las operaciones financieras. En segundo término la "volatilidad" en los precios determina simultáneamente una variabilidad en las tasas reales de interés, lo que genera un cambio de conducta tanto en los ahorristas como en los emisores de títulos valores, mientras que en los intermediarios comienza a prevalecer una marcada actitud de aversión al riesgo. De esta manera se acortan los plazos y empieza a agrandarse el sistema financiero de corto plazo en detrimento de los mercados de valores. En tercer lugar la inflación conlleva a que los empresarios tengan una preocupación cada vez mayor por los aspectos financieros en desmedro de los aspectos productivos, ya que al no poder manejar todas las variables que un proceso económico se plantean, sobreviene el desaliento que, en última instancia, se refleja en una caída de la productividad real del sector privado en contrario de lo que cabe esperar, cuando como se sabe el surgimiento y consolidación de un mercado de valores ha de sustentarse sobre un sólido sector empresarial orientado al incremento de la producción y la productividad.

2.3.2 Una Vieja Concepción Sobre el Crédito de Fomento

Las deficiencias en los niveles de rentabilidad fueron la



razón predominante de la dependencia cada vez mayor de nuestras empresas de las ayudas estatales ya fueran crediticias o fiscales, las cuales se convirtieron en un paliativo ineficiente, en el cuerpo defectuoso de nuestra estructura empresarial. El Fondo de Capitalización Empresarial en el Banco de la República (Decreto 1914 de 1983), pretende alterar ésta concepción del crédito de fomento y busca: Financiar, no a las empresas, sino a aquellas personas que están interesadas en adquirir emisiones de acciones o de bonos obligatoriamente convertibles en acciones que realicen las sociedades anónimas; y colocar el crédito de fomento al servicio de la capitalización empresarial.

2.3.3 Desarrollo Organizacional del Mercado de Capitales

Es indispensable la existencia de un mecanismo formal que sirva de mercado para la transacción de títulos=valores, pues de no contarse con dichos mecanismos será posible que proliferen las transacciones bi-individuales, impidiendo con ello un desarrollo ordenado del mercado de capitales, a la vez que un mayor control en procura de evitar abusos u operaciones altamente especulativas, cuando no transacciones fraudulentas. En éste sentido conviene resaltar la importancia que el desarrollo organizacional no sólomente debiera contentarse con la consolidación de

71
SECRETARIA
de Medio
Ambiente

un mercado primario, es decir, un mercado al cual las empresas puedan acudir para efectuar sus emisiones en procura de recursos financieros, sino también, en la necesidad de forjar paralelamente un mercado secundario que sea capaz de responder a las exigencias de liquidez para satisfacer la demanda de recursos internos en condiciones apropiadas. La importancia de este último segmento del mercado de valores radica en que sin la existencia de un mercado secundario solvente, las empresas tendrán dificultades en colocar sus emisiones a través del mercado primario, condicionando su propio desarrollo al carecer del canal adecuado para el cual tenga la posibilidad de liquidar los títulos con vencimiento a mediano y largo plazo.

2.3.4 Cambio de Actitud de los Agentes que intervienen en el Mercado de Capitales

Es sabido que en nuestro país, es frecuente encontrar en empresas manejadas por reducidos grupos familiares, tradicionalmente renuentes a divulgar información financiera sobre sus negocios o acostumbrados a trabajar con prácticas de gestión y métodos de contabilidad de dudosa aceptación. Es menester, por ello, que los empresarios sean conscientes de los beneficios que les pueden reportar, acudir a la emisión de títulos-valores, como nueva forma



de obtener recursos adicionales para ampliar sus operaciones y fortalecer sus empresas, pero paralelamente será necesario que asuman una actitud distinta y se decidan a abrir sus empresas para dar cabida a nuevos inversionistas. Por su parte, los ahorristas deberían asumir igualmente una actitud más abierta en favor de aquellos que se ofrecen a través del mercado de valores como por ejemplo, la posibilidad de participar en el desarrollo de las empresas. En muchos casos, éstas posibilidades se descartan por razones de aversión al riesgo en gran parte, por la carencia de una estructura financiera, que va en perjuicio de todos los agentes y del propio sistema financiero. Así mismo, la necesidad de cambio de actitud se extiende a los intermediarios que actúan en los mercados de capitales, particularmente en el sentido de orientar su acción a promover la utilización de instrumentos y operaciones que fomenten y hagan posible la ampliación al máximo de la base operacional en cuanto a la oferta y la demanda no sólo del volumen sino del número de títulos y empresas que concurren al mercado. Es decir, a ese efecto, la responsabilidad del desarrollo del mercado de capitales debe ser claramente compartida por todos los agentes del sistema.



3. FINANCIAMIENTO DE LA SOCIEDAD ANONIMA

3.1 FUENTES INTERNAS

3.1.1 Utilidades no distribuidas, Depreciación y otras Provisiones

3.1.1.1 Aspectos Generales

Tradicionalmente la autofinanciación de las empresas se determina con base en los recursos apropiados para depreciación y con la parte de las utilidades no distribuidas. No obstante, las sociedades dentro de su proceso productivo se ven en la necesidad de aprovisionar fondos con cargos a los resultados de cada período. Estos cargos les permite cumplir con obligaciones emanadas de disposiciones laborales y fiscales, así como también protegerse en alguna medida de los riesgos de obsolescencia, deterioro o destrucción de sus activos y del no pago de las obligaciones de sus clientes.

El origen de cada una de las provisiones difiere y tiene

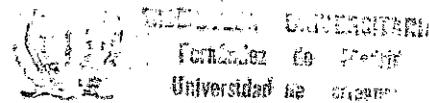


reglamentaciones específicas, contables y tributarias, que inciden en el nivel de su apropiación. Los rubros que hacen parte de la generación interna de fondos son los siguientes:

- Provisión para protección de activos: Incluye los montos para protección de inversiones, de inventarios y de cartera. Dentro de este rubro es importante destacar la provisión para protección de cartera, la cual protege aquellas deudas que se consideran de difícil cobro. Desde el punto de vista tributario éstas se pueden aprovisionar hasta en un 33% anual del valor nominal. Esta provisión se deduce de la renta bruta. El régimen tributario no dice nada sobre la constitución de provisión para otros activos; pero, el código del comercio deja abierta la posibilidad de crear provisiones para tal fin, sobre las cuales la Superintendencia expresará su concepto.

- Provisión para prestaciones sociales: Estas prestaciones cubren las cesantías, los intereses sobre cesantías, auxilios de transporte, prima de servicios, vacaciones, subsidio familiar y las prestaciones por enfermedad común y accidentes de trabajo. El Código de Comercio no especifica ninguna clase de provisiones, pero deja abierta la posibilidad. Por otro lado el régimen fiscal no hace re

75



ferencia a provisiones por éste concepto, sin embargo, en la medida que sea gasto de personal; son deducibles en el momento de su pago con cargo a los ingresos operacionales. Las cesantías consolidadas que se hayan causado y reconocido en favor del trabajador dentro del período gravable son deducibles, siempre que no se trate de las consolidadas y deducibles en años anteriores.

- Provisión para pensiones de jubilación: El régimen laboral Colombiano establece un sistema de pensiones que se inició como obligación patronal, pero que paulatinamente ha venido siendo asumido por el seguro social. Existe la necesidad de aprovisionar con cargos a los gastos del ejercicio las cuantías que permitan responder por esta obligación, con la característica de que las sociedades más antiguas tienen una carga financiera superior, pues deben responder por sí solas de las pensiones causadas antes de entrar en funcionamiento el I.S.S.

- Otras provisiones: Dentro de estas se destacan las partidas para pago de impuesto. Además las empresas por razón de sus operaciones constituyen provisiones para reparación, para pérdidas en transporte, garantías en cambio y para seguros, los cuales forman parte de esta clasificación. La provisión para depreciación constituida por los montos aceptados de acuerdo con las disposiciones



contables. La retención de utilidades depende de las disposiciones mercantiles, del nivel de utilidades, de la estrategia financiera en materia, de los dividendos y del tratamiento tributario.

3.1.1.2 Evolución a partir de 1970 - 1984

El debilitamiento de la capacidad de la empresa para re tener un volumen importante de recursos generados inter namente, es efecto del decaimiento de la rentabilidad em presarial. No hay que olvidar que la retención interna de recursos fue tradicionalmente una de las principales formas de financiamiento de la infraestructura industrial con que hoy cuenta el país. En la tabla 1 apreciamos que la financiación interna en la Sociedad Anónima disminuyó su participación en 20 puntos porcentuales: Pasó de 39.2% en el período 70-71 a 18.9% en el año 1984.

Una forma de visualizar lo que viene sucediendo con la retención interna de fondos, consiste en analizar la dis tribución de las fuentes internas de financiamiento de la empresa. En 1970 la generación interna de fondos se distribuyó de la siguiente manera: 49% fue a Superávit Ganancia Retenida (S.G.R.), el 31% a depreciación acumu lada, el 2% a provisión para pensiones de jubilación y el 18% para otras provisiones. En 1984 se observa el siguien

77



BIBLIOTECA UNIVERSITARIA
Fernández de Madrid
Universidad de Cartagena

TABLA I
ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS EMPRESAS
1970 -1984 (Porcentajes)

AÑOS	FUENTES INTERNAS	FUENTES EXTERNAS	
		APORTES	ENDEUDAMIENTO
1970 - 1971	39.2	45.6	15.2
1972 - 1973	36.3	51.7	12.0
1974 - 1975	32.1	58.7	9.2
1976 - 1977	30.9	61.8	7.3
1978 - 1979	31.8	63.1	5.1
1980 - 1981	22.5	70.7	6.8
1982 - 1983	21.8	73.9	4.3
1984	18.9	78.9	2.2

FUENTE: Política Económica y el Mercado Bursátil, Camilo Pieschacón Supersociedades, Evolución Financiera en la década del 70. Tomo II. y Temas económicos No. 7 Supersociedades.



te esquema: 6% para S.G.R., el 34% para depreciación, el 43% para provisión de jubilación y el 17% a otras provisiones, (Tabla 2). Con la anterior presentación, vemos que el superavit pasó de ser el primer generador de recursos, al cuarto puesto; mientras que las provisiones para pensiones de jubilaciones se situó en el primer lugar.

El deterioro del superavit como generador de recursos se explica por la necesidad creciente de repartir las pocas utilidades que están obteniendo las empresas, en forma de dividendos.

Los estudios realizados por la Comisión Nacional de Valores, nos dice que a comienzos de los años 70 se distribuía el 64.4% de las utilidades netas, mientras que en 1984 se alcanzó a repartir el 80%. La repartición creciente de utilidades está explicada por el deseo de mantener el poder de compra de los accionistas y el atractivo de la inversión en acciones. (Tabla 3).

Observando las utilidades de las empresas, hay un fuerte deterioro de los ingresos, producido básicamente por el aumento en los costos por salarios e insumos y la acumulación de inventarios. El crecimiento nominal para las utilidades operacionales y netas en el periodo 70-79 fue



TABLA 2
ESTRUCTURA DE LAS FUENTES INTERNAS
1970 - 1984 (Porcentajes)

AÑOS	GANANCIAS RETENIDAS	DEPRECIACION	PROVISION PARA PENSIONES DE JUBILADOS	OTRAS
1970	49	31	2	18
1974	44	29	10	17
1978	36	29	24	11
1982	17	33	36	14
1984	6	34	43	17

FUENTE: Boletín mensual de la C. N.V. Año 3 . Vol. 3. No 5. 1985

80

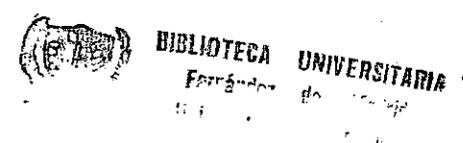


TABLA 3
EVOLUCION DE LA UTILIDAD DISTRIBUIDA PARA UNA MUESTRA DE SOCIEDADES
1970 - 1984 (Millones)

AÑOS	UTIL. NETA	UTIL. DISTRIB.	% UTIL. DIST.	UTIL. OPERAC.
1970	54.7	35.2	64.4	60.6
1971	56.0	39.2	70.0	71.8
1972	58.8	42.2	71.8	85.1
1973	74.2	53.8	72.5	108.7
1974	90.9	63.3	69.6	133.0
1975	97.2	74.3	76.4	156.1
1976	131.2	96.2	73.3	211.7
1977	155.9	111.5	71.5	223.3
1978	215.9	152.5	70.5	257.1
1979	271.5	205.8	75.8	368.7
1980	285.0	222.9	78.2	392.6
1981	320.6	244.3	76.2	502.9
1982	63.6	49.2	77.4	372.4
1983	64.4	50.6	78.6	433.2
1984	65.2	52.0	79.8	504.0

FUENTE: Comisión Nacional de Valores. Información Financiera de Empresas Registradas

de 22.6% y 20.1% respectivamente; su crecimiento nominal en el período 80 84 fue de 8.3% y 12.0% respectivamente. El crecimiento real para los dos casos fue negativo en la mayoría de los años, siendo el más notable el año 82, causado quizás, por la concentración de los efectos negativos de la crisis, (Tabla 4). Es aquí donde se pone de manifiesto la incidencia de las cargas tributarias en las utilidades de las sociedades.

Puede plantearse los efectos negativos de la inflación, no solo por los costos de los insumos y mano de obra incluidos en los bienes producidos y no vendidos que dan lugar a una menor productividad, sino también por los altos costos del endeudamiento que han originado la quiebra de muchas empresas.

El otro rubro que presenta una variación considerable en su participación dentro de las fuentes de recursos internas es la provisión para pensiones de jubilación. En este caso tenemos que la inflación, la antigüedad de la empresa y la presión que hacen los sindicatos en la negociación del salario mínimo, establece referencia para que los otros niveles de salarios aumenten. Los incrementos salariales se incrementan y se reflejan en las reservas que deben hacer las empresas para cubrir prudentemente el valor de los cálculos activariales que por pensiones de



TABLA 4
EVOLUCION DE LAS UTILIDADES (Términos Nominal-Real)
1970-1984 (Porcentajes)

AÑOS	CRECIMIENTO NOMINAL		% INFLACION	CRECIMIENTO RESIDUAL	
	Util. Operacion.	Util. Neta		Util. Neta	Util Oper.
1970			7.3		
1971	18.5	2.4	10.9	(8.5)	7.6
1972	18.5	5.0	13.2	(8.2)	5.3
1973	27.7	26.2	19.6	6.6	8.1
1974	23.2	22.5	23.3	(0.8)	(0.1)
1975	16.6	6.9	22.1	(15.2)	(5.5)
1976	35.6	35.0	20.5	14.5	15.1
1977	5.5	18.8	31.3	(12.5)	(25.8)
1978	15.1	38.5	18.9	19.6	(3.8)
1979	43.2	25.8	23.9	(1.9)	19.3
1980	6.6	5.0	24.5	(19.5)	(17.9)
1981	28.1	12.5	25.8	(13.3)	2.3
1982	(25.9)	(80.2)	24.4	(104.6)	(50.3)
1983	16.3	1.3	16.5	(15.2)	(0.2)
1984	6.3	1.2	(18.3)	(17.1)	(2.0)

FUENTE: Comisión Nacional de Valores. Información financiera de Empresas Registradas

jubilación tienen.

A pesar de su incremento en su participación dentro del total de fuentes internas de recursos, hay una situación que resulta explicativa del por qué esta forma de financiamiento ha perdido poder. En un estudio de la Comisión Nacional de Valores, se pudo establecer que en los últimos años las empresas no están haciendo las apropiaciones debidas de las provisiones para atender las contingencias de las pensiones de jubilación, en otras palabras, algunas sociedades anónimas en Colombia están distribuyendo utilidades que no son tales utilidades, puesto que en rigor deberían destinar esos fondos a aprovisionar las obligaciones de pensiones de jubilación. Con este procedimiento quienes se ven más desprotegidos son los trabajadores, quienes en el caso de una quiebra o un concordato encuentran que sus acreencias no contaban con las debidas provisiones dentro de la empresa. Este procedimiento lo están siguiendo las empresas, porque no existe un nivel adecuado de utilidades que permita, como sería lo deseable, atender a la vez una prudente política, de provisiones y una distribución razonable de utilidades a sus accionistas.

La depreciación y las otras provisiones, han mantenido su participación estable con un crecimiento de 2.6% y el

1.9% en promedio, para la depreciación y las otras provisiones respectivamente. Estos movimientos no explican la disminución de las fuentes internas de recursos en el total de las fuentes de financiamiento.

3.2 FUENTES EXTERNAS

3.2.1 Endeudamiento

3.2.1.1 Aspectos Generales

El endeudamiento es una fuente de financiamiento alternativo a la emisión, que de manera importante utilizan las empresas. Esta fuente incluye cualquier tipo de fondos a corto, mediano y largo plazo, que se obtengan por préstamos. Este lo realizan con entidades de crédito institucional y/o parainstitucional (mercado extrabancario). El crédito en este caso cumple una función catalizadora de gran importancia, cuando por razones de beneficio-costo, las empresas se encuentran poco recomendables recurrir a la emisión de nuevos títulos valores. Sin embargo, hay que tener en cuenta que los recursos captados a través del crédito, a diferencia de la emisión, por lo general sirve para atender necesidades de corto plazo; lo que lleva un riesgo implícito para las empresas que pueden verse abocadas a la cancelación de compromisos económicos

85

importantes en momento en que su estructura financiera no sea muy saludable.



UNIVERSIDAD DE CIEGO DE AVILA
Calle Comercio de Madrid
Universidad de Ciego de Avila

Tiene las siguientes características: Los pasivos tienen una fecha de vencimiento establecida, en la cual debe cubrirse la suma obtenida en préstamos. Segundo, el acreedor tiene derechos prioritarios tanto sobre los ingresos como sobre los activos de la empresa, sin embargo sus derechos sobre los activos es significativo solamente si estos se liquidan. Y tercero, normalmente el acreedor de una empresa no tiene voz ni voto dentro de la misma.

3.2.1.2 Evolución

Los compromisos de deuda de las empresas han representado en el transcurso de los últimos años una proporción cada vez mayor con relación al activo de las mismas. En cuanto a la evolución del endeudamiento de la sociedad anónima la Tabla 5 refleja cuál ha sido el comportamiento de esta variable dentro de la empresa. En 1970 el índice de endeudamiento era del 43.9% alcanzando para 1984 el 78.8%, significando un crecimiento promedio del 4.3% anual. Con el fin de hacer un análisis mas detallado, dividiremos el período de nuestro estudio en tres subperíodos. (1970-1974, 1974-1979 y 1979-1984).



TABLA 5
INDICE DE ENDEUDAMIENTO
1970-1984 (Porcentajes)

AÑO	INDICE	INCREMENTO PORCENTAJE
1970	43.9	
1971	47.4	7.97
1972	49.5	5.06
1973	53.7	7.83
1974	57.0	6.14
1975	60.5	6.14
1976	62.1	2.64
1977	61.6	(0.80)
1978	61.1	(0.81)
1979	65.1	6.54
1980	69.6	6.91
1981	71.3	2.44
1982	73.3	2.80
1983	74.5	1.64
1984	78.8	5.77

FUENTE: Cámara de Comercio de Bogotá: Sociedades comerciales No. 5
1983 y temas económicos: Supersociedades.



En el período 1970-1974 observamos un crecimiento promedio de 6.7%, el más alto con relación a los dos períodos subsiguientes. Una de las causas que originaron este crecimiento desproporcionado la encontramos a finales de la década del 60, con la creación de los fondos financieros que irrigaron la economía con los recursos de fomento provenientes del Banco de la República; préstamos baratos que poco a poco ayudaron en el desplazamiento de las acciones en el mercado de valores. Otra razón que explica tal situación es la aparición del sistema de valor constante (UPAC), que sin lugar a dudas, dió un vuelco a la preferencia de los inversionistas y contribuyó en gran medida a incrementar la dependencia de los empresarios hacia los créditos como fuente de financiamiento.

El subperíodo 1974-1979 se caracteriza por un crecimiento promedio de 2.7%. En estos años se observa claramente una disminución progresiva del índice de endeudamiento, lográndose crecimiento negativos entre 1976-1978, los más bajos del período en estudio. Las causas de este comportamiento las hallamos:

Primero, con la implementación de la reforma financiera de 1974, la cual pretendía una mayor competencia de la captación de los recursos y una menor dependencia del crédito otorgado con los recursos del Banco de la Repú

blica.



Segundo, la bonanza cafetera que permitió a algunas empresas amortizar gran parte de la deuda externa. Por otro lado, con la mayor afluencia de divisas al país se pusieron en práctica medidas contraccionistas del crédito, incrementos en los encajes, etc. Fueron elevados los encajes y las tasas de intereses, se eliminó la emisión primaria para la obtención de recursos prestables de los fondos financieros y se implementó para tal fin la emisión de papeles a tasas de interés competitivas. Estas fórmulas de carácter restrictivo dieron resultado por lo menos un tiempo. Cuando la bonanza comenzó a disminuir, el índice se disparó nuevamente alcanzando un crecimiento de 6.1% entre 1978-1979.

En el subperíodo 1979-1984, se obtiene un crecimiento promedio de 3.9%, aquí observamos que entre 1979-1980 se da un apreciable incremento de endeudamiento. Como es sabido, con la bonanza cafetera se impusieron controles y restricciones fuertes que dieron resultados por muy poco tiempo, pero luego se fueron debilitando y siendo evadidos con el consiguiente incremento del 6.91% en el índice de endeudamiento. Seguidamente observamos entre 1980-1983 unos crecimientos por debajo del promedio general, esto ocasionado por el lento ritmo de crecimiento de la



actividad económica del país, lo que implicó una reducción importante en los flujos de producción y venta de las empresas. Dado una estructura de costo fijo que por definición no es suficientemente flexible para adaptarse a las nuevas circunstancias, las empresas se vieron en dificultades para generar ingresos indispensables con el fin de satisfacer los servicios de la deuda. Esto fue lo que generó el incremento bajo en el índice de endeudamiento, ya que en ese período no hubo afluencia de créditos nuevos a las empresas; primero, por la crisis financiera que golpeaba a la economía del país y seguido por la disminución de los recursos externos debido a la mora de los pagos y a la insolvencia de algunas empresas que ponían en peligro el sistema financiero internacional. En 1984 con la puesta en práctica de las políticas de ajustes se volvieron a introducir recursos de crédito externo a las empresas, mientras que internamente se disminuía las tasas de encaje a las corporaciones financieras, para darle más liquidez al sistema, por esto se dió un incremento del índice de endeudamiento de 5.77%.

3.2.2 Emisión Accionaria

3.2.2.1 Aspectos Generales

La emisión accionaria es una forma de financiamiento que



utilizan las empresas; consiste en los fondos a largo plazo que suministran los dueños de las empresas. A diferencia de los fondos por préstamos que se deben cubrir en una fecha determinada, el capital por aportaciones se espera que permanezca en la empresa por un período indefinido de tiempo. Esta forma de financiamiento tiene las siguientes características:

a. No tiene vencimiento, porque se supone que tiene vida infinita. Un tenedor de acciones puede venderla a un tenedor interesado si se lo encuentra, pero no se le garantiza que pueda recuperar su inversión original.

b. Ciertos tipos de acciones tienen rendimientos establecidos, es el caso de las acciones preferentes que se les debe pagar antes, que distribuir cualquier clase de dividendos a los accionistas comunes.

c. Los vendedores dueños de las empresas, son los accionistas comunes, tienen voz y voto en la elección de la junta directiva de la empresa.

Por diversas razones, no siempre se logra colocar la totalidad de una nueva emisión entre el público ahorrador; el porcentaje de colocación refleja el grado de aceptación del respectivo título entre la comunidad, que además

de los beneficios económicos esperados tiene en cuenta la solidez de la firma emisora y el clima de seguridad reinante para la inversión en el país.

3.2.2.2 Evolución

Puede decirse que para las sociedades anónimas durante los últimos años, le resulta menos costoso en términos financieros, endeudarse que emitir acciones, más si se tiene en cuenta las ventajas tributarias que existen a favor del endeudamiento, como fuente de financiación.

A comienzos de los años 60 las empresas obtenían a través de los aportes de sus socios algo más del 30% de los recursos necesarios para financiar sus actividades. Pero en los años 70 con la colocación de papeles oficiales y las alternativas de créditos baratos, las acciones comenzaron a perder importancia, puesto que el predominio de papeles que ofrecían elevadas rentas fijas y sin riesgo tornó menos efectiva la emisión de acciones como fuente barata de financiación. Como resultado de estos cambios en la preferencia de los inversionistas y de las mejores condiciones que hallan los empresarios al endeudarse, la emisión accionaria perdió participación dentro del total de fuentes.

La evolución de esta fuente de financiamiento se puede apreciar en la Tabla 6, donde observamos un decrecimiento progresivo de los aportes. Si en 1970 estos representaban un 16.1% para 1984 solo participaban del 2.2%, o sea que en promedio se obtuvo una disminución del 11.6% anual. Las causas de este comportamiento puede explicar se así:

Al ser los aportes de los socios (emisión accionaria) una fuente de recurso alternativa al endeudamiento, los mismos aspectos que ayudaron para que el índice de endeudamiento creciera, originaron una disminución en los aportes de los socios (Ver evolución del endeudamiento).

Además, como se dijo anteriormente, está el caso de la fuerte competencia estatal realizadas a través de operaciones de mercado abierto; y por otro lado, vemos que las acciones perdieron totalmente su capacidad de otorgar protección contra la inflación: En el decenio pasado los índices de los precios de las acciones crecieron significativamente por debajo de los índices de precios. Ello parece haber sido ocasionado principalmente por los aumentos en las tasas de interés en los últimos diez años, pues estas tienen un efecto depresivo sobre los precios de las acciones.

TABLA 6
EVOLUCION DE LOS APORTES DE LOS SOCIOS
1970 - 1984 (Porcentajes)

AÑOS	APORTES	CRECIMIENTO PORCENTAJE
1970	16.1	
1971	14.4	(10.6)
1972	12.8	(11.1)
1973	11.2	(12.5)
1974	9.5	(15.2)
1975	8.8	(7.4)
1976	7.8	(11.4)
1977	6.6	(15.4)
1978	5.4	(18.2)
1979	4.8	(11.1)
1980	7.1	(47.9)
1981	6.5	(8.4)
1982	5.4	(16.9)
1983	3.2	(40.7)
1984	2.2	(31.2)

FUENTE : Desarrollo y Sociedad Números 15 y 16 de 1984, 1985

4. PROBLEMAS DE FINANCIAMIENTO POR EMISION
DE BONOS Y ACCIONES

4.1 REGIMEN TRIBUTARIO

4.1.1 Doble Tributación

Se entiende como doble tributación la situación en la cual el mismo impuesto base es tasado más de una vez. La doble imposición de sociedades y socios tiene especial interés en el ámbito de aplicación de impuestos sobre la renta. Bien es sabido que desde la Ley 81 de 1931 hasta el Decreto 2053 de 1974, nuestro régimen legal del impuesto sobre la renta considera como sujetos pasivos de la obligación tributaria tanto a las personas naturales como jurídicas. Por ésto, al establecer el gravamen sobre la renta de las primeras, incorpora los dividendos y participaciones que ellas reciben en su condición de socios de las segundas que han sido gravadas como contribuyentes sobre sus utilidades.



En forma general, la doble tributación sobre la sociedad de capital produce los siguientes efectos negativos sobre su estructura financiera y en el mercado de capitales:

a. La doble tributación encarece la financiación de sociedades anónimas a través de la emisión de acciones y, por lo tanto, acentúa el deseo por recurrir a otras formas de financiamiento tales como el crédito otorgado por las instituciones bancarias.

Según estadísticas, la estructura financiera de la sociedad anónima en Colombia es desfavorable, existiendo una tendencia inequívoca a financiarse mediante créditos en lugar de hacerlo mediante la emisión de acciones. En efecto, la participación del capital pagado, respecto al total de activos, se redujo de un 47% en el año de 1950 a un 3% en 1983, tendencia que ha venido disminuyendo. Esta desfavorable relación del capital propio y el capital ajeno hace que las empresas sean más vulnerables, en épocas de recesión económica y se presente por lo tanto un mayor número de insolvencias y quiebras.

b. La doble tributación constituye un freno para la inversión en compañías, pues aparte de cualquier consideración fiscal acerca de la capacidad tributaria de las sociedades o de su calidad como sujetos pasivos y el régi

men fiscal, los inversionistas toman en cuenta para decidir, el valor de los impuestos que pagaría la sociedad y el de los que recaerían personalmente sobre ellos, lo cual favorece la inversión en empresas individuales, en papeles financieros, en acreencias, etc., en los que se hace dicha consideración.

c. La discriminación tributaria de la financiación de participación (emisión de acciones) y, por ende, de capital de riesgo representa un privilegio adicional para las grandes empresas las cuales tienen acceso más fácilmente a los mercados de crédito, acentuando por lo tanto, los procesos de concentración económica.

d. La doble tributación induce a que la política de dividendos se oriente por motivos tributarios y no de rentabilidad económica, lo cual no es favorable para el fortalecimiento del mercado de capitales. Esto se presenta en la práctica por el hecho de que los grandes accionistas, con una tasa de tributación marginal alta traten por consiguiente, de que la tasa de dividendos distribuidos sea lo más baja posible presentándose un conflicto de interés entre pequeños y grandes accionistas.

e. El gravamen del 4% neto introducido en la reforma tributaria para los dividendos percibidos por otras so



97

ciudades anónimas, así como la tributación sobre ganancias ocasionales representan en realidad, una triple tributación para la acción.

En efecto, es de esperar que a largo plazo las utilidades no distribuidas y sobre las cuales ha pagado impuesto la sociedad, incrementan el valor intrínseco de la acción y por ende su valor comercial o bursátil. La realización por parte del accionista de dicha utilidad está sujeta al impuesto de ganancias ocasionales y por consiguiente a una tercera tributación, cuando dicha utilidad es superior al reajuste del 8% anual previsto en la reforma tributaria.

El anterior análisis nos demuestra que la tributación que pesa sobre la sociedad anónima es ciertamente excesiva, obstaculizando su desarrollo y su capitalización.

Arguyendo el grave problema fiscal por el cual venía atravesando el país, en los últimos años se adoptaron toda una serie de decretos que modifican el régimen tributario. La reforma de 1982-1983 conlleva un replanteamiento de las reglas de la tributación de las sociedades. El nuevo esquema tributario, desde el punto de vista de las sociedades, busca modificar la estructura de control de la sociedad y la relación capital-pasivo. El conteni

do y los efectos de la reforma del 83 se analizará en los capítulos siguientes.

4.1.2 Sistema de Depreciación

Se entiende, para efectos tributarios, por depreciación el desgaste de los activos fijos inmovilizados vinculados directamente a la obtención de una renta. Ha existido siempre controversia sobre los elementos que deben constituir la depreciación para efectos de tipo tributario: unos sostienen que la depreciación debe ser establecida utilizando el costo histórico de los activos fijos; otros por el contrario, sostienen que la depreciación debe determinarse utilizando el costo de reposición. Esto es fundamental en los países en los cuales el proceso inflacionario afecta continuamente el valor de los activos fijos y los procesos de transformación tecnológica acelerada generan obsolescencia de dichos activos. Cuando la depreciación se hace a costos históricos se ignora tanto el fenómeno inflacionario como el proceso de transformación tecnológica, lo cual implica que las reservas que se hacen contablemente para efectos tributarios sean insuficientes para reponer el valor de los equipos que se desgastan.

Veamos un ejemplo:



AM

Si un equipo costó 1.000.000 de pesos y al pasar un período de tiempo vale 2.000.000 de pesos, al permitirse la depreciación por el costo histórico, es decir, en cada año habría una depreciación de 100.000 pesos, lo cual es insuficiente para la reposición de la máquina al cabo de sus 10 años de vida. Si por el contrario la máquina se deprecia al costo de reposición permite al cabo de ese tiempo una depreciación de 200.000 pesos para el año respectivo, lo cual compensa el efecto que la inflación y la renovación tecnológica tiene sobre el precio de los equipos y le permite la formación de reservas adecuadas.

Se argumenta por parte del sector industrial, que en la mayoría de los países capitalistas una de las fuentes importantes de la inversión ha sido el ahorro de las empresas. Este ahorro es parte vital para el desarrollo por lo cual el gobierno debe tratar de favorecerlas. Para tal fin y como estímulo a la formación de capital, debe utilizarse la depreciación basada en los costos de reposición.

Por otro lado, la descapitalización de las empresas, por la insuficiencia de fondos de depreciación afectados por la inflación, trae como consecuencia la obsolescencia de activos y la erosión del capital. Por consiguiente, para que las empresas no tengan una fuerte descapitalización



100

sería aconsejable la depreciación basada en el costo de reposición.

Al determinarse la base gravable de impuestos deben depreciarse toda clase de costos económicos; sin embargo, la depreciación basada en costos históricos no cubre elementos del costo real, que son gravados con posterioridad lo que distorsiona la base del impuesto, es decir, las utilidades económicas de la empresa.

A pesar de estos argumentos la legislación colombiana limita la deducción por depreciación al costo histórico. Hay varias razones que justifican esta posición. Como se anotó antes, una función primordial de la política fiscal, es operar como arma estabilizadora, el recaudo del impuesto es contraccionista y al establecerse por ley un mecanismo que en forma automática ocasiona expansión del circulante, se le estaría quitando el efecto estabilizador al impuesto a la renta. En efecto, a mayor inflación habría un menor recaudo efectivo, cuando lo aconsejable es exactamente lo opuesto. Así mismo, la depreciación o costo de reposición genera inmensas dificultades administrativas, puesto que la dirección de impuestos no tienen los elementos de juicio suficiente para aceptar los costos de reposición que implican cambios tecnológicos de muy difícil reconocimiento; se requerirían tablas de



equivalencias por equipo, lo cual es muy complicado y costoso. Aunque es difícil considerar los efectos de la obsolescencia, si es posible considerar el impacto de la inflación para calcular la depreciación e incorporar esta medida en el valor de los activos fijos finalmente, la depreciación a costo de reposición implica dificultades contables en el registro de los estados financieros, ya que afecta tanto el estado de ingresos y gastos como el balance general y el flujo de caja; las técnicas contables modernas permiten hacer este tipo de ajustes pero exige consistencia, de tal manera que si se utiliza el sistema de costo de reposición para efectos de determinar la renta, se debe utilizar el mismo procedimiento para determinar el patrimonio, lo cual incide sobre el impuesto patrimonial y la renta presuntiva.

En Colombia la vida útil de algunos activos y por lo tanto la cuota anual de depreciación se ha basado en consideraciones de orden tributario que son de uso corriente, las propiedades inmuebles 20 años de vida útil, los bienes muebles 10 años, los vehículos 5 años (Artículo 70 del Decreto 187 de 1975). Con el fin de aplicar principios de contabilidad generalmente aceptados como son el de la prudencia, el del costo y las normas de consistencia que garantizan la comparabilidad de los estados financieros, se deben efectuar análisis de las normas tri



butarias en materias de depreciación de acuerdo con dichos principios para efectos de su contabilización, sin que lo contable se subordine a lo tributario. Por tal razón y aunque la Superintendencia acepta el costo o gasto causado siempre que lo sustente criterios del reconocido valor técnico que reflejen la realidad contable, ha expresado su opinión contraria a aceptar en partidas de depreciación flexible, toda vez que esta tiene como fin allegar recursos financieros sin contravenir las normas contenidas en el Código de Comercio los procedimientos contables, que están fundamentados en el mantenimiento de la comparabilidad y veracidad de los estados financieros. Las partidas por depreciación flexible aceptadas por el fisco en el decreto reglamentario 1649 del 1975 son aceptados para fines contables solamente en el porcentaje anual correspondiente a la vida útil del bien, sin que se reduzca el período de amortización del costo del activo, que es lo que implica el régimen tributario.

Resulta mucho más preocupante el sistema de depreciación basado en costos históricos, toda vez que esto se traduce en utilidades nominales mayores que las efectivas, agudizando el proceso de descapitalización. En países avanzados las nuevas inversiones se financian en más del 50% con la depreciación. Pero en países con altas tasas de inflación y depreciación lineal con base en el costo his

tórico, los porcentajes son inferiores. Al no permitir montos de depreciación de acuerdo con éste valor de reposición se restringe el autofinanciamiento y se genera un volumen ficticio de utilidades que es objeto de impuestos y distribución.

Puesto que la tasa impositiva incide fuertemente en el rendimiento, algunos países han otorgado descuentos y valoraciones de inventarios. En esta forma aumenta el rendimiento al capital invertido y los fondos generados internamente. Aunque la depreciación flexible establece uno de esos beneficios, sería deseable aceptar una corrección por inflación en el monto de la depreciación o reducir los términos de vida útil para efectuar dicho aprovisionamiento, estableciendo al mismo tiempo un tratamiento similar en términos contables y tributarios.

4.1.3 Ganancias Ocasionales

Se entiende por ganancias ocasionales el provecho, beneficio o utilidad susceptible de aumentar el capital o patrimonio, pero cuya ocurrencia es extraordinaria, esporádica, no frecuente que tiene lugar por hechos que no tienen que ver con el giro normal de los negocios, por el azar o por mera liberalidad de otras personas y que la ley limita a ciertos hechos si cumplen determinados re

quisitos.



104
BIBLIOTECA UNIVERSITARIA
Fernández de Madrid
Universidad de Cartagena

Existen diferencias en el tratamiento de los ganancias ocasionales para la sociedad emisora y para el accionista. En el primer caso, para efectos tributarios, una ganancia para que se pueda considerar ocasional, debe proceder de un hecho que no esté enmarcado dentro de las actividades normales de la empresa. Una ganancia de ésta clase puede originarse, entre seis que enumere tácitamente la ley, en la venta de bienes de cualquier naturaleza que hayan hecho parte del activo fijo de la sociedad por un término de dos años o más, tal como lo dispone el Artículo 6º de la Ley 20 del 79, entendiéndose como activos fijos los bienes de cualquier naturaleza que no se enajene dentro del giro normal de los negocios.

La ganancia ocasional, para las sociedades por acciones, está gravada con una tarifa del 40%, pero la misma Ley 20 del 79 en su Artículo 10 exonera de tal impuesto a las sociedades que reinvierten el costo fiscal más el 80% de las ganancias ocasionales obtenidas en la venta de activos fijos, en adquisición de otros activos fijos, realicen ensanches industriales o en capitalización de empresas, y con el 20% restante suscriba bonos IFI. Es decir, una de las maneras de exonerarse de pagar el impuesto es con la capitalización de empresas, entendiéndose como tal

105

la transferencia de la ganancia ocasional, previo el cumplimiento de los requisitos legales, al capital de la misma sociedad que obtuvo la ganancia ocasional.

Un accionista que vende sus acciones, las cuales haya poseído por dos años o más, lo cual debe demostrar certificado del representante legal y el revisor fiscal de la compañía emisora, y dentro de su objeto social no esté la compra y venta de acciones, puede obtener una ganancia o pérdida ocasional. Para esto es necesario conocer los conceptos de valor patrimonial y costo fiscal.

El valor patrimonial se establece de la siguiente forma, y depende de si:

- a. Tienen cotización en la bolsa.
- b. No tienen cotización en la bolsa.

Las que tienen cotización en la bolsa deberán ser declaradas por el promedio de precio en bolsa del último mes del año y si no se cotizaron en tal mes su valor será el precio de la última cotización en bolsa. El valor patrimonial para las que no se coticen en bolsa será el valor intrínseco de las mismas. El costo fiscal será el costo histórico más los ajustes que permite la ley.



106
BIBLIOTECA UNIVERSITARIA
Fernández de Madrid
Universidad de Cartagena.

La ganancia ocasional está dada por la diferencia entre el precio de venta y el costo fiscal, y la pérdida ocasional por la diferencia entre el costo histórico y el precio de venta, ya que el reajuste al costo de las acciones produce efectos para determinar la ganancia ocasional más no para la pérdida.

4.2 CONDICIONES CREDITICIAS

El continuo abandono del mercado accionario y consecuentemente el aumento del endeudamiento por parte de las sociedades anónimas es un proceso que se viene gastando desde mucho tiempo atrás.

A comienzos de los años 50, se le brindaron a las empresas condiciones crediticias favorables que se convirtieron en elementos determinantes para que se dieran los cambios en sus formas de financiamiento. Seguidamente haremos un breve recuento de este hecho.

En 1951, a través del Decreto Legislativo 756, se le dió al Banco de la República la responsabilidad de financiar la industria. El banco aceptó la responsabilidad, primero de trasladar recursos del corto plazo al mediano y largo plazo y luego de emitir para otorgar recursos de crédito. Así se crearon las corporaciones financieras y

se les dió la tarea de asignar créditos de fomento recursos de depósito a término y principalmente con recursos del Banco de la República.

En los años 60 mediante la creación de los fondos financieros, se consolidó el papel del Banco de la República como principal gestor financiero del sector privado. Cada sector de la producción fue buscando la manera de nutrirse del Banco Central (en 1963 se creó el FIP, PROEXPO nació en 1967, el FFA en 1966, el FFI se estableció en 1968 y el FFDU en el mismo año). Habida cuenta de estas facilidades crediticias, no sorprende que el mercado de acciones hubiera perdido su dinamismo al concluir la década de los 60 y que este factor haya seguido teniendo gran peso en su deterioro continuado.

El sector privado habría de pagar pocos 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 de la cesión del mercado financiero a otros demandantes de capital. La sociedad anónima le había cedido el paso principalmente a los papeles oficiales (Cédulas Hipotecarias y Bonos de Desarrollo). El sector privado le había cedido al Estado el pequeño mercado de capitales a cambio de una disponibili

dad del crédito de fomento.

En la Tabla 7, observamos la dinámica notable que ha tenido el crédito de fomento, lo cual se manifiesta en su creciente peso dentro de los créditos nuevos. La participación de los créditos de fomento ha sido creciente; en 1975 se observa una contracción causada seguramente por la reducción de los recursos de fomento implicada por la reforma del año de 1974; mientras que en los años posteriores se presentaban importantísimas expansiones debido a la forma en que la política de estabilización determinó una reversión del esfuerzo de la reforma financiera de reducir el papel de asignador de recursos al Banco de la República.

4.3 CONCENTRACION ACCIONARIA

Uno de los temas interesantes de hoy en día, es la concentración de la sociedad anónima en forma individual y colectiva. Se habla de los monopolios y se mira, especialmente, a sociedades anónimas o a grupos de éstas, con cierto aire recriminatorio; como si las sociedades de responsabilidad limitada o los otros esquemas de organización social no estuvieran concentrados.

Estamos plenamente conscientes de que la sociedad anónima

TABLA 7
PARTICIPACION DE LOS CREDITOS DE FOMENTO EN LOS CREDITOS
NUEVOS A LA INDUSTRIA - 1965 - 1980
(Millones de pesos)

AÑOS	CREDITOS NUEVOS (1)	CREDITOS DE FOMENTO (2)	2 / 1 %
1965	5571	57	1.02
1966	5503	379	6.89
1967	6241	194	3.10
1968	7235	178	2.46
1969	7505	633	8.43
1970	8144	1072	13.16
1971	7340	1317	17.94
1972	7391	750	10.14
1973	8664	1892	22.88
1974	8289	2543	30.67
1975	8848	2350	26.56
1976	9362	3110	33.22
1977	10.668	3992	37.42
1978	11.628	4199	36.35
1979	10.946	4312	38.91
1980	12.855	3899	30.01

FUENTE: Revista Desarrollo y sociedad No 9. de 1985

está concentrada, y que por este motivo, cada vez ha pasado a ser menos sociedad y menos anónima. Los datos de Bolsa, nos indican que para 1976 el 2.1% de los accionistas tenían el 72% del capital; curiosamente, este fenómeno es mucho más relevante en las grandes sociedades anónimas que en las pequeñas. Igual certidumbre de concentración aparece en el hecho de que durante los últimos cinco años el número de accionistas de empresas inscritas en Bolsa haya disminuido a una tasa promedio de 0.8% anual.

Una de las principales características de la sociedad anónima moderna es el divorcio entre la propiedad y el control. Dicho divorcio permite que con un esfuerzo financiero propio, comparativamente modesto, un grupo empresarial controla empresas cuyos patrimonios puedan superar varias veces el aporte del grupo que las controlan. En la época de auge de la sociedad anónima colombiana un reducido número de empresarios gerentes tenían el control absoluto de las principales sociedades anónimas, y por lo tanto tenían centralizado el poder económico en Colombia, sin poseer más del 10% del patrimonio de las empresas que controlaban.

Esta circunstancia no tendría nada de particular si el grupo que controla a la sociedad la administrara de forma



tal que propendiera a maximizar el beneficio de todos los accionistas, dentro de un marco de responsabilidad social. Más aún, si se compara con la tendencia alternativa que es la de organizar la producción en pequeñas y medianas empresas, el predominio de sociedades anónimas grandes que controlen los medios de producción trae consigo indudables beneficios económicos. Pero subsisten dos problemas principales de la sociedad anónima, el desplume y el acceso privilegiado a fuentes de liquidez.

El primero de ellos consiste en que sin la intervención del Estado, como árbitro, entre accionistas grandes y pequeños, no existe garantía de que los primeros no utilicen la empresa para beneficio propio, extrayéndole rentas diferenciales por el control de la sociedad, y tratándose el patrimonio de los demás accionistas como simple recurso financiero sobre los cuales es posible apalancar varias veces la propia inversión patrimonial. La derivación de rentas diferenciales provenientes del control, es lo que se denomina el desplume de los accionistas que no poseen el control.

Este fenómeno genera implicaciones económicas como lo es en primer lugar, el valor adicional cuantificable que le comunica el control de la empresa frente a la simple posesión de acciones de la misma sociedad. Esto explica

por qué puede ascender la acción de un banco de \$ 40 a \$ 500 en pocas semanas, cuando se adelanta la lucha por el control, y luego descender a su precio original. Los grupos que pagan \$ 500 por acción están comprando el control y por consiguiente rentas diferenciales, mientras que las personas que las compran a \$ 40 sólo adquieren un derecho sobre el crecimiento contable del banco y sus dividendos.

Para estos últimos que son generalmente, accionistas modestos, el precio de mercado de la acción, en condiciones de equilibrio, puede ser inferior al valor comercial de los activos netos de la empresa. Debido entonces a ese desequilibrio se dan las condiciones para que otros grupos económicos intenten desafiar al incumbente por el control de la empresa.

La situación de desequilibrio que crea el desplume tiene otro efecto adicional: los grupos que controlan a las sociedades presionan para que el estado intervenga como árbitro, no para proteger a los pequeños accionistas de los grandes, como le correspondería, sino para preservar el estatus quo e impedir que otros grupos desafien a los incumbentes. El desplume y el valor diferencial del control van paralelamente. El desplume opera cuando las sociedades no dependen del mercado de acciones para obtener

los recursos financieros que requieren para mantener su expansión y cuando existen mecanismos de financiamiento que reemplazan a la autogeneración de recursos para inversión, pues el requisito de auto generar recursos para la expansión le impondrían limitaciones al desplume, es por ello que los grupos que controlan las empresas con una pequeña participación en el capital, abogan por la intervención del Estado para la previsión de créditos de fomento, si se tiene en cuenta que la financiación con acciones exige que el grupo dominante haga un sacrificio de liquidez, pues para mantener el control tiene que aportar capital Pari Passu con los demás accionistas.

En efecto, existe una marcada concentración del crédito en el país un 52% de la cartera está en manos del 1% de los deudores. Pero tal fenómeno es consistente con la misma concentración de la estructura productiva, por ejemplo, el 0.22% de los accionistas posee el 46% de las acciones de sociedades anónimas industriales inscritas en la bolsa. Igualmente puede decirse del sector financiero que es causa pero también efecto de la concentración económica que vive toda la economía. Al desconcentrar la colocación, sin modificar la captación, se vulnera seriamente el papel de intermediación de recursos que pueden cumplir éstas sociedades anónimas financieras. Existen fórmulas: La primera, la más importante, es fortalecer

114

la sociedad anónima como forma de agrupación societaria por excelencia; la segunda, la de democratizar y facilitar la apertura de esa sociedad anónima a través de un sistema de estímulo a su democratización; la tercera, la de establecer mecanismos de popularización del crédito, como fondos de garantía u otras, líneas en igualdad de condiciones de rentabilidad social; la cuarta, es favorecer la autocalpitalización de las sociedades anónimas a través de estímulos a la reinversión de utilidades y des estímulo al excesivo endeudamiento.

4.4 LAS ACCIONES Y BONOS FRENTE A OTRAS ALTERNATIVAS DE INVERSION

El motor que impulsa al inversionista, en cualquier país, es la expectativa de ganancia. Pero también la protección contra riesgos recobra gran importancia, con mayor razón, en economías inflacionarias y de alta concentración de capital, en las cuales no solamente se corren el riesgo de no conservar, al menos, el valor real de la inversión, sino que el rendimiento que se percibe es incierto.

Existe acuerdo general en la apreciación de que antes de finalizar la década del sesenta, el rendimiento de los papeles de renta fija era inferior al rendimiento de las

acciones y bonos* emitidos por las sociedades anónimas. A finales de los años setenta comenzaron a aparecer papeles de renta fija con rendimientos flexibles. Tal es el caso del Certificado de Abono Tributario (CAT) en 1967.

Durante la década de los años setenta se introdujo el sistema UPAC, se desarrollaron los certificados de depósito a término emitidos por los bancos y corporaciones financieras, los pagarés, emitidos por las hoy llamadas compañías de financiamiento comercial y los papeles del Banco de la República para participar en el mercado monetario. También se presentaron presiones alcistas sobre las tasas de interés internas originadas en los aumentos de las tasas de interés externas y el ritmo de devaluación. Las sociedades anónimas respondieron parcialmente a esta nueva competencia y elevaron la repartición de utilidades. Además, el ritmo promedio de valorización de acciones también aumentó. Pero la valorización accionaria sería cada vez menos apreciada por los inversionistas. El

* Los bonos constituyen para las empresas una forma de financiamiento a largo plazo y fue un expediente usado y que poco a poco ha perdido aceptación en el mercado y para la misma sociedad anónima en los momentos de crisis, cuando las utilidades se van por el suelo, se constituyen en un mayor riesgo por su carácter de costo fijo. Por lo anterior, aquí no será tomado en cuenta ya que además las cifras no son significativas.

116

resultado final fue que el rendimiento alto, fijo y aparentemente seguro de los papeles de renta fija dominó la rentabilidad relativamente baja y variable de las acciones, (Tabla 8).

Al incremento en el rendimiento relativo de los papeles de renta fija debe añadirse la posibilidad de evadir impuestos y que los rendimientos no están sujetos a retención en tanto que los dividendos sí.

Nuestro mercado de valores ha dejado de ser fuente de recursos y liquidez para el sector productivo nacional. Las bolsas de valores son, propiamente hablando, bolsas de papeles de renta fija y descuento (en su gran mayoría emitidos por el estado), dado el abrumador predominio de tales títulos en dichos centros de mercado. Las transacciones accionarias no sólo han perdido notablemente en participación relativa, sino que los índices que muestran la evolución de sus cotizaciones presenta hoy en día precarias situaciones. La Tabla 9, presenta la situación antes esbozada. Si en el año de 1970 las acciones representaban el 60.7% del total negociado, en 1984 sólo representaron el 3.5%. El cambio en la preferencia de los inversionistas se explica también por el trato discriminatorio que se da en algunos casos al accionista minoritario en la sociedad anónima, ocasionando su retiro.



TABLA 8
TASAS DE INTERES

AÑOS	ACCIONES	AHORRO FINANCIERO SIN LIQUIDEZ INMEDIATA
1.970	9.2	11.1
1.971	12.7	12.0
1.972	13.1	12.7
1.973	13.3	22.5
1.974	21.3	22.8
1.975	21.7	26.0
1976	17.9	25.0
1.977	16.5	33.8
1978	13.4	25.4
1.979	14.7	26.3
1.980	14.3	33.7
1981	15.7	37.4
1.982	13.4	38.0
1.983	18.3	33.8
1.984	14.5	34.8

FUENTES: Hasta 1980 BCH "El Sistema Colombiano de Ahorro y Vivienda."
 1980-1984. MAURICIO CARRIZOSA SERRANO. "Las tasas de
 interés y el ahorro financiero en Colombia."

118

A pesar de todo lo anterior, el total de acciones negociadas aumentaba hasta 1981. Pero la crisis financiera que a mediados del año 82 azotó a la economía colombiana justamente despertó en los inversionistas la necesidad de proteger contra el riesgo, el capital invertido. A partir de ese momento el mercado accionario, el poco que quedaba, empezó a perder terreno en el mercado bursátil.

En este punto cabe destacar que una alta proporción de los papeles de renta fija que circulan en el mercado colombiano no son emitidas por el gobierno nacional o por entidades semioficiales. Entre los primeros debemos mencionar los bonos IFI, los Certificados de Abono Tributario (Cambiados en abril del 84 por los CERT), Títulos de Participación, Certificados de Cambio, Título de Ahorro Nacional y Bonos oficiales, y entre los segundos los Certificados Cafeteros y los Certificados Eléctricos Valorizables.

Esta fuerte competencia estatal puede atribuirse a varios factores: En primer lugar se destaca el atractivo que tiene para el inversionista la excención de impuestos que generalmente caracteriza estas emisiones; en segundo lugar está su alto rendimiento con respecto a otro tipo de papeles y en tercer lugar la liquidez inmediata que los caracteriza.

TABLA 9
LAS ACCIONES EN EL MERCADO DE VALORES COLOMBIANO
(1970 - 1984)
(Cifras en millones de pesos)

AÑOS	VOLUMEN TOT. MERCADO DE VALORES	ACCIONES	OTROS VALORES	ACCIONES PORCENTAJE DEL TOTAL
1970	1.973	1.199	774	60.8
1971	1.527	787	740	51.5
1972	2.172	693	1.479	31.9
1973	3.237	1.107	2.130	34.2
1974	4.887	1.215	3.672	24.9
1975	3.720	956	2.764	25.7
1976	6.473	1.284	5.189	19.8
1977	24.399	2.152	22.247	8.8
1978	32.112	6.091	26.021	19.9
1979	36.418	7.936	28.482	21.8
1980	60.699	8.845	51.854	14.6
1981	91.727	18.064	73.663	19.7
1982	85.504	5.966	79.538	7.0
1983	94.482	5.429	89.053	5.7
1984	151.944	5.361	146.583	3.5

FUENTE: Hasta 1974 - Revista Banco de la República. 1975-1984. Cálculos de la ONU.

4.5 PROCESO INFLACIONARIO



120
UNIVERSITATIS
FACULTAD DE MEDICINA
Universidad de Cartagena

Inflación es sinónimo de pérdida de poder adquisitivo del dinero, a causa de una elevación de los precios.

La sociedad anónima colombiana ha sufrido un proceso de descapitalización cuyos orígenes se remontan a los años 50, pero que se acentuó en años posteriores con la aparición del crédito de fomento y la intensificación del proceso inflacionario.

El fenómeno de descapitalización se ha comprobado al analizar los cambios en la estructura financiera. El patrimonio redujo su participación con respecto al activo total del 63% en 1960 al 56.1% en 1970, llegando a representar un 28.3% en 1981. El capital que en 1960 representaba el 31% de las fuentes totales de financiamiento redujo su participación a menos del 3%, 25 años más tarde.

El alza en el nivel de los precios trajo como resultado un aumento en las tasas de interés, con el fin de incentivar el ahorro. Ese aumento en las tasas de interés superó el rendimiento por dividendo ofrecido por las acciones, razón por la cual aparecía como costoso para el empresario emitir acciones. Pero la deducibilidad de intereses antes de impuesto establecida en 1960 resultó en un menor costo de

la deuda frente a los aportes de los socios.

El fenómeno inflacionario afecta de manera especial la demanda de acciones por parte del inversionista. Para ello basta examinar el rendimiento real de la inversión en acciones y el poder de compra de dicha inversión a través del tiempo. En el período 1970-1984 las utilidades después de impuesto de una muestra de sociedades anónimas crecieron a una tasa media anual de 8.6% mientras que los precios los hicieron al 20.9%. El año 82 arrojó los peores resultados, toda vez que el volumen de utilidades para la muestra de empresas analizadas disminuyó con respecto a 1981. Se concentraron allí los efectos adversos de la inflación, no sólo por los mayores costos de materias primas y de mano de obra, sino también por los altos pagos de intereses originados en el mayor endeudamiento. Si a ello se agrega el aumento de los inventarios por disminución de la demanda, es fácil explicar por qué muchas empresas sufrieron pérdidas al iniciarse la década de los 80.

El comportamiento de las utilidades tuvo un efecto adverso en el rendimiento de las acciones como consecuencia del menor dinamismo de las utilidades y de los altos niveles de inflación, el porcentaje de utilidades distribuidas debió ser aumentado, pasando del 64.4% en 1970 al 79.8% en 1984.

Tal estado de cosas respalda las conclusiones a que han llegado en países de un mayor grado de desarrollo, en el sentido de que el menor crecimiento de los dividendos frente a la inflación y a la tasa de interés, deprime el mercado accionario y ocasiona reducciones en la cotización de acciones. El bajo rendimiento por dividendos no hace atractiva la adquisición de acciones por parte del inversionista, por lo que es difícil colocar nuevas emisiones en el mercado. O para que haya atractivo, los precios deben bajar para aumentar el rendimiento requerido por los inversionistas sobre su inversión en acciones. Este fenómeno puede observarse en la evolución de la relación ganancia por acción/precio promedio por acción, cuyo comportamiento es muy similar al de la tasa de incrementos de precios, (Tabla 10).

La inversión en acciones ha sufrido una pérdida importante en su poder adquisitivo, es decir, no ha constituido una defensa apropiada contra la inflación. Tomando como base 1952, el índice de cotización de acciones se había deteriorado en forma tal que una inversión en acciones por \$ 100 en 1952, tan solo permitía adquirir mercancías por \$ 36 en 1970; para 1981 sólo se podían adquirir bienes por \$ 9.5.

Puede decirse que la demanda por acciones ha estado dominada por la rentabilidad ofrecida como dividendo. Para aumentar este rendimiento se deprimen los precios, situación que ha determinado un valor de mercado de las acciones por debajo del valor patrimonial en varias ocasiones. Este hecho incentiva la adquisición de empresas ya establecidas y limita la creación de nuevas o la ampliación de las ya existentes. La causa principal de dicho fenómeno es la inflación, puesto que le da una perspectiva de muy corto plazo a los inversionistas y les impide cuantificar en menor forma sus ganancias por reinversión de utilidades y aumento en el valor de los activos de las sociedades.

Por lo tanto, para que la demanda y oferta de acciones y la capitalización empresarial se fortalezcan, se debe reducir el ritmo de aumento en los precios y las tasas de interés, y complementar esto con los incentivos gubernamentales recientemente establecidos y una perspectiva de más largo plazo en el ahorro inversión.

Además de los efectos nocivos de todo proceso inflacionario, existe otro preocupante: Son los cambios que genera en la estructura de los pasivos de las empresas. Esto se hace evidente al observar lo que viene pasando con los aumentos de los pasivos laborales en nuestras empresas, rubros que están estrechamente ligados con la evolución de

TABLA 10

INFLACION RELACION GANANCIA NETA POR ACCION
 PESO PROMEDIO ACCION PARA UNA MUESTRA DE SOCIE
 DADES ANONIMAS
 (PORCENTAJES)

AÑOS	GANANCIA NETA POR ACCION % PESO PROM. ACCION	INFLACION %
1971	20.2	10.9
1972	21.9	13.2
1973	22.5	19.6
1974	26.2	23.3
1975	26.4	22.1
1976	29.5	20.5
1977	26.4	31.3
1978	19.6	18.9
1979	38.6	23.9
1980	19.3	24.5
1981	20.4	25.8
1982	17.6	24.4
1983	17.4*	16.5
1984	17.2*	18.3

FUENTES: Ensayos sobre Política Económica Diciembre de 1985.

* Proyectados por los autores.

la inflación, de las expectativas inflacionarias y naturalmente de las convenciones colectivas y con las presiones sobre los salarios mínimos.

4.6 EL ENDEUDAMIENTO Y LA EMISION ACCIONARIA

Los compromisos de deuda han representado en el transcurso de los últimos años, una proporción cada vez mayor con relación a los activos de las empresas. Esta tendencia ha tenido lugar como respuesta de las empresas a la dificultad para disponer de recursos internos suficientes para atender sus necesidades de expansión y a los factores que han favorecido al endeudamiento en detrimento de la emisión. Los factores que han hecho disminuir los recursos internos son: El aumento en los gastos financieros de las empresas a fin de atender crecientes requerimientos de amortización de la deuda; así mismo puede considerarse el incremento en las partidas destinadas a cubrir las obligaciones salariales y prestaciones en un marco inflacionario; también se considera como factor que ha hecho disminuir los recursos internos el aumento en los costos ocasionados por la financiación de inventarios en épocas inflacionarias con bajos niveles de rotación de los mismos; y por último, el bajo dinamismo experimentado por las utilidades operacionales de las compañías.

Entre los factores que han fomentado el endeudamiento en detrimento de la emisión de acciones tenemos:

- El hecho de que los intereses sean deducibles como costos, ésto hace al endeudamiento bastante atractivo para el empresario. Veamos el por qué en un ejemplo: Supongamos una empresa que obtenga una ganancia antes de impuesto de \$ 100, sus gastos de interés son de \$ 20 y su tasa de impuesto de 40%.

Situación primera: si los gastos de intereses no fueran deducibles, la empresa obtendría una ganancia después de impuestos e intereses igual a:

$$\$ 100(1 - 0.40) = \$ 60 - \$ 20 = \$ 40.$$

Situación segunda: al ser los intereses deducibles como sucede en nuestro medio, las empresas alcanzan una utilidad después de intereses e impuestos igual a:

$$\$ (100 - 20)(1 - 0.40) = \$ 48.$$

De donde se puede concluir que al utilizar los accionistas la alternativa de la financiación a través de crédito lo gran ascender en \$ 8 sus utilidades netas. Si agregamos a lo anterior los beneficios derivados de la obtención de créditos a costos reales bajos en épocas inflacionarias,

podemos entender la creciente propensión a endeudarse de las compañías.

- El menor costo relativo del endeudamiento frente a la financiación a través de la emisión de acciones. En la década anterior el costo de obtener crédito a largo plazo para la empresa fue de 7.5% aproximadamente, el costo de obtener capital a través de las acciones fue del 14%*.

- La existencia hasta hace poco de la doble tributación sobre dividendos, fenómeno que hacía difícil la colocación de emisión de acciones en el mercado.

- La aparición de un creciente número de entidades especializadas en captar y prestar recursos en el mercado financiero, muchas de las cuales se han formado al interior de conglomerado lo que les ha permitido obtener economías de escala en su operación, facilitando con ello el acceso

* El costo real de la emisión es igual a la utilidad por acción que tendría que ofrecer la empresa a sus accionistas para que estos adquirieran las acciones objeto de colocación. En otras palabras, es igual a la ganancia promedio por acción ofrecida por las empresas en los últimos años.

Costo real del crédito a largo plazo es igual a:

$(1-0.40)0.25-0.225 = - 7.5 \%$; donde

0.40 = tasa impositiva S.A.

0.25 = tasa de interés promedio crédito a largo plazo.

0.225 = tasa promedio de inflación.

al crédito en condiciones ventajosas a las empresas del mismo grupo. Así, lo que es costo para una empresa manufacturera, se convierte en utilidad para el grupo por el sólo hecho de estar integradas económicamente sus actividades.

Otro cambio de importancia en el plano general de la estructura financiera de las empresas ha sido el tiempo de maduración de las deudas que tiende a ser cada vez menor. A lo largo de la última década, el término promedio de maduración de las deudas de las empresas ha declinado por lo que el pasivo a corto plazo se ha incrementado con relación al total. Entre los factores que pueden explicar ésta tendencia podemos mencionar los cambios tanto en la composición de los activos de las compañías como en las preferencias de los inversionistas. Ultimamente las empresas han visto aumentar el nivel de los activos corrientes, bien por problemas de colocación de sus inventarios o porque han canalizado buena parte de su capital de trabajo hacia inversiones financieras ante las crecientes necesidades de liquidez. Frente a esta necesidad, los administradores para guardar el equilibrio en la estructura de plazos y tasas de interés de los activos y pasivos, han tenido que financiar el incremento en los activos corrientes con créditos a corto plazo.

En síntesis el panorama descrito denota un progresivo debilitamiento en la estructura financiera de las empresas. En los últimos años las obligaciones en favor de terceros se han incrementado ostensiblemente llegando a representar en 1984 más del 75% del valor de los activos de las compañías. Contrariamente, las utilidades retenidas y la emisión de acciones han sido relegadas como mecanismos de financiación mostrando evidentes síntomas de postración. En el mismo sentido se ha reducido el promedio de maduración de las deudas de las empresas presentándose paralelamente continuos aumentos en sus inversiones líquidas.

5. LA SOCIEDAD ANONIMA Y LA REFORMA DE 1983

5.1 ASPECTOS GENERALES

La reforma tributaria de 1983 se elaboró con el fin de subsanar déficits del gobierno y su estrategia se fundó en la ampliación de la base tributaria, pretendiéndose la universalización del tributo.

El instrumento de promulgación de esta reforma fue la emergencia económica decretada por el presidente Belisario Betancur. Los decretos de emergencia económica buscaron inducir cambios en la estructura financiera de las empresas anónimas, castigando el endeudamiento por la vía de reducir la deducción de los intereses como gastos y promoviendo la atenuación de acciones, pues, aumentó el descuento tributario, para los tenedores de acciones, provenientes de los ingresos por dividendos.

El mayor esfuerzo realizado en favor de la sociedad anónima y su capitalización lo constituye la expedición de la Ley 9ª de 1983: Correspondiente al desmonte de la doble tributación.

5.1.1 Objetivos

5.1.1.1 Objetivos Generales

- Reducir el déficit fiscal de la nación y, en particular, sustituir los recursos monetarios de la cuenta especial de cambios por ingresos tributarios.
- Fortalecer los mecanismos de ahorro público y privado como motores fundamentales del proceso de crecimiento real de la economía.
- Proteger los intereses de las clases de bajos y medianos ingresos forzando un proceso de ampliación de la base impositiva, universalizándola, con la consecuencia de bajar la incidencia individual de la tarifa por contribuyente pero ampliar la incidencia colectiva de la tributación.
- Ayudar a robustecer y democratizar la sociedad anónima agilizando y estipulando el proceso de apertura.
- Fortalecer los fiscos departamentales y municipales, a través de reformas a sus principales tributos.
- Vigorizar la tributación directa a nivel nacional, mediante la incorporación de capitales o cultos al sistema tributario, la extensión y refuerzo de la renta presuntiva, la eliminación de canales de evasión y de elusión en las diversas clases altas de tributos, junto con la in-

102

roducción de cambios institucionales que agilicen éstos.

5.1.1.2 Objetivos Tributarios para la Sociedad Anónima

- Desmontar la doble tributación en cabeza del accionista.

- Equilibrar los costos de la capitalización frente a los del endeudamiento.

- Estimular a los Inversionistas Institucionales.

- Perfeccionar algunos instrumentos cuya efectividad se había venido perdiendo (renta presuntiva, sistema de retención en la fuente y de los anticipos, etc).

- Eliminar la concentración accionaria.

5.2 LA LEY 9ª DE 1983 Y LA SOCIEDAD ANONIMA

5.2.1 Mercado de Acciones

5.2.1.1 Demanda

El desinterés de los inversionistas en las acciones obedece, como decíamos antes, a la existencia de mejores al

ternativas de portafolio (títulos financieros, entre otras cosas. El diferencial de rentabilidad después del efecto impositivo, con antelación a la reforma tributaria, era tan amplia, que difícilmente podía invitar la atención en las acciones.

La reforma tributaria, con buen criterio, ha querido nivelar entonces los rendimientos después de impuestos, de varias alternativas de portafolio. Para lograrlo ha previsto varios mecanismos:

Primero: Eliminación de la doble tributación.

Segundo: Control de la evasión de títulos financieros.

Tercero: Retención en la fuente para títulos financieros.

La reforma contempla la eliminación de la doble tributación sociedad anónima accionistas, persona natural, la cual fue establecida en 1953*. La Existencia de la doble tributación significaba para muchos accionistas un grava

* Para ser más fiel a la historia tributaria de nuestro país en 1927, con la Ley 64, se implantó por primera vez la doble tributación en Colombia. La Ley 81 de 1931 "eliminó el doble gravamen que venía rigiendo para las rentas de sociedades de personas al disponer que las participaciones fueran gravadas en cabeza de la sociedad". Contraloría General de la República, reforma tributaria 1982 - 1983. Separata, marzo 1983, p. 15.

men conjunto bastante elevado.

La eliminación de la doble tributación que prevee la reforma tributaria 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:

El 20% de los primeros \$ 200.000 recibidos o abonados en cuentas como dividendos más el 10% del exceso sobre \$200.000.

El valor que resulte de aplicar a los dividendos pagados o abonados en cuenta, el porcentaje que corresponde a su renta líquida gravable, determinado en la tabla de tarifas correspondientes a personas naturales, sin que exceda del 34.4%.

Para accionistas de sociedades distintas a las abiertas se concede la primera opción señalada en la parte ante

* Las sociedades abiertas se definen el artículo 10 de la nueva ley.

135



rior.

Los mecanismos dispuestos para minimizar la doble tributación en las sociedades abiertas o reducirla en las demás sociedades, significa un importante esfuerzo fiscal para reactivar la demanda de acciones. 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 accionistas.

Cabe señalar, además, que el estímulo contemplado en la segunda fórmula anterior, se limita al 34.4%. De lo contrario, el descuento podría equivaler al 49%, la tarifa máxima aplicable a personas naturales, significando ello que con la percepción de dividendos pudiere reducirse la carga tributaria imputable a rentas distintas de dividendos, beneficiando exageradamente a las altas rentas .

* Con la reforma tributaria de 1986, se eliminó totalmente la doble tributación por concepto de dividendos y participaciones, en cabeza del accionista; si dichas utilidades han sido gravadas en cabeza de la sociedad.



5.2.1.2 Oferta

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, la acentuación 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.

Existía un desbalance entre los costos de endeudamiento y acción. Tal desbalance ha sido abocado por la reforma tributaria incidiendo en uno de los costos alternativos de financiamiento, la emisión de acciones. A este respecto, a más de eliminar la doble tributación conforme se reseñó en la sección anterior, 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 sin que exceda del 15% del impuesto de renta de la sociedad emisora. Para las sociedades nacionales no abiertas sin que exceda del 8% del impuesto de renta.



En lo referente al endeudamiento, contemplaba la reforma 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 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, etc.

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 debería existir limitación alguna a la deducción (financiamiento de proyectos en donde bajo cualquier



standar, el ahorro nacional es insuficiente; prestamos 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.

5.2.2. Promoción de los Inversionistas Institucionales

La ley prevee que los rendimientos provenientes de los fondos de valores administrados por las Sociedades Comisionistas de Bolsa, así como los provenientes de los Fondos de Inversión, se asimilarán a Dividendos para efectos fiscales. Esta medida busca estimular a los inversionistas institucionales que pueden jugar un papel muy importante en la promoción de un mercado de capitales dinámicos, al gozar de los beneficios dispuestos para los accionistas, personas naturales. La razón que hace necesaria esta aclaración legislativa es la siguiente:

Los Fondos de inversión fueron asimilados a las Sociedades Anónimas para efectos tributarios por el Decreto 2053 de 1974. Con ello se buscaba que los suscriptores de tí



tulos de los fondos se beneficiaran de descuentos especiales como los otorgados por los artículos 90 y 92 del mismo decreto.

Con la expedición del decreto 2247 de 1974 los Fondos de Inversión se declararon como no contribuyentes (Art. 64), ello conllevó la suspensión del beneficio de los descuentos citados, según concepto 014 del 7 de enero de 1981 de la subdirección jurídica de impuestos nacionales. En situación similar se encuentran los Fondos de Valores que, según el decreto 1172 de 1980 pueden administrar las Sociedades Comisionistas de Bolsa.

La pérdida de este tratamiento favorable ha sido causa de un desestímulo para la suscripción de unidades de inversión. En las circunstancias actuales en que existe un interés creciente por la reactivación de la Sociedad Anónima, es pertinente la aclaración que hizo la ley 9ª de 1983 de esta laguna jurídica.

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



5.2.3 Prima de colocación de acciones

El artículo 13 de la Ley 9ª de 1983 tiene por objeto de finir claramente la naturaleza jurídico contable de la Prima de Colocación de Acciones, respecto de la cual se han suscitado algunas controversias en los últimos tiempos. Dicha norma, en concordancia con lo que es un concepto unánime dentro de la doctrina, establece que la Prima de Colocación de Acciones, no constituye renta ni ganancia ocasional cuando se contabiliza como Superávit de Capital no susceptible 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 reservas 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, ni conlleva un enriquecimiento para la sociedad.

Consecuentemente la Ley 9ª de 1983 busca recoger en una



norma de jerarquía legal lo que ya la doctrina y la jurisprudencia tienen bien averiguado, vale decir, que la Prima que se obtenga en la colocación de acciones no es un ingreso constitutivo de 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 contabilizada 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.

5.2.4 Las ganancias ocasionales*

La Ley 9ª de 1983 no efectúa cambios fundamentales en materia de éste régimen. Su lugar destacado para los propósitos de este trabajo proviene de dos normas distintas de la Emergencia Económica.

De una parte el Decreto 236 de 1983 facultó a los contri

* Con la reforma tributaria de 1986, el impuesto por ganancias ocasionales pasó del 40% al 30%.

buyentes para que en las declaraciones de renta correspondientes al año gravable 1982, pudieran ajustar el valor comercial el costo de los activos fijos poseídos en 31 de diciembre. Tal ajuste no tendría efectos catastrales.

Respecto de las acciones poseídas en 31 de diciembre de 1982 con carácter de activos fijos, cotizados en Bolsa, el ajuste no podía exceder al promedio del precio en Bolsa en el mes de diciembre de 1982. Para las acciones no cotizadas en Bolsa el ajuste en cuestión no podía exceder al valor intrínseco.

La facultad prevista en el decreto referido permitía al contribuyente eliminar o minimizar posibles impuestos de ganancias ocasionales que se causen en el futuro. Naturalmente el contribuyente debería balancear este beneficio esperado con los efectos tributarios inmediatos del mismo ajuste al significar éste, aumento del patrimonio fiscal y consiguientemente de la base para calcular la renta presuntiva, para el caso de los activos fijos distintos a acciones.

Por otra parte la ley 14 de 1983 establece que "cuando el avalúo catastral de los bienes inmuebles que tengan el carácter de activos fijos fuere superior al costo fiscal,



143

dicho avalúo se tomará en cuenta para determinar:

- a. La renta o ganancia ocasional.
- b. La renta presuntiva.
- c. El patrimonio fiscal.
- d. El avalúo de los bienes relictos.

Si bien la norma transcrita tiene efectos entre otros, para la determinación de la ganancia ocasional, debe relevarse la implicación tributaria de este tratamiento en el año próximo y siguientes al preverse en la misma ley 14/83 la actualización en 1983 del avalúo en un 10% por cada año a partir del último que se hubiere practicado sin exceder de 15 años. Contempla además la ley 14/83 que "cuando el avalúo catastral fuere el resultado de una autoestimación y resultare superior al costo fiscal, únicamente se tendrá en cuenta para efectos de determinar la utilidad de la enajenación del respectivo inmueble, al finalizar el segundo año de la vigencia de la respectiva estimación".

De esta manera en la práctica, desaparece el impuesto de ganancias ocasionales que pueden originarse en la venta de activos fijos, incurriéndose naturalmente los efectos patrimoniales y de renta presuntiva durante el período de posesión de los activos fijos cuyo valor catastral se ha

autoestimado.



BIBLIOTECA UNIVERSITARIA
Fernández de Madrid
Universidad de Cartagena

144

La ley 9ª de 1983 contempla algunos cambios en el régimen de ganancias ocasionales enderezados a precisar las circunstancias de los beneficios concedidos por la ley 20 de 1979. En esta perspectiva tal vez los de más relieve sean los que tocan con la posibilidad de que a la lista de opciones de inversiones sustitutivas del impuesto de ganancias ocasionales provenientes de la enajenación de activos fijos, se le hubiera adicionado la suscripción proveniente de nuevas emisiones o partes de interés social y la limitación que se hace de que no constituirán renta ni ganancia ocasional las acciones o los derechos sociales que reciban los accionistas o socios cuando las sociedades capitalicen el valor de las ganancias ocasionales obtenidas en la enajenación de activos fijos, aspecto de este último, abierto antes a todo tipo de ganancias ocasionales.

5.2.5 La Renta Presuntiva

5.2.5.1 Sobre ingresos Netos

Como es sabido el sistema de presunción en sus elementos actuales, se estableció en el país desde 1973 como reconocimiento de que la administración tributaria es en



muchos casos incapaz de identificar por medio de investigación corriente, la verdadera capacidad económica de los contribuyentes. Ha tenido pues que recurrir a medios indirectos para garantizar una tributación mínima. El país asimiló el mecanismo, extendido y reforzado con la reforma tributaria de 1974, pero bien pronto, lo aprendieron a eludir o evadir los colombianos, unas veces favorecidos por la lentitud de los ajustes en los avalúos catastrales, otros por el aumento de los pasivos.

La pérdida de eficacia de la presuntiva sobre el patrimonio originó el establecimiento de otras bases de presunción. Se creó en primer término la presuntiva sobre ingresos netos con tasas del 1.5% para 1983 y del 2% para los años siguientes, entendiéndose que el contribuyente deberá determinar su renta líquida sobre el valor más alto entre la presuntiva patrimonial y la presuntiva sobre ingresos netos.

5.2.5.2 Sobre el Patrimonio Líquido

La ley 9ª de 1983 ha querido recuperar la eficacia de la presuntiva sobre el patrimonio.

Para ello se ha valido de varios instrumentos: Ha incorporado avalúos catastrales automáticos conforme ya se ex



plicó, ha establecido controles a pasivos, ha prohibido que la presuntiva puede ser compensada con ganancias ocasionales, y ha extendido la presunción a sociedades de personas.

Aún cuando la presunción sobre el patrimonio sí representa una medida indirecta de capacidad económica para efectos de impuestos de renta, ello pudiere conllevar el entendido para contribuyentes y funcionarios de que el nivel resultante de contribución es el deseado por el legislador, cuando tan solo corresponde a su nivel mínimo.

5.2.6 Desmante de la Cascada Presuntiva entre sociedades y entre éstas y sus socios

Con antelación a la ley 9ª 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 receptora de la inversión no distribuía dividendos. Pero si la sociedad receptora de la inversión no tenía renta líquida o ésta era inferior a la presuntiva, las dos pagaban impuestos 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 bajo el régimen de presunción.

La Ley 9ª 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.

En lo que concierne con los socios de la limitada, la doble tributación presuntiva se evitó el establecer que para aquellos, la renta líquida debía corresponder a la proporción que a cada socio le corresponda de la renta real de la sociedad conforme se expresó.

5.2.7 La Democratización de la Propiedad de Acciones

Consecuente con el objetivo general de democratizar la Sociedad Anónima en reconocimiento de sus virtudes económicas y sociales, la reforma ha dispuesto que los beneficios de la reducción de la doble tributación, sociedades anónimas personas naturales, sean más significativos para las sociedades nacionales abiertas, tal como ya se detalló.



Paralelamente el beneficio concedido por emisión de acciones se ha formulado bastante más elevado para las sociedades abiertas, conforme ya se detalló.

La Ley 9ª de 1983 determinó lo que se entiende por sociedad abierta, haciendo más restrictivo el concepto que existía en la Ley 54 de 1977*.

En las circunstancias actuales de concentración existe un número muy limitado de sociedades 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 del país.

* La Ley 9ª de 1983 determina que sociedad abierta es aquella: a. que tenga 100 o más accionistas; b. que por los menos el 50% de las acciones suscritas pertenezcan a accionistas que individualmente no posean más del 3%; c. que ningún accionista o grupo de accionistas allegados entre sí posean más del 30% del total de las acciones, directa o indirectamente; d. que las acciones de la propiedad se encuentren inscritas en la 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. Con la Ley 0075 quedó derogado el concepto de Sociedad Abierta.



Cabe señalar además que para los beneficios de apertura recaigan con mayor equidad, debió haberse dispuesto tanto en la Ley 54 de 1977 como en la Ley 9 de 1983 y en adición a los criterios establecidos para que los satisfaga la sociedad anónima, que ellos se reputen respecto del grado de control de cada accionista y no únicamente del de la sociedad como un todo.

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

5.3 EFECTOS DE LA REFORMA TRIBUTARIA SOBRE LA SOCIEDAD ANONIMA

5.3.1 Efectos sobre la Tasa de Interés

La reforma tendría un efecto favorable sobre la tasa de interés, pues disminuye los impuestos de los ingresos recibidos por concepto de interés, porque deja de gravar una porción de los intereses equivalentes a un porcentaje de la corrección monetaria aplicable en el periodo. De



150
BIBLIOTECA UNIVER.
Fernández de Madrid
Inst. de Cartografía

esta forma el ahorrador para obtener los mismos ingresos después de impuestos, requiere menores intereses que antes, eliminándose un poco, la presión para elevar los intereses por parte del ahorrador. Lo anterior, puede producir una baja en las tasas de interés, completando ésta medida con otras, conducentes a eliminar la evasión.

5.3.2 Efectos sobre los Precios de las Acciones

En un primer vistazo se pudo haber pensado que los precios de las acciones subirían a causa del mejor tratamiento tributario que reciben los accionistas (desmonte de la doble tributación, aumento del descuento tributario, etc.). En realidad lo que aumentó fue la tributación de la sociedad anónima y se disminuyó la utilidad de las mismas después de impuestos. Lo más probable es que se afecte negativamente la capacidad de las sociedades para distribuir dividendos y, en consecuencia, que se disminuya el precio de las acciones por la falta de atractivos para invertir en estos papeles.

5.3.3 Efectos sobre la estructura financiera de las empresas

El sistema tributario que estaba vigente antes de las reformas que estamos tratando, estimulaba el endeudamiento



de las empresas, pues les concedía a los intereses el status de gasto deducible para efectos de calcular los impuestos. Esta deducción hacía que el estado compartiera una buena porción del costo financiero de la deuda, y por lo tanto era un estímulo para el endeudamiento. Al reducir como se hizo con las nuevas medidas, la porción de interés que se puede considerar gasto admisible como deducción, se disminuye el atractivo del endeudamiento, pues se eleva su costo relativo. Sin embargo, como se le extendió una ventaja tributaria a los prestamistas, ya que se les concedió la deducción de una porción de los intereses equivalentes a un porcentaje de la corrección monetaria, se disminuyó por éste concepto el costo del endeudamiento. En todo caso, la razón estructural por la cual el sistema tributario estimula el endeudamiento antes que a la capitalización, es que se puede deducir como gasto la totalidad, o parte de los intereses. Y la reforma todavía permite dicha deducción parcial, de tal manera que todavía puede existir un nivel de endeudamiento elevado que le convenga a la empresa. En otras palabras, persisten las razones tributarias estructurales que incitan al endeudamiento de las empresas, aunque la reforma puede haber influido para disminuir los límites óptimos de endeudamiento de las sociedades anónimas.

Por otra parte, la tributación no es la única razón por



la cual es conveniente endeudar una sociedad anónima. En el mercado colombiano ellas gozan de una posición privilegiada, pues tienen acceso a fuentes de crédito menos incierto y más barato, cuando no a fuentes subsidiadas como son las de crédito de fomento. En éstas condiciones las sociedades se endeudarían mientras su tasa de interés promedio después de impuestos sea inferior a la del mercado, ello da campo para un amplio endeudamiento.

Otra de las razones por las cuales se prefiere el endeudamiento de las sociedades anónimas a la emisión de acciones para financiar la expansión es porque los accionistas mayoritarios no desean aumentar su inversión en la empresa, ni poner en peligro su control. Este factor motivante del endeudamiento se mantiene a pesar de los nuevos estímulos tributarios a la inversión en acciones, pues dichos estímulos afectan la demanda de acciones pero no la oferta.

La reforma parece haberle disminuido la tasa de tributación a los accionistas de sociedades anónimas, especialmente si son anónimas abiertas, pero a la vez se disminuyeron las utilidades después de impuestos de éstas empresas, castigando la deducción por concepto de intereses.

5.4 PERSPECTIVAS DE LA SOCIEDAD ANONIMA



Estas medidas fueron elaboradas con el ánimo de hacer más atractiva la inversión del accionista: nivelando los rendimientos después de impuestos de las acciones con las de otros papeles que circulan en el mercado. Adicionalmente, el gobierno creó, para ser manejado por el Banco de la República, un fondo de capitalización empresarial.

Todos éstos cambios en el régimen tributario, económico y legal, están llamados a producir progresos en la configuración de la sociedad anónima y el mercado de capitales, toda vez que los empresarios y trabajadores del país entiendan que el adecuado uso de éstas herramientas de progreso ofrecen muy favorables oportunidades para incrementar la inversión nacional y el bienestar de la clase trabajadora. Desde luego que todo esto dependerá de la estrategia monetaria y cambiaria que se siga para asimilar éstos fenómenos; evitando que el costo de vida se disparara, se podrían obtener altos volúmenes de negociaciones en el mercado bursátil y, lo que sería más saludable, se presentaría un mejor ambiente para la negociación de acciones.



154

La Sociedad Anónima a pesar de sus múltiples problemas, es una de las piezas fundamentales de nuestra economía y sigue siendo la herramienta indispensable para continuar profundizando y expandiendo el desarrollo económico de nuestro país. El estado aunque lo quisiera, y aunque el país entero lo aceptara, no está ni remotamente en capacidad de asumir ese papel. Y otras formas de sociedad privada, no tienen la aptitud de reunir apreciables volúmenes de capital que ahora necesitamos en acumulaciones cada vez mayores.

Las expectativas que existen para la Sociedad Anónima y el mercado accionario para los años venideros, son estimulantes; especialmente cuando se esperan hechos importantes en los campos económico y político del país que deberán afectar las actividades de la sociedad anónima.

Conviene señalar que en algo se ha avanzado en el propósito de rescatar la sociedad anónima del estado deplorable en que se halla. Pensamos que la propia percepción del problema, de su alcance y magnitud, que se abre paso en diversos estamentos, constituye de por sí un principio de solución. El gobierno a través de políticas tributarias, económicas y legales plantea medidas destinadas a lograr la reactivación del mercado de capitales y la capitalización de la Sociedad Anónima.



6. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Los antecedentes de la sociedad anónima los encontramos principalmente en las "Societas Vectigalium Publicanorum" en Italia y las compañías mercantiles de Holanda e Inglaterra.

En Colombia, la sociedad anónima tuvo muchas dificultades en establecerse, por lo tanto se puede decir que es una organización del siglo XX. El nacimiento de la industria colombiana está asociado con la aparición de pequeñas industrias semejantes a unidades artesanales, debido al escaso desarrollo técnico, éstas pasaron por diferentes procesos antes de llegar a la forma que conocemos ahora.

El mercado de capitales en Colombia atravie^sa múltiples dificultades que obstaculizan la función de asignador de recursos que permitiría una eficiente actividad empresarial necesaria para el desarrollo económico del país.

Desde finales de los años sesenta comienza a observarse



un progresivo debilitamiento en la estructura financiera de la Sociedad Anónima Colombiana, caracterizada por un aumento del endeudamiento en detrimento de la financiación interna y los aportes de capital.

Los niveles de endeudamiento en 1984 fueron superiores al 78%, mientras que los aportes de los socios representaban el 2.2% demostrando ésto, una grave postración de la sociedad anónima como forma de organización captadora de recursos.

La capitalización de las empresas a través de la sociedad
anónima ha decrecido debido a que las acciones por definición, son activos de menor liquidez y de mayor riesgo que los activos financieros que hoy se transan en el mercado, y deberían tener una rentabilidad casi infinita para que fueran preferidas desde el punto de vista de los inversionistas, a los demás papeles financieros. Además se encuentra el problema de la evasión, puesto que los demás activos financieros tienen posibilidades de evadir y la acción no. ?

Factores tales como la concentración en la propiedad accionaria, el fenómeno inflacionario que convirtió en negativa el rendimiento de los accionistas, el sistema tributario que hace muy onerosa la inversión en acciones;



y la pérdida de la competitividad de las acciones frente a otros activos financieros, hacían más dependiente a la sociedad anónima de los créditos como fuente de financiamiento.

Uno de los obstáculos para la capitalización empresarial en nuestro país y tal vez el más fundamental es la doble tributación, que a pesar del desmonte casi total que se le dió en la Ley 9ª de 1983, mediante el descuento a que tienen derecho los contribuyentes por concepto de los dividendos recibidos, para la mayoría de los ciudadanos, ~~éste sistema resulta desconocido y complejo,~~ constituyendo un factor más de desestímulo a la inversión del sector empresarial.

Todas las medidas tomadas por el gobierno buscan la recuperación del mercado accionario, si ésto no se pudo lograr con la Ley 9ª de 1983; en 1987 se puso en marcha una nueva reforma tributaria, que eliminó por completo la doble tributación y disminuyó el impuesto de la ganancia ocasional, generando con esto fuertes incentivos a la capitalización.

El gobierno debe adoptar políticas encaminadas a desarrollar un mercado de capitales a largo plazo, con el fin de evitar la dependencia de las empresas por el crédito de



fomento del Banco de la República y los Créditos de la Banca Internacional.

Para que las empresas retomen la generación interna de fondos como fuente importante de recursos, es necesario crear reservas exentas de impuestos para apoyar el pago de dividendos con el fin de salvaguardar los intereses de los inversionistas, especialmente los minoritarios.

Disminuir las tasas de interés con el fin de igualar el rendimiento de las acciones frente a otras formas de ahorro financiero.

El Fondo de Capitalización Empresarial debe apoyar principalmente empresas nuevas que quieren situarse en el mercado, con el fin de estimular la imaginación de los inversionistas hacia formas modernas de producción.

159



BIBLIOTECA UNIVERSITARIA
Fernández de Madrid
Universidad de Cartago

GLOSARIO

ACCION: Título que representa fracciones iguales del capital social de las empresas y que se cotiza y transfiere en los mercados bursátiles.

ACCIONISTA: Poseedor de acciones de una empresa comercial industrial o financiera que se es dueño de un mínimo determinado de acciones, puede asistir a las reuniones o hacerse representar en ellas en que se examine la situación de la empresa, se señalan los dividendos que han de distribuirse y se nombra o se ratifica a los funcionarios encargados de la administración de la empresa.

BOLSA DE VALORES: Es el mercado en el cual se compran y venden valores, títulos, bonos, acciones, etc. Todos estos son objetos de transacciones bursátiles, que pueden no pasar directamente de unas manos a otras; el vendedor puede operar sin títulos valores real y el comprador sin dinero en efectivo.

BONOS: Es una especie de título valor de interés fijo con garantía usualmente a largo plazo.

BURSATIL: Referente a los negocios de bolsa, como la compra venta y canje de valores, operaciones de cambio de moneda, compra venta de mercaderías en presente y futuro, cotizaciones, valorizaciones, pólizas, cobros, etc.

CAPITALIZACION: 1. Conversión de ganancias acumuladas y reservar en emisión de capital. 2. Capitalización de mercado, es el valor de mercado de las acciones de capital emitidas por las empresas; o sea el precio cotizado de sus acciones, multiplicado por el número de acciones no pagadas. 3. Formación de capital con el ahorro de dinero, ya sea para tener una reserva, ya para percibir una renta.

DIVIDENDOS: La cantidad de utilidades de la compañía que la Junta Directiva decide distribuir entre los accionistas comunes. Usualmente representan o bien una cantidad absoluta por acción o un porcentaje del valor nominal de las acciones ordinarias que forman el capital.

EMISION: Conjunto de títulos o valores, efectos públicos

de comercio o bancarios, que se crean para ponerlos en circulación.



EMISION DE TITULOS: Oferta de nuevas emisiones a los accionistas de una empresa. La compañía ofrecerá los títulos en cierta proporción respecto a los valores existentes dependiendo de la cantidad en la que se desea aumentar el capital social.

FINANCIAMIENTO: La provisión de dinero cuando y donde se necesite. El financiamiento puede ser corto, mediano y largo plazo, y puede usarse para el consumo o la inversión. Cuando se otorga para inversión éste se convierte en capital.

MERCADO DE CAPITALES: Conjunto de instituciones financieras que canalizan la oferta y demanda de préstamos financiados a largo plazo.

MERCADO SECUNDARIO DE ACCIONES: Es aquel donde se transan valores no cotizados mediante ventas privadas y transacciones entre comisionistas, bancos y otras instituciones o personas.

REFORMA TRIBUTARIA: Reforma de la estructura de las tasas impositivas, adopción de nuevos impuestos o modifica

ción de los existentes, eliminando aquellos improductivos con el fin de racionalizar el sistema fiscal.

SOCIEDADES ANONIMAS: Es una forma especial de organización de empresas, que reúne pequeños y grandes ahorros para orientarlos hacia los distintos campos de la actividad económica. El capital de las sociedades anónimas está dividido en acciones.

TRIBUTACION: Pagos a favor del Estado que están a cargo de los propietarios de rentas, propiedades, mercancías y servicios que son utilizados en el sostenimiento de los servicios públicos y la inversión Estatal.

UTILIDAD: Es la ganancia que se acumula para el empresario, es decir el remanente que queda después de pagar todos los costos de oportunidad.

163



UNIVERSITARIA
de Madrid,
Universidad de Cartagena

BIBLIOGRAFÍA

ALBORCH, Carmen. EL derecho al voto del accionista. Editorial Tecnos, Madrid, 1977.

BERNAL, Gutierrez Rafael. La sociedad anónima en Colombia. Legis editores, S.A. Bogotá, 1980.

BOLSA DE BOGOTA. Boletines mensuales. Números: 3, 43 y 61. Bogotá, 1979, 1982 y 1984.

BUENO, Miranda Jaime. "Tributación de las sociedades". Cámara de Comercio de Bogotá; Sociedades Comerciales, número 51. Bogotá, 1983.

CAICEDO, Ferrer Juan Martín. "La sociedad anónima en Colombia". Bolsa de Medellín: Simposio Nacional de Sociedades Anónimas. Medellín, 1981.

CARRIZOSA, Serrano Mauricio. Las tasas de interés y el ahorro financiero en Colombia. Asociación Bancaria de

Colombia. Bogotá, 1985.



BIBLIOTECA UNIVERSITARIA
Fernández de Madrid
"Ciudad de las Artes"

104

CHICA, Avella Ricardo. "La financiación de la inversión en la industria manufacturera colombiana, 1970-1980". Desarrollo y Sociedad, números 15-16, Bogotá, septiembre de 1984, marzo de 1985.

GARRIGUES, Joaquín. Curso de derecho mercantil. Primera edición, Editorial Porrúa. Méjico, 1977.

GASPERONI, Nicola. Las acciones de las sociedades mercantiles. Editorial revista del derecho privado. Madrid, 1950.

HOMMES, Rudolf. "Evolución histórica del mercado de acciones en Colombia". Comisión Nacional de Valores. Año 2, volumen 2, boletín número 6. Bogotá, 1984.

_____. "Revisión de algunos aspectos de la concentración en Colombia". Desarrollo y Sociedad, número 9. Bogotá, septiembre 1982.

INSTITUTO AMERICANO DE MERCADO DE CAPITALES. "Los mercados de capitales en América Latina y el Caribe, 1983". Comisión Nacional de Valores. Año 2, volumen 2, boletín número 8. Bogotá, 1984.

LIBRERIA
Medellin
Cartagena
165

LOW, Murtra Enrique. "Tributación". Bolsa de Medellín:
Simposio Nacional de Sociedades Anónimas. Medellín,
1981.

NARVAEZ, García José Ignacio. Estudio y conceptos mercan-
tiles. Editorial Librería el Profesional. Bogotá,
1982.

ORTEGA, Joaquín León y VILLA, Guillermo León. "Las opera-
ciones de Underwriting como mecanismo de capitaliza-
ción de las sociedades anónimas". Comisión Nacional
de Valores. Año 2, volumen 2, boletín número 9. Bogo-
tá, 1984.

OSPINO, Vásquez Luis. Industria y proteccionismo en Co-
lombia. Editorial Oveja Negra. Medellín, 1979.

RESTREPO, S. Juan Camilo. "Tendencias observadas en la
estructura financiera de las empresas en los últimos
años y perspectivas". Cámara de Comercio de Bogotá:
Sociedades comerciales, número 51. Bogotá, septiembre
1983.

_____. "Reflexiones sobre la rentabilidad empresarial
en Colombia". Ensayos sobre política económica, nú-
mero 7. Bogotá, 1985.

1bb

RESTREPO, Juan Camilo. SERNA, Juan Guillermo y ROSAS, Manuel Gilberto. "Inflación, financiamiento y capitalización empresarial". Ensayos sobre política económica, número 4. Bogotá, diciembre 1983. ✓

ROSAS. Díaz Manuel Gilberto. "Generación interna de fondos". Comisión Nacional de Valores, año 3, volumen 3, boletín número 5. Bogotá, 1985.

SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES. Temas económicos, número 7. Bogotá, 1986.

VERGARA, Achury José Edilberto. "Las acciones propias readquiridas". Comisión Nacional de Valores, año 3, volumen 3, boletín número 2. Bogotá, 1985.