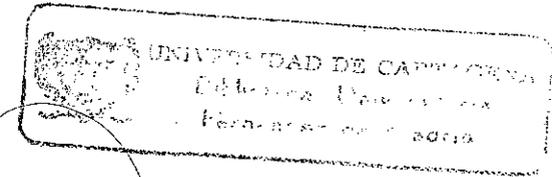


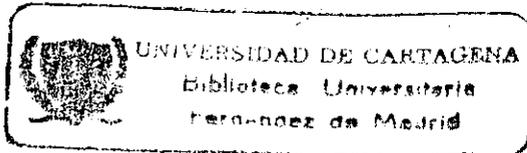
T  
332.46  
6216

MANEJO DE LA POLITICA MONETARIA Y FISCAL EN COLOMBIA Y  
SU INCIDENCIA EN EL COMPORTAMIENTO DEL MERCADO DE  
VALORES.

1980 - 1989



MIGUEL GARCIA CASTAÑO  
MARTHA YANEZ CONTRERAS



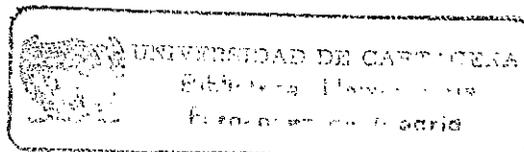
Tesis presentada al  
Comité de Graduación.

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS  
PROGRAMA DE ECONOMIA

58966



Cartagena, Marzo de 1990.





# Universidad de Cartagena

CARTAGENA - COLOMBIA

4 de abril de 1990

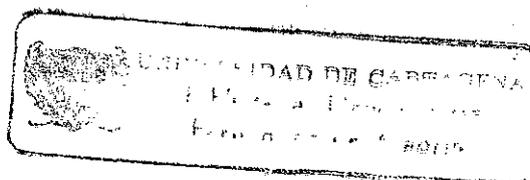
Señores  
MIEMBROS COMITE DE GRADUACION  
Facultad de Ciencias Económicas  
Universidad de Cartagena  
Presente .

El trabajo de Grado titulado "Manejo de la Política Monetaria y Fiscal y su incidencia en el Comportamiento del Mercado Público de Valores", elaborado por los egresados Marta Alicia Yanes Contreras y Miguel Felipe García Castaño, es en mi opinión un estudio cuyo contenido investigativo hace entrega de unos elementos fundamentales para la comprensión de la operatividad de los variables que intervienen y se afectan en el mercado de valores como consecuencia de decisiones que tienen que ver con el manejo de las políticas Monetaria y Fiscal. El estudio hace mas mérito por cuanto el análisis está impregnado de objetividad al estudiar la problemática dentro del contexto colombiano.

Por todo lo anterior considero, muy respetuosamente, que el presente trabajo es merecedor de una excelente calificación por parte del respetado Jurado Calificador .

Aprovecho la ocasión para felicitar a los egresados Yanes y García y desearles éxitos en el ejercicio profesional.

  
PABLO SERPA ALVAREZ  
Presidente de Tesis



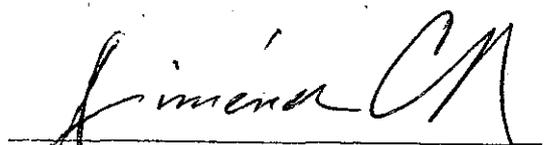
Cartagena, 30 de Marzo de 1990

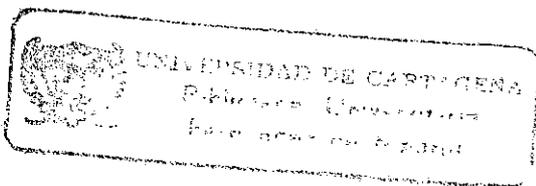
Señores  
MIEMBROS COMITE DE GRADUACION  
Facultad de Ciencias Económicas  
Universidad de Cartagena  
E. S. D.

Estimados señores:

Por medio de la presente me permito someter a su consideración la tesis de grado titulada MANEJO DE LA POLITICA MONETARIA Y FISCAL EN COLOMBIA Y SU INCIDENCIA EN EL COMPORTAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES DURANTE LA DECADA 1980 - 1989, de la cual fui designado asesor por los egresados de la facultad de Ciencias Económicas MIGUEL GARCIA CASTAÑO y MARTHA YANEZ CONTRERAS, quienes la presentan para optar al título de Economista.

Cordialmente,

  
RAMON JIMENEZ CORONADO  
Asesor



RJC/amms

4

Cartagena, Marzo 30 de 1.990.

Señores Miembros  
COMITE DE GRADUACION  
Facultad de Ciencias Económicas  
UNIVERSIDAD DE CARTAGENA  
E. S. D.

Estimados señores :

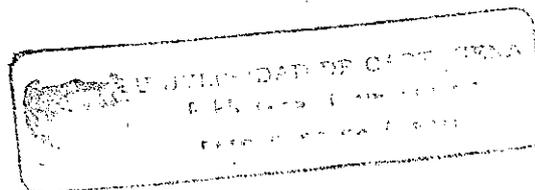
Por medio de la presente nos permitimos poner a su consideración nuestra Tesis de grado titulada : Manejo de la Política Monetaria y Fiscal en Colombia y su Incidencia en el Comportamiento del Mercado de Valores, requisito para optar al título de Economistas.

Esperamos su pronta y positiva respuesta.

Atentamente,

MIGUEL GARCIA CASTAÑO

MARTHA YANEZ CONTRERAS.





5

**UNIVERSIDAD DE CARTAGENA**  
**Facultad de Ciencias Económicas**

**Programa de :** ECONOMIA.

**DE :** COMITE DE GRADUACION

**PARA :** Dr. RAUL SIERRA

**REFERENCIA :** Tesis de Grado

**FECHA:** 5 de Abril de 1990.

Para su consideración y estudio remito a Ustedes la Tesis de Grado ; **MANEJO DE LA POLITICA MONETARIA Y FISCAL EN COLOMBIA Y SU INCIDENCIA EN EL COMPORTAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES 1980-1989.**

Presentada por los Señores : **MIGUEL GARCIA**  
**MARTA YANEZ**

Sírvanse remitir el Concepto respectivo en el original de esta hoja , marcando con una x los términos de ;

**APROBADA :**

**MERITORIA :**

**LAUREADA:**

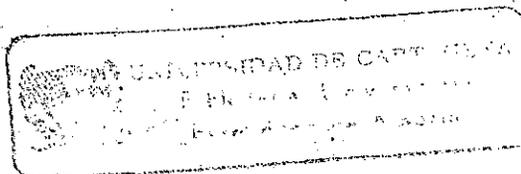
**NO APROBADA ( motivo )**

**Observaciones :**

Plazo de entrega 30 días a partir de la fecha .

Cordialmente ,

*Raul Sierra M*  
El Profesor ( Jurado )





**UNIVERSIDAD DE CARTAGENA**  
**Facultad de Ciencias Económicas**

Programa de : **ECONOMIA.**

DE : **COMITE DE GRADUACION**

PARA : **Dr. EDUARDO VILLALBA BUSTILLO.**

REFERENCIA : **Tesis de Grado**

FECHA: **5 de Abril de 1990.**

Para su consideración y estudio remito a Ustedes la Tesis de Grado ; **MANEJO DE LA POLITICA MONETARIA Y FISCAL EN COLOMBIA Y SU INCIDENCIA EN EL COMPORTAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES 1980-1988.**

Presentada por los Señores : **MIGUEL GARCIA**  
**MARTA YANEZ**

Sírvanse remitir el Concepto respectivo en el original de esta hoja , marcando con una **x** los términos de :

APROBADA :

MERITORIA :

LAUREADA:

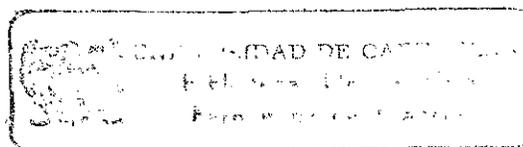
NO APROBADA ( motivo )

Observaciones :

Plazo de entrega 30 días a partir de la fecha .

Cordialmente ,

El Profesor (Jurado)



7

## DEDICATORIA

Hoy estamos cerrando un capítulo más de nuestra vida diaria. El correr del tiempo nos hace serenos y triunfantes, estamos dando una victoria más, porque abrimos el capítulo de la esperanza y progreso.

Quiero dedicar y agradecer a Dios por haberme tenido con buena salud durante mi carrera, lo mismo que a mi Madre, Luisa de García, que con su trabajo y esfuerzo ha podido apoyarme en todo lo que estaba a su alcance para que yo culminara felizmente mis estudios.

A Ely, por su amor, apoyo moral e incondicional, a mi tío Carlos García, que siempre lo recordaré como símbolo de agradecimiento, a mi tío Germaán Castaño, a mi primo Alberto Luis a mis grandes amigos, Antonio Sierra, Orlando Cogollo y Jorge Agresott Pérez, a todos ellos les dedico este trabajo.

¡Mil Gracias!

M.G.C.

DEDICATORIA

A Dios, un amigo que sabe esperar.

A mis padres, Belisario Yanez y Dora Contreras, a quienes debo mucho de lo que hoy soy; a mis hermanos, Belisario, Tony, Marisol, Fredy y Doris Juanita; a mis abuelos, Juana y Apolinar; y a mi tío German, por su incansable fé en mi.

A mi gran amiga, Betsy Navarro, una lucecita de verdad que me ayuda a ver las cosas buenas que llenan mi vida.

A mi amigo, Jorge Luis Galezo Rodriguez, por todo lo bueno de si mismo que ha dejado en mí.

Y de manera muy especial, a la hermana que Dios me ha regalado, mi mejor amiga : Betsy Ginés Vergara Niño... porque siempre has estado allí.

M.Y.C.

AGRADECIMIENTOS

Al culminar este trabajo queremos hacer un acto de agradeci-  
mientos a nuestros padres, por habernos inculcado el princi-  
pio de la responsabilidad en nuestras decisiones de la vida.

No podemos perder esta oportunidad para hacer mención de a-  
quellos profesores que nos han colaborado de una manera de-  
sinteresada para llevar a cabo esta realidad, son ellos :  
Pablo Serpa Alvarez, Ramón Jiménez Coronado, Ruderico Truji-  
llo Prins, Orlando Figueroa Llerena y Ramón Baños González-  
Rubio, lo mismo que a Mariana Torres Amarís, estaremos muy  
agradecidos siempre por ese gesto humanístico.

Indudablemente tenemos que hacer referencia a una serie de  
Insituciones que también nos colaboraron para poder reali-  
zar este trabajo, sen ellas :

- Bolsa de Valores de Medellín, en especial a la Doctora  
Carmen Sofía Restrepo, Jefe División de Sistemas.
- Comisión Nacional de Valores, Bogotá, D.E., en especial a  
la doctora Melba Heredia.

- Biblioteca Bartolomé Calvo, en especial al señor Aníbal Pérez.

Les damos las gracias una vez más y que Dios los acompañe tanto a ustedes como a nosotros para seguir sirviendo de buena voluntad.

MIGUEL GARCIA C.

MARTHA YANEZ C.

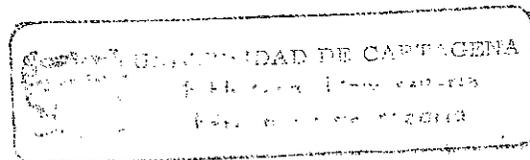


TABLA DE CONTENIDO

	pág.
INTRODUCCION	1
0.1 PLANTEAMIENTO Y FORMULACION DEL PROBLEMA	4
0.2 DELIMITACION DEL PROBLEMA	7
0.2.1° Formal	7
0.2.2 Material	7
0.3 JUSTIFICACION DE LA INVESTIGACION	8
0.4 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACION	10
0.4.1 Objetivo general	10
0.4.2 Objetivos específicos	10
0.5 MARCO TEORICO	11
0.6 FORMULACION DE HIPOTESIS	21
0.6.1 Hipótesis General	21
0.6.2 Hipótesis de Trabajo	21
0.7 OPERACIONALIZACION DE LAS HIPOTESIS	21
0.7.1 Definiciones conceptuales	21
0.7.2 Definiciones Operativas	26
0.8 METODOLOGIA	29
0.8.1 Tipo de Problema	29
0.8.2 Diseño Documental	29

1. EVOLUCION DEL MERCADO PUBLICO DE VALORES 31

1.1 ORIGENES 31

1.2 IDENTIFICACION DE LOS INSTRUMENTOS DE CONTROL MONETARIO Y FISCAL. 40

1.3 SITUACION ACTUAL DEL MERCADO DE VALORES 46

1.3.1 Marco Institucional 47

1.3.2 Capitalización Empresarial 49

1.3.3 Concentración accionaria 50

1.4 TITULOS QUE COMPREDEN LA OFERTA DEL MERCADO PUBLICO DE VALORES. 51

1.5 BOLSA DE VALORES 55

1.6 INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES 64

1.6.1 Compañías de Seguros y de Capitalización 65

1.6.2 Fondos de Inversión 68

1.6.3 Fondos Mutuos de INversión 69

1.6.4 Fondos de Empleados 71

1.6.5 Sociedades Fiduciarias 72

1.7 AUTORIDADES DELMERCADO PUBLICO DE VALORES 73

2. TASAS DE INTERES Y MERCADO DE VALORES 77

---

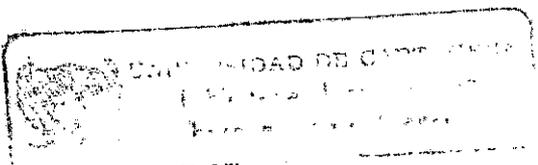
2.1 ANTECEDENTES 77

2.1.1 El interés del Dinero en el Mundo 77

2.1.2 El interés del Dinero en Colombia 81

2.2 OBJETIVOS DE LA REGULACION DE LAS TASAS DE INTERES 99

2.3 LAS TASAS DE INTERES Y ELMERCADO DE VALORES EN COLOMBIA. 102



- 3. SELECTIVIDAD DEL CREDITO Y EL MERCADO DE VALORES 106
  - 3.1 ANTECEDENTES 106
    - 3.1.1 Fondo Financiero Agropecuario (FFAP) 112
    - 3.1.2 Fondo para inversiones Privados (FIP) 112
    - 3.1.3 Fondo Financiero Industrial (FFI) 113
    - 3.1.4 Fondo de Capitalización Empresarial (FCE) 113
    - 3.1.5 Fuentes de Recursos de los Fondos Financieros 114
    - 3.1.6 Tasas de Interés 116
  - 3.2 OBJETIVO DEL CREDITO SELECTIVO O DE FOMENTO 118
  - 3.3 LA SELECTIVIDAD DEL CREDITO Y EL MERCADO DE VALORES EN COLOMBIA 119
  
- 4. ENCAJE BANCARIO Y MERCADO PUBLICO DE VALORES 124
  - 4.1 ANTECEDENTES 124
    - 4.1.1 Los Encajes Bancarios en Colombia 126
  - 4.2 OBJETIVOS DE LOS DIFERENTES TIPOS DE ENCAJE 137
  - 4.3 LOS ENCAJES COMO INVERSION EN EL MERCADO PUBLICO DE VALORES 139
  
- 5. OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO Y MERCADO PUBLICO DE VALORES 146
  - 5.1 ANTECEDENTES 146
    - 5.1.1 Importancia de las OMA 149

5.1.2 Instituciones que manejan las OMA 151

5.2 OBJETIVOS DE LA REALIZACION DE LAS OMA 152

5.3 OFERTA Y DEMANDA DE TITULOS EN LAS OMA 153

5.3.1 Características y Composición actual de la oferta 154

5.3.2 Característica y composición actual de la demanda 158

5.4 EFECTOS DE LAS OMA SOBRE LA DINAMIZACION DEL MERCADO PUBLICO DE VALORES 161

6. REGIMEN TRIBUTARIO Y LA INVERSION EN EL MERCADO PUBLICO DE VALORES 165

6.1 ANTECEDENTES HASTA 1974. CONSOLIDACION DEL SISTEMA TRIBUTARIO COLOMBIANO 165

6.2 TRIBUTACION ACTUAL DE LOS INTERESES Y DIVIDENDOS. EFECTOS SOBRE EL MERCADO DE VALORES 172

6.2.1 Período 1965-1974 172

6.2.2 Período 1975-1982 175

6.2.3 Período 1982-1986 179

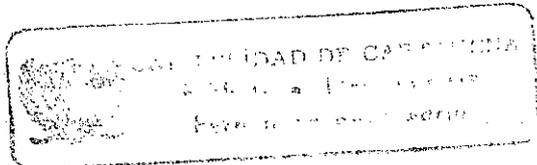
6.2.4. Período 1986-1989 187

7. CONTRIBUCION DEL MERCADO PUBLICO DE VALORES A LA CAPITALIZACION DE LAS EMPRESAS COLOMBIANAS 196

7.1 FUENTES DE FINANCIACION DE LAS EMPRESAS 196

7.1.1 Financiamiento Institucional 198

7.1.2 Cartera ordinaria 198



7.1.3	Sobregiros	199
7.1.4	Corporaciones Financieras	199
7.1.5	Crédito de Fomento	199
7.1.6	Crédito Hipotecario para la adquisición de vivienda	200
7.1.7	IFI, Corporación Financiera Popular, Caja Agraria	200
7.1.8	Sociedades de Leasing	201
7.1.9.	Acciones y Bonos Convertibles en Accio- nes	201
7.2	EL COSTO DE CAPITAL	202
7.3	ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS EMPRESAS	205
7.3.1	DEscripción general	205
7.3.2	Participación e importancia del Mercado Público de Valores	209
7.3.3	El endeudamiento externo y sus efectos	212
7.4	EL MERCADO PUBLICO DE VALORES, UNA OPCION FRENTE AL ENDEUDAMIENTO.	215
7.4.1	Ventajas que ofrece	215
7.4.2	Repercusiones sobre las tendencias del Endeudamiento externo	216
8.	CONCENTRACION DE LA PROPIEDAD ACCIONARIA	218
8.1	ASPECTOS GENERALES Y ANTECEDENTES DE LA PROPIEDAD ACCIONARIA EN COLOMBIA	218
8.2	MARCO INSTITUCIONAL DE LA PROPIEDAD ACCIO- NARIA	231

8.2.1 Aspectos que favorece la Democratización Accionaria 231

8.2.1.1 Incentivos a la Demanda 231

8.2.1.1.1 Incentivos de Carácter Tributario 231

8.2.1.1.1.1 Eliminación de la doble tributación Sociedad-Accionista persona natural 231

8.2.1.1.1.2 Desmonte de la cascada presuntiva Sociedad-ACcionista-Socio 234

8.2.1.1.2 INcentivos de CARácter crediticio 237

8.2.1.1.2.1 Línea de crédito del Fondo de Capitalización Empresarial 237

8.2.1.1.2.2 Línea de Crédito del Instituto de Fomento Industrial IFI 241

8.2.1.2 Incentivos a la Oferta 242

8.2.1.2.1 Crédito Tributario a la emisión de Acciones 242

8.2.1.2.2 Naturaleza de la prima de colocación de acciones. 244

8.2.1.2.3 Promoción de los Inversionistas Institucionales 244

8.2.2 Aspectos que favorece la Concentración Accionaria 245

8.3 SITUACION ACTUAL DE LA CONCENTRACION ACCIONARIA. 246

CONCLUSIONES 252

RECOMENDACIONES 259

BIBLIOGRAFIA

ANEXOS

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA  
FACULTAD DE CIENCIAS  
DEPARTAMENTO DE QUIMICA

### INTRODUCCION

Sin lugar a dudas un estudio de la política económica en la década actual es de vital importancia para su evaluación analítica y objetiva, determinar sus posibles malos enfoques, y más aún si está proyectada hacia el mercado de valores, donde se pone en juego el manejo efectivo de la política monetaria y fiscal colombiana.

Con este trabajo queremos llenar el vacío existente por parte de estudiosos de nuestra región, al no tratar delicada y especialmente un tema de tal magnitud.

Nuestro estudio "Manejo de la Política Monetaria y Fiscal y su incidencia en el comportamiento del mercado de valores en Colombia, 1980 - 1989", está enfocado hacia el análisis y cuestionamiento del uso que se ha hecho de los instrumentos de control monetario y fiscal y sus efectos sobre el crecimiento del mercado de valores y otros aspectos que se relacionan con él, como la concentración accionaria, capitalización empresarial y la reducción del riesgo de inversión en el mercado de valores.

Su justificación está basada en su complejidad y dinamicidad que lo hacen extenso en su desarrollo pero armónico en su comprensión.

Es un tema de importancia porque hace referencia a una década económica muy controvertida que hace que la política económica sea más interesante y además, porque históricamente se señala cómo esta se encuentra distorsionada en la aplicabilidad efectiva hacia el mercado de valores. Es por eso que creemos que nuestro temarecoje una serie de inquietudes y sugerencias que hacen justicia económica en la práxis.

En lo que se refiere a la política monetaria estaremos tratando los instrumentos de control monetario, como la tasa de interés, los encajes bancarios, la selectividad del crédito, las operaciones de mercado abierto; en el área de política fiscal nuestra investigación no tratará a fondo el gasto público, sino que se concentrará en el estudio de la estructura tributaria, por ser este el medio de control fiscal, que más directamente incide sobre la cuantía y composición de la inversión en el mercado de valores, al actuar como un instrumento de incentivo y estímulo para el crecimiento equilibrado y estable del mercado de valores.

Para desarrollo de nuestra tesis de grado hemos considerara

do necesario el tratamiento adecuado de ocho (8) capítulos, entre los cuales tenemos, un primer capítulo donde expondremos la evolución del mercado de valores colombiano desde su origen hasta su situación actual. Los siguientes cinco capítulos los dedicamos a caracterizar los instrumentos de política monetaria y fiscal, incluyendo tasas de interés, crédito de fomento, encajes bancarios, operaciones de mercado abierto y régimen tributario; a la vez que analizaremos sus efectos sobre el comportamiento del mercado de valores. El séptimo y octavo capítulo estarán dedicados a resaltar la importancia del mercado de valores como una fuente de capitalización y financiación para la sociedad anónima: así como el análisis de las condiciones que han motivado el actual nivel de concentración la propiedad accionaria, que hoy por hoy se constituyen en el principal obstáculo para el crecimiento equilibrado y ordenado del mundo de valores en nuestro país, razón por la cual lo estudiaremos con especial interés. Para finalizar incluiremos una serie de conclusiones y recomendaciones; sobre cuál debe ser, a nuestro juicio, la actitud gubernamental frente al manejo de la política monetaria y fiscal; así como la orientación que debe seguir la regulación del mercado de valores con miras a reducir los niveles de concentración accionaria y el riesgo para sus inversionistas.

Además, pensamos en que nuestro tema no quede como un simple requisito académico para obtener el título de Economistas, sino que a medida que vayamos conociendo a fondo el complejo mundo monetario y fiscal vamos introduciéndole información nueva y veráz para que se convierta en herramienta de gran utilidad para los estudiantes de Ciencias Económicas.

#### 0.1 PLANTEAMIENTO Y FORMULACION DEL PROBLEMA.

El mercado de valores es una institución clave en el desarrollo de un sistema capitalista ya que sin su existencia no puede haber un sistema de empresa privada eficiente y vigoroso, ni puede haber una distribución democrática de los bienes de producción.

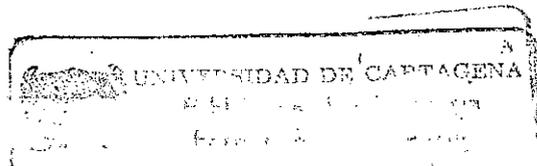
La economía colombiana, desde hace ya demasiado tiempo, ha venido funcionando sin el apoyo de un sólido mercado de valores, consecuencias demasiado desde el punto de vista económico, financiero, político y social.

Hoy por Hoy, el panorama que presenta el mercado de valores de nuestro país, no es nada halagador; una marcada preferencia de las empresas por el crédito como fuente primordial de financiación, estimulada por el régimen tributario y las medidas monetarias; consecuentemente un índice alar

mante bajo de capitalización empresarial; la virtual desaparición de las acciones como alternativa de inversión, desplazadas por otros activos financieros de alta rentabilidad, fácil liquidez y bajo riesgo; altísima concentración de la propiedad accionaria en la gran sociedad anónima y ausencia absoluta de participación de la pequeña y mediana empresa en el mercado público de valores. Todo ello dentro de un entorno macroeconómico nada favorable al desarrollo del mercado de valores, caracterizado, entre otras cosas, por altas tasas de inflación, expectativas inflacionarias y desviación del ahorro hacia fines especulativos, altas tasas reales de interés, agudo deterioro de la rentabilidad empresarial.

La intervención del estado en el desarrollo del mercado de valores se evidencia a través de la política monetaria y fiscal; por ello, aparte naturalmente de mantener condiciones macroeconómicas favorables a la intervención (en materias tales como la inflación, las tasas de interés y el régimen fiscal), quizás la mejor contribución que el estado puede realizar en pro del mercado de valores, consiste en dictar unas políticas de intervención que estimulen la capitalización empresarial, de una parte, y protejan e incentiven a los inversionistas, de la otra.

Sin embargo, la historia económica colombiana ha estado



caracterizada por un manejo monetario y fiscal carente de estabilidad y coherencia, cuya orientación cortoplacista ha obedecido a los requerimientos y necesidades coyunturales de otros sectores de la economía colombiana, distintos del mercado de valores. La falta de definición y claridad en el manejo monetario y fiscal de la economía colombiana ha sacrificado el desarrollo unificado y coherente del mercado de capitales, favoreciendo a veces el sector bancario pero creando condiciones desfavorables para la democratización e inversión en el mercado de valores. Las políticas monetarias y fiscal han sido destinadas a fines de control y no a fines productivos destruyendo la competencia perfecta en el mercado de valores donde los títulos gubernamentales (títulos de deuda pública) han tenido condiciones de rentabilidad, seguridad y liquidez superiores a las de los títulos y bonos privados.

Lo anterior unido a la existencia de unas altas tasas de interés y el desequilibrio fiscal generado por las normas (monetarias y fiscales) que otorgan un tratamiento preferencial al endeudamiento, al paso que desestimulan la financiación empresarial mediante la emisión de acciones, hace aún más difícil una adecuada labor de competencia por parte del mercado de valores.

En este orden de ideas, concluimos que inicialmente surge

la necesidad de cuestionar el siguiente aspecto :

Las medidas de política monetaria y fiscal adoptadas por el gobierno durante los últimos 10 años, han contribuido o no al proceso de canalización de los recursos del ahorro privado hacia la inversión en el mercado de valores, a la capitalización de las empresas y la desconcentración de la propiedad sobre las mismas.

## 0.2 DELIMITACION DEL PROBLEMA.

### 0.2.1. Formal

#### 0.2.1.1 En el tiempo.

Nuestro estudio abarcará el análisis del manejo de la política monetaria y fiscal y su incidencia en el comportamiento del mercado de valores durante la última década entre 1980 y 1989.

#### 0.2.1.2 En el espacio.

El área donde se va a realizar esta investigación es la república de Colombia.

### 0.2.2 Material.

0.2.2.1 Variables dependientes.

Decaimiento del mercado de valores.

Descapitalización empresarial.

Concentración de la propiedad sobre las empresas.

0.2.2.2 Variables Independientes.

La incoherencia e inestabilidad en el manejo gubernamental de la política monetaria y fiscal.

0.3 JUSTIFICACION DE LA INVESTIGACION.

Dado que en nuestro medio académico el manejo de la política monetaria y fiscal y su relación con el comportamiento del mercado de valores ha sido un campo inexplorado, su estudio representa para nosotros una gran responsabilidad a la vez que nos despierta gran interés como futuros profesionales del área económica.

El desarrollo de esta investigación resulta de gran utilidad si se considera que las conclusiones y sugerencias que se obtengan de ella constituirán, además de un instrumento de concientización un punto de partida para el proceso de

apertura y dinamización del mercado de valores.

Por una parte, nuestro estudio constituye un aporte al material bibliográfico disponible para los estudiosos del tema, al ser una visión real y actualizada de la situación del mercado de valores en Colombia; y por otra parte, aporta una visión crítica y renovadora del manejo de la plíti-ca monetaria y fiscal, al proponer cambios sustanciales en éste.

La realización del estudio se ve posibilitada ya que dis-ponemos de los recursos humanos, técnicos y económicos, necesarios para llevarla a cabo con éxito. Esto incluye la oportuna y profesional asesoría de personas expertas en el tema así como la colaboración de las instituciones que poseen la información que requerimos.

Frente a la actual descapitalización que atraviesa la em-presa colombiana y el lento y restringido crecimiento del mercado de valores, existe una gran necesidad de estudiar este campo y así poder establecer si el manejo que el go-bierno le ha venido dando a la política monetaria y fiscal es el más adecuado para lograr que este sector se convier-ta en un verdadero motor de desarrollo para la economía nacional.

Por último, dado que la investigación se basa en información y datos reales analizados con objetividad, sus conclusiones y sugerencias son de gran aplicabilidad ya que corresponden y se ajustan a las condiciones reales del mercado de valores y la economía en general.

0.4 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACION.

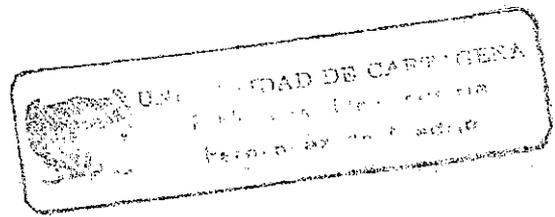
0.4.1 Objetivo General.

Mostrar los efectos que sobre el desenvolvimiento del mercado de valores, han tenido las medidas de política monetaria y fiscal adoptadas por el gobierno durante la última década.

0.4.2. Objetivos Específicos.

Mostrar los efectos que causa el desequilibrio existente entre las tasas de interés bancario y la rentabilidad del mercado de valores, sobre el crecimiento de éste.

Resaltar la importancia del mercado de valores con una alternativa viable de capitalización para las empresas así como para la financiación de proyectos en el sector público y privado.



Denunciar aquellas medidas de políticas monetaria y fiscal que frenan la participación del pequeño ahorrador en el mercado de valores, obstaculizado el proceso de democratización del mismo.

Mostrar los efectos de la OMA, las tasas de interés, el crédito de fomento, los encajes bancarios y el régimen tributario, afectan la inversión y es crecimiento del mercado de valores.

Mostrar la estructura de la propiedad accionaria en Colombia, su nivel de concentración así como los aspectos monetarios, tributarios y legales que propician esta situación.

#### 0.5 MARCO TEORICO.

El marco teórico de la política monetaria y fiscal se nutre con las ideas de dos teorías contrapuestas, la teoría keynesiana y la teoría clásica.

##### 0.5.1 Política Monetaria.

###### 0.5.1.1 El punto de vista keynesiano.

Keynes identificó un proceso en tres etapas por el cual un cambio en la política monetaria podía afectar a la demanda

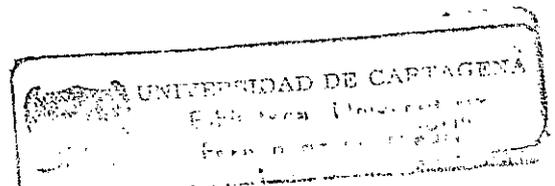
agregada.

Etapa uno : Política monetaria y tipo de interés : La can tidad de dinero y su demanda. Una operación de mercado a- bierto y un cambio en la cantidad de dinero pueden afectar el tipo de interés. Por ejemplo una compra de bonos por par te del Banco Central tenderá a elevar la cotización de los bonos; es decir, a disminuir el tipo de interés.

En la teoría de Keynes, el tipo de interés alcanza su equi librio cuando se igualan la oferta y la demanda de dinero; es decir cuando la gente desea mantener la cantidad de dine ro que existe en la economía. Keynes reconoció que la deman da de dinero dependía tanto de 1) la renta, como de 2) el tipo de interés. De éstos dos factores, el segundo era el más importante en la teoría de Keynes para el funcionamien to de la política monetaria.

La demanda de transacciones de dinero es la disposición de la gente a mantener dinero para realizar posibles compras. Depende basicamente del volúmen de la renta nacional.

La demanda especulativa de dinero es la disposición de la gente para mantener dinero en vez de bonos, por temor a que baje el precio de éstos. Esta demanda depende basicamente del tipo de interés.



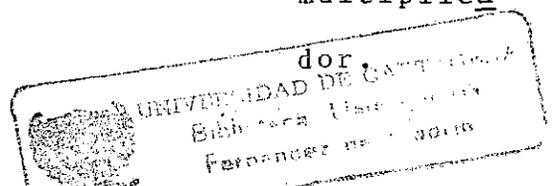
Etapa dos : El tipo de interés y la demanda de inversión :  
 La eficiencia marginal de la inversión. Un cambio en el ti  
po de interés puede afectar a la demanda de inversión. Primi  
ero que todo debemos considerar que la economía en su con  
junto, solo emprenderá aquellos proyectos de inversión cuyo  
 tipo de rendimiento (ajustado por el riesgo) supere el tipo  
 de interés.

Todos los proyectos de inversión de la economía se jerar-  
 quizan a través de la eficacia marginal de la inversión  
 que es la tabla o curva que muestra los posibles proyectos  
 de inversión ordenados según sus tipos esperados de rendi-  
 mientos. Muesdtran cuánto querrán invertir las empresas a  
 diversos tipos de interés.

Etapa tres : Una mayor demanda de inversión significa una  
 mayor demada agregada y un incremento múltiple en el pro-  
 ducto nacional.

Una política monetaria expansiva actúa del modo siguiente:

	Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3
Compra de mercado a-	Descenso	Aumento	Aumento del
bierto	del tipo	de la in	producto na
	de interés	versión	cional por
			multiplica



Con la política restrictiva, el sentido es el contrario :

	Etapa 1	Etapa 2	Etapa 3
Venta de mercado abierto	Aumento del tipo de in- terés.	Descenso de la in- versión.	Descenso del producto Na1 por el mul- tiplicador.

Por éste proceso de tres etapas, las operaciones de mercado abierto pueden afectar a la demanda agragada y al producto nacional.

Sin embargo los Keynesianos son muy escépticos respecto a la eficacia de la política monetaria debido a que no podemos confiar en que las respuestas en alguna de las dos primeras etapas sea muy fuerte.

Un problema en la primera etapa : La trampa de liquidez. Keynes mismo estaba especialmente preocupado por que la política monetaria fuese inefectiva en la primera etapa. Keynes creía que este sería un problema especial durante la depresión, cuando los tipos de interés son ya muy bajos y los compradores de títulos corren un gran riesgo : los tipos de interés pueden subir pero no pueden bajar mucho. Así los riesgos de que los tipos de interés aumenten y las cotizaciones disminuyan en el futuro ahuyentan a los potencia

les compradores del mercado. Los títulos presentan tantos riesgos que la gente desea mantener cantidades ilimitadas de dinero en vez de comprarlos; la demanda especulativa de dinero se hace ilimitada. En consecuencia, cualquier incremento en la cantidad de dinero será atrapada por la trampa de la liquidez; los tipos de interés no bajan y la inversión y la demanda agregada no se ven afectadas.

En épocas normales, cuando las compras de mercado abierto pueden empujar hacia abajo el tipo de interés, la atención debe ser fijada en qué puede ir mal en la segunda etapa.

Un problema en la segunda etapa: La insensibilidad de la inversión a un cambio en el tipo de interés. La política monetaria es inefectiva en la etapa dos si una reducción del tipo de interés tiene escaso efecto sobre la inversión. Por tanto, el efecto de la política monetaria sobre la de manda agregada no será muy poderoso.

Así, tanto Keynes como sus seguidores dudaban de que pu die ra contarse con la política monetaria para algo más que pa ra algo más que para un papel secundario y de apoyo al pri mer instrumento, a saber, la política fiscal.

#### 0.5.1.2 El Enfoque Clásico.

En contraste con Keynes, que inició su análisis de la demanda agregada analizando sus componentes (consumo, inversión, gasto público en bienes y servicios y exportaciones netas), los economistas clásicos arrancaban de un punto de partida muy distinto.

Su análisis se basó en la ecuación de cambio :  $MV = PQ$ . Siendo  $M$  = cantidad de dinero en manos del público;  $P$  = nivel medio de precios;  $Q$  = cantidad de producción (producto o renta nacional real);  $PQ$  = producto nacional medido en término nominales (monetarios);  $V$  = velocidad de circulación del dinero, es decir, el número medio de veces que la cantidad de dinero ( $M$ ) se gasta en comprar producto final durante un año. Concretamente  $V$  se define como igual a  $PQ/M$ .

La teoría cuantitativa del dinero. La ecuación de cambio por sí misma no nos lleva muy lejos, ya que es una tautología. Es decir, debe ser cierta a causa de la forma en que se han definido los términos. Pero en manos de los economistas clásicos la ecuación de cambio se convirtió en la base de una importante teoría. Esta teoría cuantitativa del dinero, se basa en las siguientes proposiciones :

Un cambio en la cantidad de dinero ( $M$ ) es la clave de los cambios en la demanda agregada. Cuando la gente tiene más  $M$ , gasta más en el producto de la nación. Concretamente,

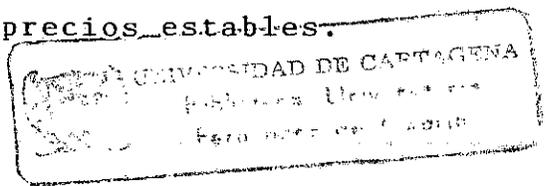
un incremento en M dará lugar a un incremento aproximadamente proporcional en el producto nacional nominal (PQ).

A largo plazo, el producto real (Q) tiende a moverse hacia el nivel de pleno empleo de la capacidad productiva. Por tanto, el efecto a largo plazo de un cambio en M tiene lugar sobre P, no sobre Q. En especial, un rápido incremento en la cantidad de dinero da lugar a una rápida inflación.

Sin embargo, a corto plazo, un cambio en M puede tener efecto sustancial tanto sobre P como sobre Q. Así, un descenso en la cantidad de dinero puede dar lugar a un descenso en el producto (Q) y poner en marcha una recesión. Y, durante una recesión, un crecimiento de M puede elevar Q, desplazando a la economía de nuevo hacia el pleno empleo.

Las perturbaciones monetarias tienden a ser una causa principal de una demanda agregada inestable y de los ciclos económicos. Si M se mantiene estable, una economía de mercado será muy estable.

Así, la principal responsabilidad macroeconómica de las autoridades es proporcionar una oferta monetaria estable. Concretamente, la oferta monetaria debería incrementarse establemente a una tasa adecuada para comprar el producto de pleno empleo de la economía a precios estables.



Debido a su énfasis en el dinero, los economistas modernos que siguen la tradición clásica son denominados frecuentemente monetaristas. De éstos, el premio Nobel Milton Friedman es el mas famoso.

0.5.2 Política Fiscal.

0.5.2.1. El Enfoque Keynesiano.

La política económica de la revolución Keynesiana decía que el gobierno tiene la capacidad y la responsabilidad de manejar la demanda agregada. El gobierno puede afectar la demanda agregada con políticas fiscales, esto es, por medio de cambios en los gastos del gobierno o en las tasas impositivas.

La primera y más importante norma de conducta para la política fiscal dice que para alcanzar el pleno empleo, el gasto del gobierno debe incrementarse en la cuantía de la brecha recesionaria. Es esencial que los impuestos no se aumentan para pagar los gastos adicionales del gobierno. Un aumento en los impuestos disminuirán el poder de compra del público, restringiendo así el consumo. Una conclusión clave de la política del análisis económico Keynesiano es : Durante una depresión, cuando se requiere un gran incremento en la demanda agregada para restaurar el pleno empleo,

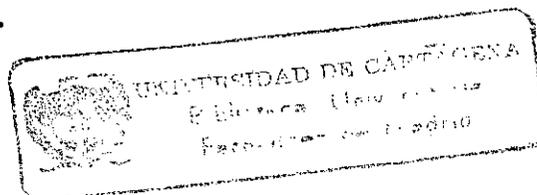
los gastos del gobierno no deben limitarse a sus ingresos tributarios. Los gastos deben incrementarse sin aumentar sus impuestos. El gobierno debe financiar sus gastos por medio del endeudamiento. Esto es, aumentando la deuda pública. Es una recesión, los gastos deficitarios no son malos de ninguna manera, ya que efectivamente es lo que se necesita para estimular la demanda agregada y reducir el desempleo.

La segunda norma de la política fiscal es la siguiente : Durante un período de inflación, la demanda agregada excesiva puede eliminarse por medio de una disminución en los gastos del gobierno equivalente a la brecha inflacionaria y/o incrementando los impuestos; o sea, tomando medidas que muevan el presupuesto del gobierno hacia el superávit.

Los cambios en los impuestos son un componente importante de la política fiscal, puesto que son más fácilmente reversibles que los gastos del gobierno.

Según la revolución Keynesiana las políticas de gastos y de impuestos deben apuntar a los objetivos de pleno empleo y de la estabilidad de los precios y no al objetivo de equilibrar la economía, no el presupuesto.

#### 0.5.2.2. El Enfoque Clásico.



Los economistas clásicos pusieron de relieve la importancia del dinero como un determinante de la demanda agregada. En cuanto a las políticas fiscales expansivas afirman que éstas pueden expulsar demanda de inversión de la forma siguiente. Cuando el estado aumenta sus gastos (o reduce los impuestos), aumenta su déficit. El gobierno acude a los mercados financieros para tomar prestado el dinero necesario para cubrir el déficit. El endeudamiento adicional presiona al alza sobre el tipo de interés y la cantidad de inversión disminuye.

El efecto expulsión tiene lugar cuando una política fiscal expansiva que implica un aumento en el gasto público o una reducción impositiva, origina una caída en la demanda de inversión privada.

Al poner en duda la eficacia de la política fiscal, los monetaristas realizan una importante cualificación. En la medida en la que sea el Banco Central quién compre la deuda pública adicional, creará nuevas reservas bancarias y tendrá lugar una importante expansión de la cantidad de dinero y la demanda agregada. Pero los monetaristas atribuyen este efecto al cambio en la cantidad de dinero, no al déficit público en sí mismo. Consideran que la política fiscal pura tiene poco efecto sobre la demanda.

## 0.6 FORMULACION DE HIPOTESIS.

### 0.6.1 Hipótesis general.

El manejo de la política monetaria y fiscal influye en el comportamiento del mercado de valores.

### 0.6.2 Hipótesis de Trabajo.

La falta de coherencia y estabilidad en el manejo gubernamental de los instrumentos de política monetaria y fiscal representados en las operaciones mercado abierto, tasas de interés y encajes bancarios, créditos de fomento y tarifas impositivas; han contribuido al decaimiento del mercado público de valores, la descapitalización de las empresas y la concentración sobre propiedad de las mismas.

## 0.7 OPERACIONALIZACION DE LAS HIPOTESIS.

### 0.7.1 Definiciones conceptuales.

Acciones : El capital social de las sociedades anónimas se encuentra dividido en partes iguales y cada una de ellas se denomina acción. Las acciones tienen como característica esencial ser documentos representativos del patrimonio de la sociedad que las emite y por lo tanto su dueño tie

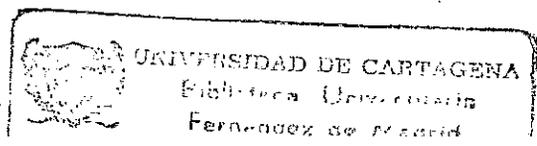
ne todos los derechos y deberes que se adquieren con la propiedad, limitándose estas al monto de acciones que ha suscrito.

Bonos : Los bonos son documentos representativos de deuda de la empresa que los emite, deuda que queda expresamente pactada en cuanto a su cuantía, su duración, la manera de pagarla, los intereses que pagará a los acreedores y la periodicidad de dichos pagos. A diferencia de las acciones, los bonos no representan propiedad de la empresa o entidad que los emitió y por ello no existen derechos para sus tenderos distintos de los estipulados en el contrato de deuda.

Capitalización Empresarial : Se refiere al fortalecimiento de la estructura patrimonial de la empresa a través de la conversión de ganancias acumuladas y reservas en emisión de capital.

Concentración Accionaria : Se refiere a la distribución de la propiedad de las acciones.

Dividendos : Una de las características de las acciones ofrecer a sus tenedores el reparto periódico de parte de las utilidades realizadas por la empresa en forma de dividivendos. Las acciones unicamente podrán recibir rendimientos en forma de dividendo unicamente podrán recibir rendi



mientos en forma de dividendos cuando la empresa emisora haya obtenido utilidades y la asamblea de accionistas haya aprobado el proyecto de reparto presentado por la administración. La cantidad que le corresponde a cada acción como dividendo proviene de dividir la utilidad aprobada como distribuible entre el número de acciones en circulación.

Encajes : Partidas líquidas que mantienen las instituciones bancarias en el activo de sus respectivos balances. El objetivo que persiguen es compatibilizar los principios básicos de la actividad bancaria: liquidez, seguridad y rendimiento. El encaje bancario, sin embargo, viene reglamentado en todos los sistemas financieros por la existencia del llamado coeficiente obligatorio de caja, equivalente a un encaje obligatorio, que debe ser mantenido en forma de efectivo o depósitos en el Banco Central en las proporciones que se establece.

Gravamen : Carga, obligación, servidumbre, o derecho real que pesa sobre alguna persona o cosa, especialmente sobre inmuebles, fincas o caudales. Los gravámenes más habituales son los constituídos sobre los bienes inmuebles, rústicos o urbanos, en forma de hipoteca, canon, prenda, servidumbre, etc.

Incentivos Tributarios : Instrumento de política fiscal

destinado generalmente a favorecer la inversión privada a fin de estimular la actividad económica general, para reactivar un sector económico en concreto, para canalizar, proteger o fomentar las inversiones, etc., todo ello normalmente con el objetivo final de garantizar la actividad y el desarrollo económico. Los incentivos tributarios, que pueden ser de concesión automática o sometidos a la previa solicitud del beneficiario, adquieren habitualmente la forma de exenciones, reducciones, desgravaciones o bonificaciones, destinadas a aminorar la deuda tributaria de los impuestos directos y dentro de ellos fundamentalmente los que gravan las rentas netas, sea de personas o sociedades.

Mercado Público de Valores : Comprende la oferta y demanda de títulos valores, que van desde las acciones de las sociedades anónimas mas grandes del país, los bonos emitidos por el gobierno, las empresas municipales, entidades de economía mixta y algunas del sector privado, hasta los documentos negociados a descuento provenientes en general del sector público.

Operaciones de Mercado Abierto : Acto por el cual el Banco Central vende o compra al público valores mobiliarios, normalmente deuda pública, a través del mercado regular (o bolsa de valores). Estas operaciones se efectúan hoy en día para regular los tipos de interés y volúmen global

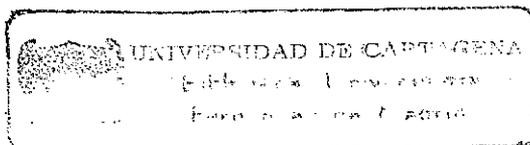
de los saldos bancarios y son un instrumento importante de la política monetaria activa de las autoridades gubernamentales, consiste en regular el volumen de la base monetaria.

Política Fiscal : Toda acción estatal que influya sobre el volumen y composición de los ingresos y gastos públicos, sobre el consumo y la inversión privada, incluyendo la política de deuda interna y externa y las operaciones de la empresa estatal autónoma.

Es el término usado para describir los cambios en las tasas efectivas de los impuestos y de los gastos del gobierno con el propósito de modificar la demanda global, mantener la ocupación plena y los precios estables, o sea con el propósito de estabilización.

Política Monetaria : Conjunto de medidas que el gobierno lleva a cabo con el fin de lograr un buen manejo y/o dirección de la cantidad de dinero en circulación. Con el propósito de lograr una armonía entre ésta y los intereses de la economía trazados en la Política Económica de un país.

Tipos Impositivos : Alícuota o porcentaje que se aplica sobre la base liquidable para determinar la cuota, cuantificándose así la prestación del sujeto pasivo a la ha-



cienda pública. Puede ser fijo o variable, suponiendo el segundo la existencia de una escala de tipos diferentes según los importes de la base liquidable. El tipo variable puede aplicarse por clases o por escalones; el primer caso supone la aplicación de un único porcentaje, que es el que corresponde al valor concreto que alcance la base liquidable. También se puede diferenciar entre tipo impositivo general o especial, suponiendo este último una excepción al primero.

Título de la Deuda Pública : Título valor que el Estado ofrece a la suscripción del público en el mercado de valores para allegar fondos para el tesoro público, constituyéndose así un contrato de préstamo. Pueden ser transferibles o intransferibles, nominativos o al portador.

0.7.2 Definiciones Operativas.

Variables	Indicadores	Fuentes
Capitalización Empresarial	Utilidades retenidas Rentabilidad de las empresas y sus acciones, cotización de las acciones, volumen de acciones que la	Informes trimestrales de las sociedades, boletines de las bolsas de valores y la sección es

empresa tiene en el mercado publico.

tadística de la superintendencia de Sociedades.

Concentración Accionaria.

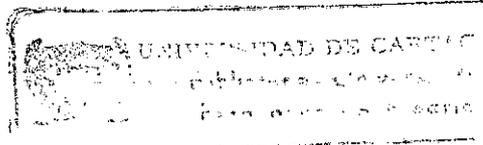
Número de acciones emitidas por una empresa, distribución de las acciones entre los accionistas de una empresa.

Cálculos de la división técnica de la comisión nacional de valores, formularios de actualización del registro nacional de valores.

Mercado de Valores

Nivel de inversión en bonos, en acciones y en títulos de deuda publica, volumen de transacciones bursátiles.

Informes de la comisión Nacional de valores de las sociedades emisoras, del Min. Hacienda, del departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República; y los bo



letines de las  
bolsas de valo-  
res.

Política Fiscal

Gravámenes y tipos  
impositivos aplica-  
dos a los dividen-  
dos e intereses, in-  
centivos tributarios  
a la constitución  
de sociedades  
abiertas.

Resoluciones de  
la Junta Moneta-  
ria, revistas  
del Banco de la  
República, infor-  
mes del ministe-  
rio de Hacienda  
y publicaciones  
de la comisión  
nacional de va-  
lores, de la aso-  
ciación bancaria  
y la sección es-  
tadística de la  
Superintenden-  
cia de socieda-  
des.

Política Mone-  
taria.

Tasas de Interés,  
operaciones de mer-  
cado abierto, volu-  
men del crédito de

IDEM

fomento dirigido a la financiación de la compra de acciones y la capitalización del sector empresarial.

0.8 METODOLOGIA.

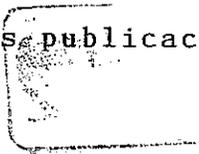
0.8.1 Tipo de problema.

El tipo de problema a investigar es descriptivo y de opiniones y actitudes, porque partimos del estudio del mercado de valores para luego adoptar una posición crítica frente a su situación y manejo.

0.8.2 Diseño Documental.

El diseño metodológico a emplear en nuestra investigación será el diseño bibliográfico. Haremos uso de información documental y estadística.

Entre la Información documental contamos con informes publicados en la prensa, revistas y libros especializados en el tema, que contienen información financiera y bursátil así como general, aquellas publicaciones que contie



nen las disposiciones monetarias y fiscales adoptadas por el gobierno para cada año durante la última década.

La información estadística contiene cálculos y tablas, resultado de estudios realizados por la comisión nacional de valores, las bolsas de valores, la Superintendencia de Sociedades y el Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República; tomando como referencia para su estudio las empresas inscritas en la comisión nacional de valores.

Una vez ordenada y clasificada esta información procederemos a analizar todas las experiencias en materia monetaria y fiscal que se relacionan con el mercado de valores, durante la última década. Esto nos permitirá construir las bases teóricas que nos proveerán de los elementos de juicio necesarios para evaluar y sostener una posición frente al problema que nos ocupa.

BOGOTÁ  
1958

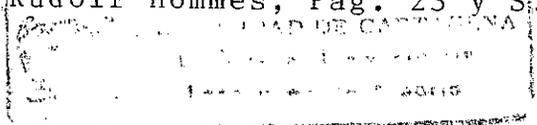
1.EVOLUCION DEL MERCADO PUBLICO DE VALORES

El mercado público de valores tiene que ver con la "emisión" suscripción, intermediación y negociación de los documentos emitidos en serie o en masa, respecto de los cuales se realice oferta pública, que otorguen a sus titulares derechos de créditos, de participación y de tradición o representativo de mercancías. Se le dió por ley a la oferta pública el caracter de mecanismo regular y calificador del mercado público de valores, el cual señala las directrices de la comisión y el límite de su actividad interventora en dicho mercado.

ORIGENES :Decía un premio Nobel de Economía George Stigler: "En Estados Unidos no existen compañías grandes que no hayan crecido parcialmente por fusión con otros.<sup>1</sup>

Lo mismo ha sucedido con las grandes empresas colombianas, crecieron por fusión. Para mencionar algunas tenemos : La Nacional de Chocolates o la Colombiana de Tabacos, Posto-

1 Boletín Mensual CNV, Evolución Histórica del Mercado de Acciones en Colombia por: Rudolf Hommes, Pág. 23 y S.S.



bón, La empresa Colombiana de Curtidos y Coltejer recorrieron el mismo camino. Este movimiento marca el nacimiento de la sociedad anónima en Colombia. En Colombia, desde 1923, se había iniciado un proceso profundo de reforma en el campo financiero y fiscal. Se crearon entonces el Banco de la República, la Caja Agraria, el Banco Central Hipotecario y la Superintendencia bancaria.

En 1925, existía un movimiento relativamente considerable de valores y títulos de propiedad de empresas industriales, tanto en Bogotá, como en Medellín, la mayor parte de las cuales correspondía a empresas organizadas como sociedades anónimas.<sup>2</sup> En muchas partes, comenta Ospina Vásquez,<sup>+</sup> había aparecido y se hacía sentir el pequeño accionista. Sin embargo, todavía la función de accionista era esencialmente propia de los capitales de cierta consideración.

La sociedad anónima como mecanismo de financiación y como vehículo para facilitar la concentración industrial a través de fusiones y adquisiciones se ajustaba bien a las condiciones y necesidades de la época.

Pero en 1928, Colombia estaba en pañales, también en lo

---

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

que a mercado de valores se refiere. Era un país feudal...  
 incomunicado por falta de vías, habitado por una gleba re-  
 signada, ajena a lo que pasaba, no digamos en el mundo, que  
 sería mucho que pedir, sino en el pueblo vecino.

tan solo en algunas de las capitales se ocupaba de las fi-  
 nanzas una pequeña minoría de comerciantes tradicionales,  
 de banqueros cuyo influjo era apenas local y de industria-  
 les emprendedores, fuera de algunos políticos que tenían  
 aura especial porque entendían de algunos asuntos.

Las pocas acciones y bonos que se negociaban pasaban de ma-  
 no, unas veces, las menos, directamente entre comprador y  
 vendedor y otros gracias a unas cuantas personas ejercían  
 el oficio de comisionistas sin más garantías ni respaldo  
 que su buen nombre, en unos casos y en otros, no pocos, con  
 más viveza que seriedad, negociando al amparo de la buena  
 fé o de la ignorancia de quienes buscaban sus servicios.  
 No era un mercado que tuviera organización ni manera algu-  
 na que se conocieran los precios corrientes, salvo lo que  
 de viva voz averiguaran los interesados. Eran cotizaciones  
 disímiles muy distintas para el mismo papel el mismo día,  
 y sin que pudiera tener idea siquiera remota de cual po-  
 dría ser el volumen de lo negociado o de las tendencias de  
 la oferta y la demanda.

Era por lo tanto una situación que en nada contribuía a crear la confianza de los inversionistas, a pesar de la existencia de unas cuantas firmas con las que se negociaba por el Prestigio Moral de quienes las representaban. Lógico resultaba en consecuencia que esas firmas serias y algunos ciudadanos que como inversionistas estaban vinculados al incipiente mercado de valores, pensaran que crear una bolsa de valores sería no solo conveniente sino necesaria.

En épocas pasadas se había intentado igual cosa por lo menos dos veces, sin éxito, por no tener esos esfuerzos las características propias de lo que ya en el mundo se conocía como bolsa. Fueron ensayos rudimentarios, que tomaban el nombre de bolsa para una oficina que apenas lo era de corredores, con lo cual obviamente no podía rendir los frutos que se buscaban.

Los primeros intentos fueron recibidos con escepticismo, como toda idea que trata de abrirse paso. No se analizaron de la misma forma las ventajas y los inconvenientes.

La organización Bancaria, que indujo la misión Kemmerer en los años veinte, no le permitió a la banca sino operaciones de corto plazo, obligando a que la banca comercial contribuyera a la financiación industrial. No existía en esa época un mercado de capital organizado, que hiciera posible la

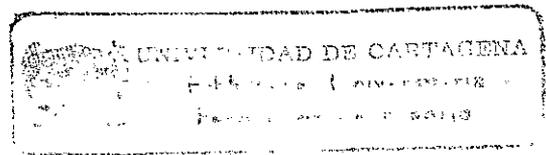
la emisión de bonos a largo plazo. Como las fusiones habían dado lugar a la figura de la sociedad anónima la colocación de acciones de este tipo de compañías, se tomó rápidamente en la fuente de recursos de capital más atractiva. Cabe mencionar que para la misma época se consolidaron los bancos también como sociedades anónimas, a través de un movimiento de concentración del cual emergieron unas pocas entidades de carácter nacional al lado de bancos locales que también fueron constituidos como sociedades anónimas.

A partir de 1930, se inician importantes transformaciones políticas económicas y sociales que culminan en la reforma constitucional de 1936 y las posibilidades de intervención del Estado en la Economía. Además, en los años treinta, durante los primeros inicios de la crisis, los industriales colombianos perdieron dos fuentes de recursos muy importantes, Los créditos externos y, debido a las pérdidas producidas por la crisis, buena parte de sus reservas internas. Esta circunstancia incitó a un nuevo auge de la sociedad anónima, que trajo consigo nuevas fusiones y consolidaciones, y la colocación de acciones entre muchos accionistas pequeños. La sociedad anónima industrial es entonces el primer mecanismo moderno que se puso a disposición del capital financiero en Colombia para utilizar el ahorro público y para que dicho capital pudiera "apalancarse" en el ahorro como estrategia de financiamiento.

Pero a partir de la segunda mitad del decenio de los cuarenta, los industriales se convirtieron en el gremio económico más poderoso y principiaron a influir sobre el gobierno para asegurar fuentes de financiamiento de crédito a largo plazo. Esto marca el inicio del descenso de las acciones como fuente principal e importante de recursos para las empresas. Coincide esta época con los intentos frustrados del superintendente de sociedades para ejercer un mayor control sobre el mercado accionario toda vez que durante el período de la guerra habían tenido lugar emisiones especulativas de acciones.

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

Cabe indicar que el período comprendido entre 1929 y 1946 es un período de ascenso para el mercado de capitales. Lógicamente nuestro mercado de valores tuvo un fuerte auge. En este último año se tiene el mayor volumen transado en acciones.



Los esfuerzos de industrialización se ven incrementados durante la segunda guerra mundial como consecuencia de la agitación del mercado de valores creados por ésta a la importación de bienes manufacturados. A partir del año 1939, el mercado accionario se estabiliza. Viene luego un período descendiente desde 1956 que en parte obedece a la doble tributación de los dividendos. Sin embargo, mientras los rendimientos de las acciones son superiores a los demás títulos en el mercado, la preferencia por invertir en ésta se mantiene. Los primeros años de la década del sesenta marcan un nuevo período de industrialización del país y se crean nuevas empresas, que se inscriben en el mercado.

En ejercicio de las facultades concedidas al gobierno por la Ley 1ª de 1959, se produce un reajuste institucional y se dicta un régimen especial para las bolsas de valores plasmada en el Decreto 2969 de 1960.

En 1972 se crea el sistema UPAC para mantener el poder adquisitivo de los ahorros depositados en las entidades financieras del sistema y dos años más tarde liberan las tasas de interés de los títulos de renta fija. Entra entonces una nueva reforma tributaria que desestimula la inversión en acciones. A esto se le adiciona la baja rentabilidad del mercado accionario debido a una coyuntura desfavorable entre 1972 - 1976, produciéndose una sensible baja en

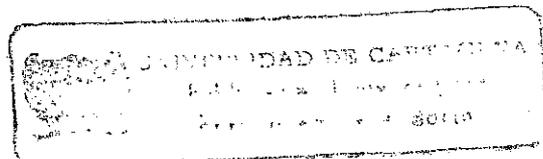
la demanda por acciones.

La bonanza cafetera de 1976 - 1977, logra expandir la demanda agregada y la economía colombiana vuelve a un período de alto crecimiento.

El mercado accionario reporta las mayores transacciones en el período de 1977 - 1981.

A partir de 1976, con ocasión de la Bonanza Cafetera, el gobierno introdujo un nuevo instrumento de política monetaria: las operaciones de mercado abierto con el fin de controlar la expansión del circulante de la economía. Para ello permitió la negociación de títulos de corto plazo denominado en divisas, certificados de cambio y en moneda nacional, títulos de participación. La nueva actividad actividad impulsó notablemente el mercado de valores ya que estos títulos ofrecían al inversionista altas rentabilidades con niveles mínimos de riesgo por ser emitidos por el Banco de la República.

En 1979, el Congreso crea la comisión nacional de valores con el fin de promover el mercado de capitales, regularlo y vigilarlo. A partir de este año se inicia la negociación de certificados de Depósito a término de Bancos y Corporaciones financieras en la bolsa, con el fin de cap



tar recursos que permitan mayores colocaciones de estas entidades.

Desde 1982 y debido a la estrechez del mercado de capitales se han venido introduciendo nuevos títulos en el mercado de valores, como los Bonos ordinarios, los Bonos convertibles en acciones y los papeles comerciales. En 1982 se introdujeron en el mercado de divisas los títulos canjeables. Las necesidades de financiación del Gobierno Nacional y sus entes descentralizados lo llevaron a emitir títulos de deuda pública como los de ahorro nacional, TAN Certificados Eléctricos Valorizables, CEV, títulos Energéticos de Rentabilidad creciente, TER, y Certificados cafeteros. Las aceptaciones bancarias presentan en 1986 nuevas posibilidades de financiación a los proveedores de bienes muebles.

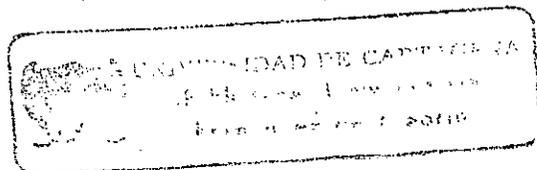
En 1987 se presenta un mayor movimiento en Bolsas y también de renovación; ya que el Banco de la República, en una nueva modificación de su política monetaria, permite que los títulos correspondientes a inversiones del encaje de las instituciones financieras sean negociadas en Bolsa y así se adicionaron a la lista de alternativas los títulos de crédito de fomento, tales como, los de Fomento Agropecuario, y los Bonos de Fomento Urbano.

1.2 IDENTIFICACION DE LOS INSTRUMENTOS DE CONTROL MONETARIO Y FISCAL.

Para la consecución de diferentes objetivos, la política económica cuenta con un conjunto de instrumentos de acción. Estos instrumentos provienen de la teoría económica. Desarrollados teóricamente, tienen por objeto servir a los encargados de la política económica gubernamental como medios para la consecución de los fines establecidos. Los instrumentos de acción mas significativos y empleados con mayor frecuencia están correlacionados, en su mayor parte con los principios teóricos del análisis macroeconómico. Nos referimos enfáticamente a los instrumentos monetarios (ligados a ala teoría de la moneda) y los instrumentos fiscales (ligados a la teofia de la finanzas públicas).

Los instrumentos monetarios, se refieren basicamente al manejo de las operaciones destinadas a regular la contracción o expansión de los medios de pago para que el sistema económico sea "irrigado" convenientemente de moneda y crédito.

Los instrumentos fiscales, se aplican al manejo de las finanzas públicas. Aquí se incluyen los diferentes componentes de los gastos y de los ingresos gubernamentales. El gobierno a través de inversiones, de consumo, de concesión



de subsidios y de transferencias financieras, y obtiene ingreso a través de impuestos sobre las actividades de producción y circulación de mercancías, sobre las propiedades, las herencias y transferencias intervivos y sobre los ingresos y ganancias de cualquier naturaleza. Nos dedicaremos más que todo en esta parte de instrumentos fiscales a la parte de impuestos.

Describiendo a cada uno de los intrumentos de control monetario y fiscal, seguiremos los delineamientos de los expertos, empezaremos por los de control monetario :

LA TASA DE INTERES : Las autoridades monetarias procuran llevar un cierto control sobre el costo del capital. Todo esto lo hace la autoridad monetaria ya que ésta (tasa de interés) es un componente de los costos de producción, y es de suponer que se elevación conlleva a una presión hacia el alza de los precios.

Puede decirse que el instrumento monetario más importante es, al final de cuentas, el dominio de las tasas de interés. En condiciones de mercado libre, la tasa de interés o precio del dinero podría determinarse por la oferta y la demanda de éste. Sin embargo, en muchas ocasiones, las tasas de interés son controladas por el sistema bancario o el gobierno de acuerdo con su criterio de "tasa correcta"

dadas las condiciones económicas prevalecientes.

Los tipos de interés de la economía varían según las clases de préstamos realizados. Los más comunes y que serán objetos de estudio en nuestro trabajo, serán los tipos de interés real, nominal y efectivo.

El tipo de interés real mide el rendimiento de una inversión como el aumento de la cantidad de bienes que se pueden comprar y no como el aumento del valor monetario de la inversión. El tipo de interés nominal es el expresado como el aumento del valor monetario de una inversión. El tercer tipo de interés, o interés efectivo, lo podemos definir como el rendimiento que obtiene la mayor parte de los inversionistas y se relaciona estrechamente con las oportunidades de hacer crecer el dinero, que tienen la mayoría de las personas y entidades.

LA SELECTIVIDAD DEL CREDITO : El otorgamiento de crédito es factor expansionista: pero si está dedicado a la generación de nuevos bienes y servicios deja de ser inflacionario. Su explicación se deduce de la Ecuación de cambios, donde  $\frac{MV}{Q}$ , al incrementarse M, por mayor volumen de cartera bancaria y a su vez al elevarse Q, por un mayor volumen de producción, es de suponer que P (nivel de Precios) permanezca invariable.

EL ENCAJE BANCARIO : Desde el punto de vista monetario, es un instrumento clásico de control que consiste en exigirle a los bancos o entidades parabancarias mantener "esterilizados" una cierta porción de los fondos que reciban del público. Como se puede deducir tiene como fin el control de la expansión secundaria. Los encajes se pueden clasificar en : Legal u ordinario, requerido y marginal, veamos a cada uno de ellos.

EL ENCAJE LEGAL U ORDINARIO : Esta es una reserva para garantizarle al público que sus depósitos tienen un respaldo que es controlado oficialmente, pues estos encajes se mantienen en forma de depósitos en efectivo a la vista en el Banco central. Este encaje viene siendo la expresión porcentual de las captaciones realizadas por los bancos que se debe inmovilizar ya en la caja del respectivo banco o en calidad de depósito en el Banco de la República. De acuerdo a la naturaleza del depósito así será la determinación del porcentaje a inmovilizar.

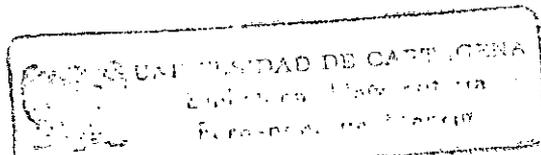
EL ENCAJE REQUERIDO : Es el valor en términos absolutos que la autoridad monetaria -Junta Monetaria- exige u obliga inmovilizar como encaje.

EL ENCAJE MARGINAL : Es la congelación parcial o total del incremento que experimentan las captaciones bancarias

a partir de una fecha determinada.

LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO: Son operaciones que pretenden la contraacción o expansión de la oferta monetaria mediante la emisión o compra de títulos valores, por parte del banco central con el objeto de regular el flujo total de liquidez de la economía, pues al permitir los títulos se contrae la oferta monetaria y se eliminan los excesos de liquidez, y al venderlos, se expande la oferta monetaria y se aumenta el flujo de circulantes, Este es el instrumento de política monetaria más moderno y ha sido probado con éxito en varias economías desarrolladas, en donde se utiliza en forma continua y a corto plazo.

Otro instrumento monetario es el REDESCUENTO, que es el control monetario que practica el banco emisor y consiste en que este banco somete a un segundo descuento, los documentos que a su vez la banca comercial y de fomento ya ha descontado a sus clientes. En el análisis de este instrumento debe tenerse en cuenta dos aspectos : La tasa y los Cupos de redescuentos. En cuanto a la tasa de redescuento no es más que la tasa de interés que el banco emisor cobra a los bancos por la operación de redescuento. El cupo de redescuento, es la proporción del valor de los documentos redescontables a que tiene derecho redescantar un banco en el banco central. Este cupo se establece de acuerdo



al capital y reserva legal de cada entidad bancaria.

Pasamos ahora, a los instrumentos fiscales, existen dos instrumentos poderosos que se encuentran directamente bajo el control del gobierno. El primero de ellos, y quizá el más importante, es el poder que tienen todos los gobiernos para recaudar impuestos. En tiempos de receso e índices elevados de desocupación, el gobierno puede reducir los impuestos para dejar más dinero (Poder adquisitivo) en manos de los consumidores, estimulando en esa forma la economía al aumentar los gastos de los consumidores.

Por otra parte, si el nivel de gastos es elevado y la demanda excesiva de los consumidores está haciendo que se eleven los precios, el gobierno puede INCREMENTAR la tasa impositiva y reducir directamente los gastos de los consumidores. En todo caso, el poder para aumentar o disminuir los impuestos es un instrumento básico de política fiscal que puede utilizarse y que lo emplean la mayoría de los gobiernos capitalistas para controlar sus economías. El otro instrumento básico de las normas fiscales es la capacidad que tienen los gobiernos para aumentar o disminuir directamente los gastos gubernamentales. En la mayoría de las economías capitalistas, los gastos del gobierno constituyen uno de los principales componentes del producto nacional, Por tanto, poder incrementarlos o disminuirlos

de acuerdo con las tendencias ascendentes o descendente de las actividades económicas, puede servir como instrumento económico poderoso sobre todo cuando se toman en cuenta los efectos multiplicadores. Se hace necesario destacar que en el desarrollo de nuestro trabajo nos referimos más a la parte impositiva, porque es la norma fiscal que nos interesa. Para entender la forma como operan estos instrumentos, observemos las figuras 1-1 y 1-2.

### 1.3 LA SITUACION ACTUAL DEL MERCADO PUBLICO DE VALORES.

Han transcurrido casi once años que se creó la Comisión Nacional de Valores y se le confió la nada facil tarea de promover el mercado de capitales en Colombia, es importante, entonces hacer un somero análisis crítico al mercado público de valores en Colombia, o sea cuales son las tendencias actuales de este mercado y en que aspectos hemos progresado.

Debemos hacer énfasis, que en esta oportunidad hablaremos de tres aspectos que más nos interesan en este trabajo, ellos son: Marco Institucional, la Capitalización Empresarial y la Concentración de la Propiedad accionaria.

Pero tambien debemos tener muy en cuenta que estos aspectos lo trataremos en capítulos siguientes con más detalles

que en esta parte. Solamente nos limitaremos a expresar o manifestar conceptos al respecto.

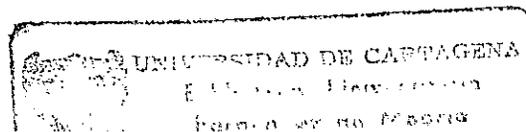
Podemos decir, en cuanto al Marco Institucional, que la me jo r co n t r i b u c i o n que el Estado puede realizar en pro del mercado de capitales, consiste en dictar unas reglas de juego claras, que estimulen la capitalización empresarial, de una parte, y protejan e inspiren confianza a los inver sionistas, de la otra. O sea, que se estimule tanto la ofer ta como la demanda de títulos de mediano y largo plazo.

#### 1.3.1 Marco Institucional.

En lo que hace referencia al régimen tributario, hay que destacar las bondades de las reformas introducidas por la ley 75 de 1986. La eliminación total de la doble tributación (ya atenuada por la Ley 9ª de 1983), el desmonte gra du al de la deducibilidad del componente inflacionario de los intereses y demás gastos financieros, y la reducción del 40% al 30% de la tarifa de tributación de las socie dades anónimas, son medidas llamadas a producir un saluda ble cambio, sobre todo en el mediano y largo plazo, el nue vo esquema tributario, en efecto inducirá a las empresas a modificar su estructura financiera, dándole un mayor pa so relativo a la capitalización y rebajando a niveles más razonables y prudentes su endeudamiento.

Otro aspecto en el que hemos progresado es el de la infor  
mación que las empresas que participan en el mercado pú-  
blico de valores deben poner a disposición de los inver-  
sionistas. Otro tanto puede decirse respecto de los infor  
mes trimestrales, o de los proyectos de colocación que de  
ben elaborar las sociedades que vayan a realizar una ofer-  
ta pública de valores en el mercado primario.

Un tercer aporte digno de destacarse lo constituyen las me  
didas tomadas a fines de Diciembre de 1987, mediante los  
Decretos Ley números 2512, 2513, 2514, 2515 de 1987. Estos  
decretos dictados por el presidente de la República en de-  
sarrollo de las facultades extraordinarias que le concedie  
ra el artículo 90, ordinal 6º de la Ley 75 de 1986, tienen  
como propósito fundamental estimular la creación y forta-  
lecimiento de ciertos inversionistas institucionales, como  
instrumentos que apoyen el proceso de capitalización y de  
mocratización de la sociedad anónima. Estos decretos con-  
sagran importantes beneficios tributarios en favor de los  
fondos mutuos de inversión y fondos de valores. Además,  
introducen por primera vez en nuestro ordenamiento jurí-  
dico los denominados FONDOS DE PENSIONES DE JUBILACION E  
INVALIDEZ, llamados a cumplir una doble función de nota-  
ble alcance social y económico, cual es la de servir como  
instrumento complementarios de seguridad social y como nuevos  
inversionistas institucionales en el mercado de valores.



### 1.3.2 La Capitalización Empresarial.

Dentro de cualquier análisis que se intente hacer de las tendencias del mercado de capitales, el comportamiento del mercado primario de acciones, o lo que es lo mismo, de la capitalización empresarial, ocupa un lugar muy importante

Durante los últimos años y especialmente a partir de 1982-1983, las cifras de las que dispone la comisión Nacional de VALORES muestran un reconfortante aumento de las ofertas públicas de acciones en el mercado primario.

Durante 1984 se presentó una declinación en la capitalización empresarial por la vía de la emisión de acciones, bajando el valor de las autorizaciones de la Superintendencia de Sociedades en \$16.037.7 millones, esta situación sin embargo que cotrarrestaba en buena parte por el incremento de \$14.064.8 millones en las emisiones de bonos obligatoriamente convertibles en acciones.

En 1985 y 1986 se reactivó nuevamente el proceso de capitalización empresarial, tanto por acciones como B.O.C.A. llegando las autorizaciones por estos últimos a \$20.480 millones en 1986. En 1987 las autorizaciones de Supersociedades bajaron cerca de 18%, situándose en \$44.836 mi-

llones, tendencia que no se reflejó en las ofertas públicas de acciones de la CNV, que crecieron con respecto al año anterior en 67.6%. Las emisiones de B.O.C.A., por su parte cayeron drásticamente llegando a solo \$7.062 millones, en respuesta a los cambios introducidos a las condiciones de créditos que con cargos al Fondo de Capitalización empresarial se otorgaban para financiar la adquisición de estos títulos. En 1988 las autorizaciones para emisión de acciones impartidas por la superintendencia de sociedades alcanzaron los \$42.772 millones, cifra que constituye el 95.4% del valor autorizado durante todo 1987, y que representa un incremento del 262% con respecto a la misma fecha del año anterior. En cuanto a las ofertas públicas se notó un crecimiento del 100.4% de las emisiones autorizadas por la CNV. Es importante, advertir que a la larga, lo ideal es que la capitalización de las sociedades anónimas se apoye en la recuperación de unos niveles aceptables de rentabilidad, que les permitan colocar nuevas emisiones de acciones sin la necesidad de elementos exógenos como las ventajas crediticias que ofrece el Fondo de Capitalización Empresarial.

### 1.3.3 La concentración accionaria.

La concentración accionaria sigue siendo el cuello de botella que oscurece el horizonte de nuestro mercado público

co de valores sigue siendo muy alta a pesar de los estímulos fiscales que para paliar dichos fenómenos consagró la ley 9ª de 1.983 en favor de las sociedades anónimas abiertas (descuento tributario del 15% sobre aumentos de capital) y de sus accionistas. personas naturales (supresión de la doble tributación).

1.4. Títulos que comprenden la oferta del mercado público de valores.

Los títulos valores son documentos negociables que representan los derechos consignados en él, a favor de las personas que los poseen y a cargo de la entidad que los emite.

Existen dos clases de títulos :

1. Documentos de Renta fija : Son aquellos que producen una renta cotidiana e invariable y representa a su poseedor un préstamo otorgado a la entidad que los emite.

Estos documentos se clasifican de la siguiente manera :

a) Con intereses : son aquellos documentos negociables que generan un interés fijo para quien los posee y en forma periódica. Ejemplo : Se adquiere un título con un plazo de 90 días por \$1.000.000 a una tasa de interés fijo del 31.5%

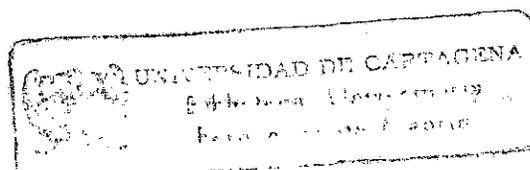
anual (con un vencimiento trimestral). Al cabo de los tres meses se recibirá por la inversión; la cantidad de \$26.250 correspondiente a los intereses ganados en dicho período.

b) Con descuento: son aquellos cuyo rendimiento está determinado por la diferencia entre el valor de la adquisición y el de rendición o el de venta en el caso que se presente antes de la redención del título.

2. Documento de REnta variables: son aquellos títulos que se caracterizan porque no posee una certeza sobre el monto de la rentabilidad, debido a la dependencia de múltiples factores no determinados previamente y de los resultados económicos de la entidad emisora. Dentro de este grupo se encuentran principalmente las acciones de Sociedades anónimas cuya rentabilidad la componen 3 elementos: Los dividendos, la participación y la valorización.

3. Emisiones privadas : Es el acto de crear nuevos títulos sean acciones u obligaciones, que realizan las empresas del sector privado. Estas emisiones comprenden títulos tales como acciones y bonos.

Las emisiones privadas pueden ser de dos formas dependiendo del tipo de título y de la necesidad de la emisión. Para la financiación de una actividad una empresa puede obtenerla a



través de una emisión de acciones o de bonos realizada una sola vez (en serie) en determinado momento y monto autorizado. En el caso de ser un título de Renta Fija, lo que se hace es una emisión continua (en masa) de éstos cada vez que alguien desea comprarlos.

Títulos correspondientes a Emisiones Privadas :

a) Acciones : son títulos valores que más fácilmente se asocian con las Bolsas de Valores. Las acciones tienen las siguientes características : Instrumento der propiedad de la empresa, mecanismo de financiación para la empresa privada, el propietario adquiere la calidad de socio, le da derecho a participar en forma proporcional a sus aportes, entre otros. Se pueden clasificar dos tipos de acciones :

- Acción común : Tiene las características de conceder a su titular los siguientes derechos : Participación en las deliberaciones de la Asamblea general de Accionistas y votar en ella; recibir una parte proporcional de los beneficios sociales establecidos; y otros.

- Acción Preferencial : Da a su poseedor prioridad en el pago de dividendos, concede el derecho preferencial para el reembolso de capital, en caso de liquidación de la empresa.

b) Bonos : son documentos representativos de deuda de la em presa que los emite, deuda que queda expresamente pactada en cuanto a su cuantía, su duración, la manera de pagarla, los intereses que pagará a los acreedores y la periodicidad de dichos pagos. A diferencia de las acciones los bonos no re presentan propiedad de la empresa o entidad que los emitió.

- Bonos convertibles en Acciones : Son títulos representativi vos de un préstamo, que gozan de un derecho de opción que permite a sus tenedores, cambiarlos por acciones de la so- ciedad que los ha emitido de acuerdo con unas característica s previstas en el momento de su emisión.

c) Emisiones estatales : se refieren a aquella emisión que realizan las diferentes entidades del gobierno con el fin de captar recursos para dirigirlos a los sectores de la eco nomía que los necesiten y así lograr los objetivos propuesto s por el Estado. Ejemplo : Presupuesto Nacional, Finan- ciar la industria nacional, etc. Alguna de estas entidades emisoras de valores en Colombia son :

- Banco de la República
- Financiera Eléctrica Nacional
- Banco Central Hipotecario
- Instituto de Fomento Industrial
- Bancos Estatales

Corporaciones Financieras Estatales.

Caja de Crédito Agrario.

### 1.5. . . BOLSAS DE VALORES.

La Bolsa de valores es un lugar donde se realizan transferencias de recursos monetarios entre sectores de la economía que tiene excedentes para invertir y los que por el contrario, los necesitan para adelantar sus actividades productivas. Estas transferencias de recursos se hace a través de la compraventa de títulos por intermedio de los comisionistas inscritos en la bolsa. La bolsa de valores se encuentra dentro de un mercado de competencia perfecta, físicamente las mercancías (Títulos Valores) no se perciben.

El origen del vocablo "Bolsa" parece haberse aplicado en la ciudad de Brujas - Bélgica, durante el siglo XIII, a una casa de cierta familia noble, que tenía tres (3) bolsas en su escudo de armas. Según Pablo Quintero Meléndez y Francisco Varela Santos, en su libro "Algunos aspectos del desarrollo del Mercado de Capitales en Colombia 1962-1972" manifiestan que posteriormente se designó este nombre a una plaza contigua donde se hallaban los "LOGGE" de los mercaderes italianos.

.....  
La necesidad de comerciar en las personas cada vez más, las

llevó a realizar en lugares y días convenidos el intercambio y tráfico de productos de la tierra y de la incipiente industria. Con el crecimiento de las ciudades y un mayor consumo de bienes, los mercados o bolsas se estructuraron en el siglo XIII y con el tiempo se fueron reglamentando e institucionalizando.

Los datos históricos más concretos relatan que las bolsas nacieron en Brujas (S.XIII), Narbona (1330), Amberes (1460) Posteriormente en el S. XVI se inicia la organización moderna de las bolsas.

Como el aumento de la producción y el comercio mundial, surgió una nueva forma empresarial : La sociedad anónima, la cual tenía gran influencia en la evolución industrial. Con la sociedad anónima nació otro tipo de bienes: Los valores mobiliarios, representados inicialmente en acciones, para facilitar el intercambio de estos títulos se crearon las bolsas de valores. El auge de las bolsas de valores está directamente relacionado con el desarrollo de las sociedades anónimas como medio para obtener capitales.

En las economías primitivas, donde se desarrollaba un intercambio simple de mercancías, los factores de producción (trabajo tierra y capital) se daban simultáneamente sin mayor grado de especialización y tradicionalmente el del capital

era también el hombre de "empresa". De ahí que el primer paso en la especialización de funciones es por tanto la sociedad de hecho, donde una persona aporta su capital y otra su trabajo, con el fin de llevar a cabo un esquema de producción. En la medida en que se necesitó mayores aportes de capital para llegar a un alto grado en las técnicas de producción surgió la necesidad de reunir varias personas, que previo señalamiento de pautas y normas reflejadas en unos estatutos contribuyera económicamente para constituir una persona jurídica conocida como Sociedad Anónima.

Pero vemos exactamente, cuando se fundaron las principales Bolsas de Valores en el Mundo : Bolsa de París, 1572, con 60 agentes de bolsa; Bolsa de Londres, 1773, comenzó con una organización rudimentaria, La Bolsa de Nueva York, 1792 que desplazó las bolsas europeas y que hoy constituye la más importante del mundo; la Bolsa de Madrid, se creó oficialmente en el 1831 y fué en España donde se estableció por primera vez, las Bolsas del Japón que nacieron hace poco tiempo ocupan hoy uno de los primeros lugares; en América Latina, las Bolsas de valores, solo aparecieron a fines del siglo XIX, lo cual se debió a la herencia de atraso relativo que dejó en la región el sistema económico colonial.

En Colombia, las Bolsas de valores, como bien se sabe han

operado como establecimientos mercantiles de carácter privado y con ánimo de lucro. A pesar de ello, la actividad bursátil ha sido y será siempre de interés público. En nuestro país la bolsa nació con el desarrollo económico del mismo durante los años 20. Transformación de una economía basada en granparte por la agricultura, el comercio y la creciente industrialización, hizo necesaria la acumulación de capitales para crear las empresas pioneras del desarrollo industrial.

Hemos dicho anteriormente que las bolsas de valores han operado con carácter privado y con ánimo de lucro, a pesar de ello, la actividad bursátil ha sido y será siempre de interés público. Esta dimensión pública (en el campo económico y social) se manifiesta de distintas maneras.

En primer lugar, es indiscutible la importancia de las bolsas dentro del proceso de formación y asignación del ahorro nacional. Es de comprender también que los mercados bursátiles son en cierto modo el termómetro, el espejo de la situación económica de un país y de las expectativas que se tienen respecto de su comportamiento en el futuro. A los movimientos del mercado bursátil está ligada la suerte de los ahorros de ciertas personas y entidades que diariamente acuden a dicho mercado para ofrecer o para demandar los activos financieros que allí se negocian.

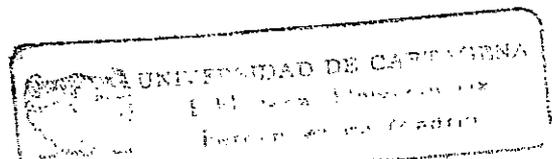
76

En segundo lugar, vale la pena hacer un poco de historia para recordar cuán estrechos han sido las relaciones entre las bolsas de valores y el sector empresarial colombiano. El proceso de industrialización de los años 20 y 30 fué posible, entre otras cosas, gracias a la financiación que nuestras sociedades anónimas obtuvieron a través de la colocación de acciones entre el público.

En tercer lugar, las bolsas de valores son un valioso instrumento del cual se vale el propio Estado para desarrollar sus políticas en el campo monetario y fiscal.

En cuarto y último lugar, es indispensable hacer una mención especial de las delicadas funciones de las bolsas de valores como depositarias de la fé y la confianza públicas. De una parte, diversos estatutos legales, apoyados en la consideración de que los precios bursátiles son la expresión de la realidad del mercado, dan fé a los mismos y los toman en cuenta para varios efectos. Mas adelante estaremos describiendo las funciones de las bolsas de valores.

En el año de 1928 se fundó la bolsa de Bogotá, con 24 compañías inscritas y 17 firmas comisionistas miembros de la entidad. La bolsa inició operaciones con el público el 1º de abril de 1929. Aunque en ese año no existía legislación especial sobre bolsas de valores los gestores de los esta-



tutos de la bolsa de Bogotá establecieron que las actividades de la bolsa serían inspeccionadas por la superintendencia bancaria, que los revisó y les impartió su aprobación antes de que fueran legalizadas.

En el año de 1934, encargado de la Dirección de la Bolsa de Bogotá, don Salvador CAMacho Roldan, procedió a corregir ciertas irregularidades de algunos miembros que tentados por el mayor volumen que algunos comisionistas les ofrecían entrarían en pactos "no confiables" para reducir comisiones o compartirlas. Fue esta la principal causa de que se organizara la Bolsa de Colombia, con sede también en Bogotá, único caso de que en la misma ciudad hubiera dos entidades similares, negociando en los mismos valores. Pronto se desengañaron, ya que los promotores de la nueva sociedad creían poder competir con los miembros de la bolsa de Bogotá.

Después de más de 58 años de labores, la Bolsa de Bogotá, cuenta con cerca de 97 compañías inscritas, una gran diversidad de títulos valores y 33 firmas comisionistas al servicio de los inversionistas colombianos. El surgimiento y crecimiento de las sociedades anónimas conllevó a la ampliación del mercado accionario que desembocó en la creación de una nueva bolsa de valores, en la ciudad de Medellín el 19 de Enero de 1961.

Actualmente la bolsa de Medellín, creada por los empresarios de esa ciudad, se encuentra localizada en el centro de la actividad financiera de la capital antioqueña. Sus 23 firmas comisionistas han logrado infundir una tradición de prestigio a ese mercado bursátil, que hoy en día es plenamente reconocido por una gran cantidad de empresas en todo el país.

El desarrollo económico que se estaba dando en el suroccidente colombiano dió paso a la creación de un mercado bursátil propio, con el fin de canalizar el alto flujo de recursos que se originaba en la región. Fue así como el 20 de enero de 1983 se constituyó la Bolsa de Occidente S.A., la cual ha desarrollado una labor representativa para la economía de la región. Su crecimiento ha sido mucho mejor de lo proyectado en los estudios realizados antes de su creación.

Cabe anotar que estas tres bolsas son las que están vigentes en el país y están operando normalmente. Es indispensable además, hacer mención de las funciones, son las siguientes:

A. En lo económico : La función primordial de la bolsa es la canalización del ahorro nacional, es decir, concentrar y concertar la demanda y oferta de recursos dirigiéndolos hacia actividades productivas (empresas) creadoras de riqueza y de fuentes de trabajo. Además, permite mediante sus operaciones comerciales contacto permanente con compradores

y vendedores estableciéndose un equilibrio entre la oferta y la demanda, originándose la formación de los precios justos. Además se encarga de otorgar liquidez a sus títulos lo que hace que el inversionista puede vender sus activos en cualquier momento.

B. En la asignación de recursos : Las inversiones bursátiles estan orientadas según los criterios de rentabilidad de los títulos y de sus posibilidades de crecimiento, los cuales representan las expectativas futuras en los diversos sectores industriales. Esto se realiza a través de :

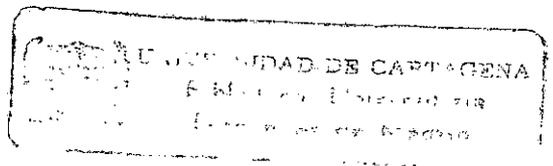
B-1. Determinación de precios

Permite a los participantes tomar decisiones, ya que estos (precios) los determina el libre juego de la oferta y la demanda.

B-2. Transparencia del mercado.

Los participantes deben contar con la información completa fidedigna y oportuna sobre las sociedades y títulos valores inscritos en la Bolsa.

B-3. Orientación del Inversionista.



Las bolsas de valores dan una adecuada orientación basada en el mayor conocimiento de las técnicas y del mercado.

C. En lo social. Como mercado organizado, uniforme y transparente, la bolsa de valores provee a los inversionistas interesados toda clase de información sobre las sociedades con títulos inscritos en ella. De esta manera se protege al público en sus decisiones para invertir. Además da a conocer el precio justo de los valores de los títulos en un determinado momento.

D. En la financiación. Las sociedades satisfacen sus necesidades de financiación, a través de la emisión de acciones o valores de renta fija, permitiendo además, la transformación y consolidación financiera de las sociedades anónimas, al cambiar recursos de corto plazo por recursos de largo plazo.

E. En lo Jurídico. Las bolsas de valores mobiliarios permiten que las personas puedan contratar sobre todos los valores inscritos en ella. Protegen al público que no participa en forma activa en las operaciones del mercado bursátil, utilizando normas estrictas para la enajenación de los valores inscritos.

La Bolsa suministra las cotizaciones auténticas de las transacciones efectuadas : estos precios hacen fé en cuestiones

judiciales y sirven de referencia en las relaciones jurídicas y económicas del mercado.

1.6. INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES.

En lo que se refiere a estos inversionistas institucionales podemos decir que son entidades financieras especializadas en la captación de ahorro personal y familiar y a su vez están autorizados para encaminar recursos y destinarlos hacia la realización de inversiones.

Experiencia de otros países como E.E.U.U., Japón y la mayoría de los países europeos, indican que los inversionistas institucionales son los únicos capaces de reemplazar a los individuos cuando estos se retiran del mercado.

Estos intermediarios financieros constituyen un instrumento eficaz para movilizar los recursos necesarios que requieren los procesos productivos. El ofrecimiento de una variedad de alternativas de ahorro por parte de estas entidades permite atraer gran cantidad de ahorradores, pequeños, medianos y grandes logrando una concentración de recursos. Este elevado número de ahorradores hace posible mantener un flujo de caja en el cual los retiros son inferiores a las colocaciones, manteniendo y acrecentando así un fondo suficiente para realizar préstamos a largo plazo aunque los recursos

captados (ahorros) tengan menores términos de vencimiento, y al mismo tiempo poder satisfacer las demandas por liquidez de los ahorradores. "De esta manera la fluctuación del ahorro contractual es mucho menor comparada con las otras formas de ahorro lo cual da una mayor estabilidad al sistema." (1). En Colombia, no se observa que los inversionistas institucionales hayan contribuido a la verdadera innovación financiera y al desarrollo de su propio mercado. Tampoco se nota que su influencia en el mercado de capitales haya contribuido al mejoramiento de su organización. "Los inversionistas institucionales están llamados a cumplir un papel esencial con un claro beneficio para el desarrollo económico por cuanto poseen la capacidad para constituirse en un elemento importante de canalización de recursos, de ordenamiento y estabilidad del mercado de capitales". (2)

A continuación expondremos en forma detallada a los inversionistas institucionales que son más conocidos en el medio económico colombiano:

1.6.1. Compañías de Seguro y de Capitalización.

---

(1) La bolsa de valores y su función en el mercado de capitales, Bolsa de Occidente S.A., pág 38.

(2) Ortega, Francisco J. Inversionistas Institucionales en Colombia: Función y desarrollo, junio 1984, pág. 32

Se entiende por este tipo de compañías, el conjunto de empresas que presentan un servicio de seguros en las ramas de vida, daños generales, rasguños y las compañías que ofrecen planes de capitalización.

El seguro es una prestación de servicios porque no produce bienes materiales tangibles o reales, sino protección.

Los planes de capitalización, por su parte, ofrecen a los ahorradores la posibilidad de lograr una meta de ahorro mediante la acumulación de cuotas pagadas mensualmente y de ganarse en un sorteo el valor nominal del título que aspira capitalizar antes de que se haya aportado la totalidad de las cuotas pactadas inicialmente.

Las compañías de Seguros de Capitalización prestan sus servicios dentro de la economía tanto para el sector de la producción como el de consumo, y a la economía monetaria crediticia.

Las funciones que cumplen dentro del marco global de la economía son :

- Disminuir y atenuar los siniestros
- Disminuir el riesgo que debe soportar una economía individual aún en actividades arriesgadas.

- Canalizar el ahorro con el objeto de colocarlo a la disposición de la economía general con fines productivos, aumentando la productividad económica.

Las operaciones financieras más importantes que realizan las compañías de seguro y las capitalizadoras son la Inversión y el Crédito.

La inversión se puede realizar en "acciones", y en documentos de renta fija, pero solo, con el ahorro captado por el público.

En Colombia, las inversiones de las compañías de seguros y de capitalización están rigurosamente reglamentadas por el Estado y se clasifican en dos tipos : Las inversiones Admisibles y las Obligatorias.

Las primeras son las que se efectúan libremente con parte de sus reservas pero sujetandose a una variedad de alternativas previamente establecidas por el Gobierno.

Las Obligatorias son aquellas que se deben destinar a la compra de títulos ya determinados por el estado y que además, no deben ser inferiores al 40% del valor total de la reserva técnica.

Para finalizar es importante resaltar que las compañías de seguros y de capitalización, directa o indirectamente, hacen las veces de institución consolidadora de la economía, al reunir numerosos y pequeños ahorros del público para canalizarlos hacia la inversión, fomentando, al mismo tiempo el Mercado de Capitales.

#### 1.6.2... Fondos de Inversión.

Los fondos de inversión son entidades financieras cuya función es colocar en el mercado de capitales "Certificados de Inversión"\*, representativos de acciones, bonos o títulos valores de renta fija.

Los recursos de estos fondos constituyen los aportes en dinero que entregan las personas (inversionistas) a la sociedad administradora constituida como Sociedad Anónima la cual está encargada del manejo de Fondo. De esta manera se vinculan pequeñas y medianas sumas para integrar un gran capital común con el cual se facilitan buenas, seguras y rentables inversiones que no son accesibles al poco informado ahorrador.

---

\* Certificados de Inversión : Es la captación de recursos a través de la emisión de unidades de igual valor. El aportante recibirá un certificado por las unidades adquiridas.

A través de la reunión de sumas importantes de la venta de "Certificados de Inversión" se consigue un alto grado de estabilidad y permanencia de los recursos. La especialización y dirección profesional de los Fondos de Inversión permite una mejor escogencia de las inversiones según criterios de rentabilidad y seguridad y una diversificación del riesgo mediante la compra de valores diferentes.

Estos fondos constituyen un mecanismo importante de capitalización por los recursos que movilizan y por el grado de tecnificación de sus operaciones.

Los fondos de Inversión nos indican de que todos los inversionistas instiucionales deben ser vigilados rigurosamente con el fin de evitar alteraciones en el mercado y lograr que cumplan sus funciones para las cuales fueron diseñados.

#### 1.6.3.. Fondos Mutuos de Inversión.

Los Fondos Mutuos de Inversión son entidades constituídas con aportes provenientes de los salarios de los trabajadores y contribuciones de las respectivas empresas, las cuales según la Legislación Colombiana deben aportar el 50% del correspondiente aporte.

El objeto de estos fondos es eminentemente social, ya que estimula y fomenta el ahorro de los trabajadores, además presta servicios especiales a estos. Este ahorro está orientado hacia actividades que colaboren en el desarrollo de la economía nacional.

Fundamentalmente, lo que se busca con un fondo de esta naturaleza es que el trabajador mantenga un ahorro en el largo plazo que a la vez le represente mayores beneficios, especialmente por la acumulación de un patrimonio.

Los Fondos Mutuos dirigen los recursos captados hacia la capitalización directa o de financiación de la actividad productiva y a préstamos.

En la actualidad, los Fondos Mutuos no contribuyen a la organización y funcionamiento del Mercado de Capitales ya que sus inversiones son realizadas, en buena parte, en títulos de renta fija (corto plazo), sin que permitan el traslado de recursos de ahorro estable (largo plazo) al Mercado de Capitales para inversiones con un mayor riesgo (por ejemplo, inversión en acciones).

Además existe el fondo de perseverancia que permite a los empleados hacer uso de los aportes de la empresa en la medida en que lleven más tiempo de pertenecer al fondo.

#### 1.6.4.4 Fondos de Empleados.

Los fondos de empleados tienen existencia de un poco más de 30 años en nuestro país, pero su funcionamiento sólo fué reglamentado en el año de 1981 mediante el Decreto 3381 de noviembre 30 del mismo año.

Estos fondos pueden constituirse en cualquier tipo de empresa no existiendo la obligatoriedad de parte de estas de contribuir al Fondo tal como sucede en los Fondos Mutuos. Su patrimonio está constituido por el capital social (aporte inicial de los empleados), los aportes adicionales, las reservas permanentes y las donaciones que reciban. Los recursos así obtenidos están orientados a la ejecución de programas de mejoramiento de las condiciones económicas, sociales, culturales, recreativas, de seguridad social y de bienestar familiar de los trabajadores asociados al fondo.

Sin embargo, parece ser que en la realidad las reservas de estos fondos se colocan tanto en crédito a sus asociados como en inversión en valores mobiliarios basado en una combinación de políticas propia de ellos.

Los integrantes de este fondo deben ser personas cuyo vínculo común debe ser la relación laboral de empleados de

una misma empresa o de compañías subsidiarias, anexas, de pendientes o vinculadas, o que tengan una misma actividad económica.

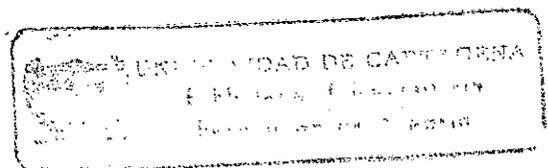
Su fin primordial es fomentar el ahorro de sus asociados y con ello, el otorgamiento de préstamos o créditos en diferentes modalidades y la prestación de diversos servicios, siendo estas, actividades que el fondo cumple sin ánimo de lucro.

#### 1.6.5... Sociedades Fiduciarias.

Las sociedades fiduciarias son entidades que tienen por objeto custodiar y administrar dineros, valores muebles e inmuebles cuyo dominio o propiedad les ha sido transferida por el Fideicomitente para que se haga dicha administración a nombre de un tercero o beneficiario. En todo negocio de fiducia, intervienen tres personas diferentes :

**Fiduciante :** Es la persona natural o jurídica que transfiere el dominio de los bienes. Se denomina también Fideicomitente o Constituyente.

**Fiduciario :** Es la persona que administra los bienes recibidos del fiduciante para tal efecto.



Fideicomisario : Es lapersona para la cual se busca obtener beneficios originados de los bienes fideicomitidos (bienes estregados). Se denomina también beneficiario y en algunos casos puede ser el mismo fiduciante.

Este tipo de sociedades contribuyen en buena parte al desa rrollo delMercado de Capitales Colombiano a través de un mercado público organizado, llevando a cabo todo tipo de negocios que se lepresenten en ejercicio de su objeto.

1.7 AUTORIDADES DEL MERCADO PUBLICO DE VALORES.

Entre 1979, año en que se creó la comisión Nacional de VA- lores y 1982, el Control y Vigilancia de las bolsas de va- lores estuvo escondido entre dos agencias gubernamentales a saber, la Superintencia Bancaria y la Propia Comisión Nacional de valores.

En efecto, correspondía a la Superintendencia bancaria ejer cer la vigilancia y control de las sociedades comisionistas de bolsas y de las propias bolsas. Esto es lo que se conoce como control subjetivo. De otra parte, correspondía a la Co misión Nacional de Valores, vigilar y controlar todas las operaciones bursátiles realizadas por las sociedades comi- sionistas de bolsay en general, el mercado bursátil. Este último es el que se conoce como control objetivo.

Este fraccionamiento del control estatal sobre las bolsas de valores, terminó con la expedición del decreto 2920 de 1982. Dicho decreto en su art. 27, asignó la comisión Nacional de Valores las funciones de Control y Vigilancia subjetivas que hasta entonces venía ejerciendo la Superintendenciabancaria. Con esta medida se tiene en cuenta el carácter especializado de la Comisión Nacional de Valores, y se libera de paso de esta responsabilidad a la Superintendencia bancaria.

Las funciones de control y vigilancia de las bolsas de valores tiene como finalidad cardinal la de preservar la honorabilidad, confiabilidad y seguridad del mercado, y se desarrollan a través de atribuciones como las siguientes:

1. Aprobar toda reforma de los estatutos, reglamentos, tarifas y comisiones de las bolsas de valores;
2. Otorgar permiso de funcionamiento tanto a las bolsas como a sus sociedades comisionistas;
3. Vigilar e investigar las operaciones bursátiles;
4. Suspender la cotización de un valor en bolsa, cuando existen condiciones desordenadas en el mercado mismo.

5. Suspender o cancelar la inscripción en el registro nacional de intermediarios de las sociedades comisionistas de bolsas;

La autonomía de las bolsas se refleja en el hecho de que las decisiones que están tomen en ejercicio de sus facultades de autorregulación no son susceptibles de ser revisadas por la Comisión Nacional de Valores.

Las facultades de la Comisión Nacional de Valores frente a las bolsas no se agotan en su control y vigilancia. Van mucho más lejos La Ley 32 en su art. primero consagra la potestad general que tiene la Comisión Nacional para estimular, organizar y regular el mercado bursátil de valores.

El mercado bursátil, como bien se sabe, representa una parte importantísima en dicho mercado público de valores.

Para desarrollar ese cometido general, La Comisión Nacional de Valores, goza de amplísimas facultades que le ha otorgado la Ley 32, que es apenas una ley marco sobre la materia. Vale la pena mencionar algunas de tales funciones :

1. Fijar las condiciones para la admisión de los miembros de las bolsas de valores, atendiendo la idoneidad profesional y la solvencia moral de los interesados;

2. Determinar las condiciones que debe reunir un documento para poder ser inscrito y negociado en las bolsas de valores.
3. Otra importante facultad de la Comisión Nacional de Valores, es la que se refiere a la posibilidad de ordenar que ciertas operaciones se lleven a cabo obligatoriamente a través de una bolsa de valores.
4. Reglamentación de las actividades especiales que pueden desarrollar las sociedades comisionistas de bolsa constituidas como sociedades anónimas.

## 2. TASAS DE INTERES Y MERCADO DE VALORES

### 2.1 ANTECEDENTES DEL MANEJO DE LAS TASAS DE INTERES EN COLOMBIA.

2.1.1 El interés del dinero en el mundo. Las leyes restrictivas del interés pertenecen a todas las civilizaciones y a todos los tiempos. Remontandonos a las legislaciones de mas vieja existencia, encontramos las leyes de Moisés, que prohibían al pueblo escogido exigir interés alguno a sus conciudadanos pobres y solamente lo permitían en los préstamos a los ricos y a los extranjeros. Las leyes israelitas además, castigaban al usurero como si fuese ladrón, haciéndole restituir el cuádruplo.

Aún cuando en un principio los escritores eclesiásticos condenaron irreductiblemente la exigencia del algún interés en los préstamos, y luego cambiaron de concepto como consecuencia de las tesis presentadas por Santo Tomás de Aquino, jamás dejaron sin embargo, de protestar contra el abuso.

No ha sido, sin embargo, la Iglesia Católica la única en

combatir los excesos en el interés del dinero. Los libros sagrados de la India y de la China, así como las leyes de Manú y Zoroastro y el Corán de los musulmanes también han lanzado al respecto algunas duras sentencias.

Con relación a las Leyes civiles, se observa que en casi todos los pueblos han existido disposiciones restrictivas del interés. En la antigua Grecia la mínima tasa del interés era el 10% y la más alta era el 36%. Además allí, como en Roma, los pensadores y legistas combatieron la usura.

En el Imperio Romano, los estragos causados por la usura hicieron que la ley de las doce Tablas la considerara como Delito más grave que el robo, castigando al que estipulase en el cobro un interés mayor del 12% anual, con la devolución del cuádruplo.

Durante la Edad Media la usura fue ejercida de nuevo, con mucha violencia. Venecia, Génova y demás grandes ciudades italianas que en aquellos tiempos desempeñaron el oficio de banqueros de Europa, viéronse envueltas en las redes de la usura.

En Francia, debido a la influencia de los escritores eclesiásticos, el abuso en el interés del dinero fué condenado desde época muy antigua y restringido por todos sus monar

cas hasta la revolución de 1789 cuando un Decreto de la Asamblea constituyente declaró libre el tipo de interés.

Habiendo tomado forma la usura desde que el interés no tuvo ninguna valla y siendo inmensos los perjuicios causados por ella, especialmente entre los pequeños propietarios, el consejo de Estado, resolvió limitar de nuevo el tipo de interés. Pero solo hasta 1807, logró ser rigurosamente cuando se le restringió al 5% en materia civil y al 6% en materia comercial. En 1886 se derogó en parte la ley 1807, pues sus disposiciones en materia civil quedaron en rigor habiendo sido derogados unicamente las relativas al campo comercial.

En cuanto a Inglaterra, allí la usura también fué perseguida hasta el punto de que Enrique III expulsó a los usureros públicos en el año de 1240. Después de este año el interés del dinero fue limitado por la Ley, pero solamente hasta 1546, durante el reinado de Enrique VIII se le limitó con rigor, declarándose ilegal todo interés que excediera el 10%. Luego su hijo Eduardo VI, influído por el espíritu religioso de su tiempo, prohibió en absoluto todo interés. Más tarde, este dictado fué reemplazado por las restricciones al tipo de interés, impuestas por sus sucesores: La Reina Isabel, Jacobo I y la Reina Ana. Hoy existe el régimen de la libertad del interés implantado en 1854, pero el legislador mantiene su intervención en los pequeños prés

tamos y en los préstamos hipotecarios.

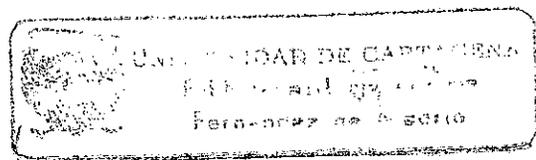
En España, como en el resto de Europa, los estudios teológicos y filosóficos contribuyeron en gran parte a la formación de las leyes. En el "fuero juzgo", el préstamo a interés fué limitado hasta el 12.5% anual, con la pena de perder todos los intereses quien estipulase más allá de tal límite. El "fuero real", un interés hasta del 25%, pero condenando el exceso con la devolución del doble. El "Código de las partidas" prohibió en absoluto el interés, declarando nulos todos los contratos en los que se estipulase y sujetando a los usureros al juicio de los tribunales eclesiásticos. Las leyes 1ª y 2ª del título 23 del "Ordenamiento de Alcalá" mandaron que ningún judío ni judía, ni moro ni mora diesen a usura por sí o por medio de un tercero, y condenaron al cristiano o cristiana a perder lo que hubiese dado en mutuo y a dar además otro tanto la primera vez, la segunda lamitad de sus bienes, y la tercera todos ellos. Más tarde Don Carlos y Doña Juana, a petición de las cortes de Madrid en 1534, de Toledo en 1539 y de Valladolid en 1548, expidieron una ley limitando el interés al 10.5% anual. Después Felipe III, por pragmática de 1608, prohibió dar dinero a mutuo mediante ciertas condiciones. En 1764, por cédula del 10 de Julio, el rey Carlos III permitió el interés en los préstamos y luego este mismo soberano, a virtud de sus cédulas de 11 de Septiembre de 1772 y

de 28 de marzo de 1784, así como el monarca Carlos IV por orden suya de fecha 21 de abril 1792 y cédula de 14 de febrero de 1803, establecieron la tasa legal del 6% en los contratos entre mercaderes y fabricantes, tipo que el mismo Carlos IV hizo extensivo a los convenios entre comerciantes, cosecheros y labradores.

2.1.2 El Interés del Dinero en Colombia.

Pasando ahora a nuestro país, conviene recordar que en el nuevo Reino de Granada o sea toda la época colonial hasta 1819, las leyes, ordenanzas, cédulas y demás disposiciones dictadas por la metrópoli española, constituyeron nuestra legislación. Entre ellas deben mencionarse: El "fuero Juzgo" y el "fuero real" y el "ordenamiento de Alcalá". Pero las leyes que más directamente rigieron en las colonias españolas de América fueron : las "siete partidas", la "nueva recopilación" llamada también "recopilación de Castilla", la "novísima recopilación" y la "recopilación de Indias".

Huelga decir que la legislación española fué una de las mas severas en lo tocante a la usura, debido sin duda a la influencia de los filósofos cristianos y de los padres de la iglesia. El "fuero juzgo" en sus leyes 8 y 9, título 5, libro 5, autorizó el préstamo a interés hasta el 12.5%



pero en caso de exceso condenaban al usurero a perder todos los intereses. El "fuero real", a virtud de la ley 6, título 2 libro 4, elevó la tasa de interés hasta el 25% , condenando al usurero a pagar el doble en caso de exceso. El "ordenamiento de Alcalá" por sus leyes 1 y 2 del título 23, dispuso que el cristiano o cristiana que estipulase préstamo a interés no tendría derecho a recobrar lo prestado y que quien tal hiciese, perdería la primera vez el doble de lo prestado; la segunda mitad de sus bienes, y la tercera vez la totalidad de estos. Las "siete partidas" en la ley 58, título 6 de la partida 1ª condenaba a juicio de la Santa Iglesia a todo aquel que promoviera pleito por razón de usura, En la "Novísima recopilación" por medio de sus leyes 1, 3, 4, 5, del título 22 del libro 12, los Reyes de España confirmaron lo establecido por la ley 1 del "ordenamiento de Alcalá".

Fundada la República y dictada por el Congreso de Cúcuta la Constitución de 1821, en ella se dispuso que las leyes españolas sobre el interés consta en el número 16 del libro 5 de la "recopilación de Castilla" y en ella se expresa que no debían pasar del 5% al año, declarando nulos los pactos o contratos que excedieran tal límite.

En el año 1835, el Congreso Granadino expidió la ley del 26 de mayo, en la cual con sólo dos artículos se derogó

toda la vieja legislación española contra la usura y se implantó bruscamente el régimen de la libertad en materia de estipulación de intereses.

La constitución dictada en 1853 dió campo al régimen federal a consecuencia de ciertas disposiciones ampliamente federativas, y ya en 1855 comenzaron a crearse estados soberanos. En 1855 se creó el Estado Soberano de Panamá; en 1856 el de Antioquia; en 1857 los de Bolívar, Boyacá, Cauca, Cundinamarca, Magdalena y Santander, y en 1860 el General Tomás Cipriano de Mosquera creó el estado soberano del Tolima. Con el Cambio de régimen político apareció el cambio de legislación, así que cada estado se dió leyes propias, salvo en aquellas materias que eran de exclusiva competencia de la Unión, para la cual se expidieron ciertas leyes generales. Había en consecuencia, diez códigos civiles: los de los nueve estados y el de la Unión, y en cada uno de ellos se dictaron disposiciones concernientes al interés del dinero.

La Legislación del Estado de Bolívar reconoció el Derecho del estado para limitar legalmente el interés, mientras que los códigos civiles de los Estados de Cundinamarca, Antioquia, Boyacá, Cauca, Panamá y Tolima, dispónían la libertad de los contratantes para estipular, por vía de interés la cuota que a bien tuvieran. Solo el estado de Santan

der adoptó el principio de que, a petición del deudor, el juez podría reducir el interés cobrado cuando este exceda de una mitad del interés corriente. el General Mosquera como presidente provisorio de los Estados Unidos de Nueva Granada, expidió en 1861 el Decreto del 7 de septiembre, firmado por su secretario de gobierno señor Andrés Cerón, que aparece inserto en el número 13 del "registro oficial" (como entonces se llamaba el diario oficial), correspondiente al 11 de septiembre de 1861. Dice así :

DECRETO :

Artículo 1º. En el distrito federal es lícito a los habitantes de él establecer en sus contratos el pago de intereses o alquiler del dinero, según lo crean más conveniente; pero si hubieren de ocurrir ante el poder judicial, este no podrá obligar al pago de intereses de ninguna clase sino en los términos siguientes:

- 1º 5 por 100 anual en las transacciones de cualquier clase que no sean puramente comerciales.
- 2º 1/2 por 100 mensual en asuntos comerciales, cambio y giro de letra, compra y descuento de estas;
- 3º Por falsa libranza o letra protestada, además del pago del principal, el 10 por 100 anual por costos, perjuicios e intereses, y 1/2 por 100 mensual por demora en el reembolso del valor de la letra, si no se hiciere inmediata-

mente después de devuelta y pagado el 10 por 100 de que trata este artículo

4º Cuando no hay estipulado interés en un contrato, no se puede cobrar sino por demora después de hecho el cobro y liquidado el crédito.

Artículo 2º. Los juzgados y tribunales del Distrito Federal y la Corte Suprema de la Unión deberán arreglarse en sus fallos a las disposiciones del presente decreto, aunque se pronuncien en contratos o asuntos anteriores a esta fecha.

El anterior decreto fue derogado expresamente por la Ley 27 de febrero de 1863, expedida por la convención de Rio-negro. En el año 1873 el Congreso expidió un código civil para la Unión, que en su artículo, 2231 dispuso: "El interés convencional que exceda de una mitad al que se probare haber sido interés corriente al tiempo de la convención será reducido por el Juez a dicho interés corriente, si lo solicitare el deudor." Esta disposición es absolutamente igual a la que consagró el Estado de Santander sancionado en 1871.

La constitución de 1886 implantó de nuevo en Colombia el régimen central, y en consecuencia se procedió a unificar la legislación, Los códigos de los estados desaparecieron

y en cambio se adoptó para toda la República el expedido por el Congreso de 1873, por mandato de la Ley 57 de 1887. Esta dispuso en su artículo 56 que los bancos y compañías anónimas no podían cobrar por las sumas que diesen en préstamo, un interés mayor del 8% anual, cuando el crédito fuese hipotecario, ni del 10%, en los demás casos.

Más tarde en 1890, vino la Ley 77 que devolvió a los bancos y compañías anónimas la libertad de fijar la tasa del interés, imponiéndoles en cambio la obligación de mantener en sus oficinas, en avisos de imprenta, el tipo de interés que cobrarán, el cual por lo demás, no podría alterarse sino noventa días después de haberse publicado.

La Ley 40 de 1907 dispuso lo siguiente:

"Artículo 173. Cuando se necesite fijar, en juicio el interés corriente, sea en materia civil o comercial, el juez tendrá un certificado sobre el monto de dicho interés de los gerentes de dos de los bancos que él designa entre los más antiguos y respetables de la localidad; donde no los hubiere de dos comerciantes honorables; y en caso de desacuerdo en el informe de los nombrados, tomará el término medio".

"Artículo 174. Los intereses de demora estarán en todo caso sujetos a la reducción de que trata el artículo 2231 del Código Civil".

Durante la época de los años veinte la teoría imperante correspondía todavía al liberalismo económico (dejad hacer, dejad pasar) todo esto dentro de un marco de régimen de patrón oro, con absoluta convertibilidad monetaria tanto en términos nacionales como internacionales. En el campo de la banca central esta teoría se traducía en el hecho de que las modificaciones en el tipo de interés, más concretamente en el tipo de descuento que el Banco Central cobraba a la banca comercial, constituía un elemento suficiente para el control de la totalidad de la política monetaria y económica en general. En consecuencia la acción del Banco de la República, durante la totalidad de la década de los veinte desde el punto de vista de regulador de la política monetaria, estuvo circunscrita a modificaciones en las tasas de interés, Las fechas de modificación de los tipos de interés fueron los siguientes: Julio de 1923, 12%; Agosto de 1924, 10%; septiembre de 1924, 9%; mayo de 1925, 7%; marzo de 1929, 9%; mayo de 1930, 8%; septiembre de 1930, 7%; enero de 1932, 6%; septiembre de 1932, 5%; julio de 1933, 4%.

Desde la década de 1950 y hasta comienzos de los años setenta la política intervencionista que rigió el manejo de la economía durante este período se manifestaba, en el campo financiero, en la prioridad asignada a lograr una distribución selectiva de los escasos recursos de aho

ro hacia actividades que se consideraban prioritarias para acelerar el crecimiento económico. Dentro de este criterio, el papel de las autoridades monetarias, mas que al control mismo de los agregados monetarios, estaba relegado basicamente a intervenir en el proceso de asignación del ahorro financiero y suplir las deficiencias que en esta área presentaba el mercado de capitales. En consecuencia existían múltiples controles y restricciones a la actividad de los intermediarios financieros (especialmente en el sistema bancario) que se pueden resumir en los siguientes puntos :

1. Existía una gran heterogeneidad en los niveles de las tasas de interés activas, las cuales se determinaban por lo general sin considerar criterios claros respecto al plazo de los recursos, el riesgo y el costo de los mismos.
2. Los topes de las tasas de interés tanto activas como pasivas conducían a la presencia de tasas de interés reales muy bajas o negativas, lo cual desestimulaba la movilización de recursos a través del mercado institucional, a la vez que generaba una mala asignación de recursos.
3. El sistema bancario tenía un papel importante en el financiamiento de la inversión a través del redescuento de recursos en el Banco central, provenientes tanto de inver

siones forzosas del sistema bancario, como de líneas de crédito para determinados fines con intereses subsidiados.

La existencia de este conjunto de restricciones sobre las tasas de interés tanto activas como pasivas, la asignación del crédito, el desestimulo al ahorro financiero, inversiones forzosas, etc.; tuvo claros efectos sobre las posibilidades de crecimiento del sistema financiero, cuya importancia solo habría de apreciarse a comienzos de los años setenta, cuando se comienza a cuestionar la eficacia de esta política.

Diversos escritos de comienzos de los años setenta identificaban claramente los problemas monetarios y del sector financiero con el manejo dado hasta el momento a la estructura de las tasas de interés.

En 1973 aparece el sistema UPAC que rompe totalmente con la tradición de tasas de interés bajas y lo que se busca es una tasa de interés positiva, lo que se paga al ahorrador es una tasa de interés pequeña, pero por encima de una corrección monetaria que, teóricamente lo estaría protegiendo de la inflación. Desde el punto de vista teórico y conceptual, se le asigna un papel determinante al sector financiero en el proceso de desarrollo económico.

Aún cuando los controles sobre las tasas de interés se consideraban la principal limitante, era claro que la concepción misma de las funciones del sistema financiero y su marco de operación, no permitían que este desempeñara adecuadamente su papel en los procesos de movilización y asignación de los recursos de ahorro de la economía. La Reforma financiera de 1974 marca el inicio de este proceso, entendida como la liberación del proceso financiero, de los interemediarios, y de las tasas de interés, la promoción del ahorro y la asignación eficiente de los recursos financieros. Se trataba de una concepción Neoliberal en que se volvía a dar a las fuerzas libres del mercado la mayor cantidad de juego posible y se le dejaba a estas fuerzas la consecución y asignación de estos rerecursos en la economía. Con la reforma se producen toda clase de medidas y desde el punto de vista del ahorro, tal vez lo mas importante es la autorización a los bancos y a las corporaciones financieras para la emisión de certificados de depósito a término.

Las primeras medidas estaban encaminadas basicamente, a reducir la dispersión entre los rendimientos de los diversos activos financieros. Es así como los CDT se autorizaron a pagar altas tasas de interés, se elevaron los intereses de las cuentas de ahorro y se impuso un tope a la corrección monetaria reconocida por el UPAC. Aún cuando esta medida constituía aparentemente un movimiento en contra de la li

beración buscada, era indispensable para el propósito de inducir mayor competencia entre las diversas formas de captación de recursos. El gradualismo en el proceso de ajuste de las tasas de interés pretendía evitar cambios muy bruscos entre los distintos activos, que pudieran ocasionar dificultades al manejo de las operaciones bancarias. En cuanto a las tasas activas, mediante la resolución 27 de 1975, la junta monetaria liberó las tasas de interés sobre crédito ordinario y la financiación de importaciones, eliminando los toques que para estos renglones existían. En lo concerniente al papel del Banco Central, se limitó el acceso de los bancos comerciales al mismo, recuperando su función básica como prestamista de última instancia. Para ello se elevaron las tasas de redescuento.

El proceso de liberación que se había iniciado con la Reforma de 1974 se vió temporalmente interrumpida cuando a raíz de la bonanza del sector externo (1975 - 1980) fué necesario acudir a diversas herramientas que permitieran compensar los efectos monetarios de la rápida acumulación de activos internacionales. Las autoridades, partiendo de la base de que dicha bonanza era un fenómeno temporal, optaron por la política de permitir la acumulación de reservas, lo cual exigía la generación de importantes volúmenes de ahorro interno, a fin de no comprometer del todo la estabilidad interna en un espiral inflacionario de alcances impre-

109

decibles.

Uno de los mecanismos utilizados para compensar la expansión de la oferta monetaria fué la introducción, en 1977, de los certificados de cambio, papel denominado en dólares, de colocación forzosa, que se entregaba a los exportadores a un rendimiento lo suficientemente atractivo, para que el manten<sup>er</sup> o transferir este título durante el plazo estipulado permitiera diferir la monetización de las divisas, Para evitar que la presencia de los certificados de cambio, elevara excesivamente las tasas de interés, en 1978 se establecieron topes a los intereses sobre las distintas formas de depósitos de ahorro. Este restablecimiento de controles a' las tasas de interés alteró las condiciones relativas de rentabilidad de los diversos papeles, dificultando así los desarrollos que se estaban produciendo (y que las autoridades habían propiciado en 1974) en el frente financiero.

Hacia fines de la década del setenta se hizo evidente la necesidad de comenzar a relajar las restricciones al sistema bancario sin perder el control de la expansión monetaria. Para ello era necesario hacer uso de las operaciones de mercado abierto, las cuales sino querían constituirse en una compentencia desleal al sistema financiero, debían ir acompañadas de la racionalización de la estructura de las tasas de interés vigentes en el mercado institucional.

En cumplimiento de lo anterior, durante el año de 1979 el Banco de la República emitió los llamados "Títulos de participación" ofreciendo rendimientos altamente competitivos da das las condiciones del mercado en ese momento. La moviliza ción de recursos hacia estos papeles fué acelerada, aún cu an do en principio se tuvo la precaución de emitirlos en cu an tías mínimas lo suficientemente elevadas para que no despla zaran recursos de pequeños y medianos ahorradores hacia los mismos. Sin embargo, de mantenerse controladas las tasas de interés de captación de los intermediarios era posible que en un plazo mayor, los títulos de participación comenzaran a atraer en forma importante recursos del sistema financiero. Ello indujo a que en el año 1980 se liberaran las tasas de interés de los certificados de depósitos a término (CDT) que pasó a ser ~~a~~ el indicador básico de los intereses de cap tación. Simultáneamente se nivelaron las condiciones de ren tabilidad de otros títulos del mercado de tal forma que pu dieran competir más agilmente con los CDT.

Además de estas reformas se inició en 1978 un proceso de fortalecimiento de las finanzas de los fondos financieros y se crearon los títulos financieros Agroindustriales, con el objeto de captar recursos a tasas competitivas y desti narlos al otorgamiento de crédito por parte de estas enti dades. Dado que esto implicaba un aumento en el costo pro medio de las fuentes de los fondos mientras que sus tasas

activas estaban controladas, al igual que las tasas que cobraban los bancos y corporaciones financieras por la parte no redescontable de los créditos, se inició en el año de 1983 un proceso de flexibilización de las tasas de interés de los créditos de fomento.

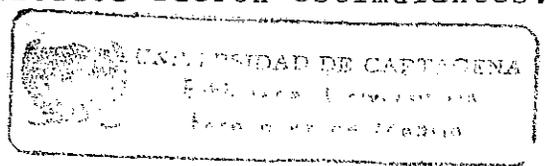
La política de desmonte gradual de las restricciones continuó a lo largo de toda la década de 1980. Sin embargo, a comienzos de 1982 el sistema tuvo una crisis debido a malos manejos de este sector y orientar las medidas de política hacia el rescate de las instituciones y el fortalecimiento patrimonial de todos los intermediarios.

En materia de rentabilidad, las medidas se orientaron a generar nuevos ingresos que permitieran al sistema cumplir con las mayores exigencias en materia de provisiones. En este sentido, merecen destacarse medidas como la elevación en el rendimiento de los Títulos de Fomento Agropecuario y la creación de los Títulos de Capitalización Financiera. Estos fueron creados con el objeto de constituir un fondo para el redescuento de créditos destinados a la adquisición de acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones de las entidades financieras. Dado que bajo las condiciones de rentabilidad existentes era difícil lograr que accionistas particulares se interesaran en estas entidades, los créditos a cargo de esta línea se otorgaban a tasas infe-

riores a las prevalcientes en el mercado, con el fin de es  
timular la compra de acciones. Posteriormente, cuando se es  
timó que las entidades ya estaban en condiciones de reempla  
zar esta forma de capitalización por la retención de utili  
dades (que ya estaban generandose en forma creciente) o al  
ternativamente con dineros propios de los eventuales accio  
nistas, se suspendió este sistema de capitalización subsidia  
da (junio de 1987) y se estableció que los recursos de este  
fondo se utilizaran en el futuro en la compra de cartera im  
productiva de los bancos por parte del Fondo de garantías  
de instituciones financieras.

Aunque la orientación general de la política financiera ha  
sido la de permitir una mayor ingerencia de las fuerzas de  
mercado en la asignación de recursos, en lo que va corrido  
de la presente década han existido dos períodos de contro  
les administrativos a las tasas de interés : el vigente du  
rante el primer semestre de 1986 y el que rige en la actua  
lidad, impuesto en agosto de 1988. En ambas ocasiones las  
medidas han sido anunciadas como de caracter transitorio,  
buscando acelerar el proceso generado por las nuevas condi  
ciones económicas, con el fin de impulsar la reactivación  
del aparato productivo.

En enero de 1986 se fijaron topes máximos a las tasas acti  
vas y pasivas. Los primeros resultados fueron estimulantes.



Los bancos comenzaron a cobrar y a pagar tasas inferiores en tres puntos a las del mes anterior a la norma. El comportamiento, incluso se extendió a títulos, que, como el CERT, no estaba regulado, cuyos rendimientos descendieron considerablemente. Sin embargo por exigencias del programa de monitoría suscrito con el FMI, se levantaron los controles antes de junio de 1986. Si analizamos la evolución de la tasa de interés real, pueden verse dos cosas : la primera es que el control administrativo de 1986 redujo la tasa real (ex-post) durante uno o dos meses, pero al finalizar el período de regulación, esta se encontraba de nuevo en el lugar preevaleciente antes de la imposición de los controles. El segundo punto es que la tasa real observada a mediados de 1988 no era elevada en comparación con sus niveles históricos, lo cual pone de presente la preocupación de las tasas nominales de interés.

Durante la mayor parte de 1987 la tasa de interés nominal se mantuvo estable, hasta el último trimestre cuando presentó una tendencia creciente debido a la aceleración en la tasa observada de crecimiento de los índices de precio que afectó las expectativas inflacionarias; que se reflejan en alguna medida en mayores tasas nominales de interés. En la Tabla 2-1 y Figura 2-1 se observa la tasa nominal de interés, la tasa de inflación y la tasa de interés real (ex-post) durante el período 1982 - 1988 en Colombia.

De otro lado, las altas tasas de crecimiento alcanzadas por la economía en esa época, de hecho en 1987 se registró la mayor de la década (cerca del 5,6% real), produjo incrementos en la demanda por crédito ante lo cual se observaron crecimientos en la cartera del sistema financiero, que creció en el segundo semestre de 1987 a una tasa anual promedio del 35,9%, el hecho de que la cartera creciera a una tasa superior a la registrada para los medios de pago, implicó, por otra parte, la utilización del descaje y el sobregiro, además del cupo de crédito ordinario del Banco de la República, especialmente en los dos últimos meses del año. Ante esta situación el sistema financiero buscó incrementar sus captaciones presionando las tasas de interés que, en razón de expectativas de inflación, ya venían mostrando desde agosto tendencias hacia el alza. Los problemas de orden monetario que se venían presentando se agudizaron a comienzos de 1988 debido al comportamiento atípico de la demanda por efectivo que, de acuerdo con el comportamiento histórico, muestra una disminución en los primeros meses del año luego del incremento tradicional de fines de año. Era así como los depósitos en cuenta corriente y los ahorros, tanto de bancos como de corporaciones de ahorro y vivienda no crecieron durante el primer trimestre de 1988 con respecto al saldo de diciembre de 1987. Tal comportamiento se ha explicado en razón de la interpretación del Decreto 503/87 con el que se pretendía im-

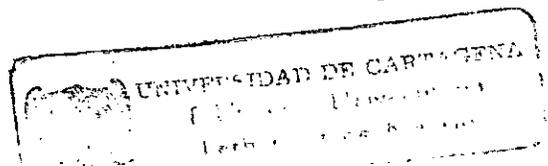
plantar un control tributario mediante información que se le exigiría a las entidades financieras sobre cuentas (corrientes y de ahorro) con consignaciones superiores a los seis millones anuales. Las repercusiones del mencionado Decreto fueron tales que el gobierno debió expedir el Decreto 634/88 elevando el monto de las cuentas sobre las cuales se debía suministrar información de seis millones a cincuenta millones. Por otro lado la liquidez del sistema financiero y la competencia por captaciones bajo una situación de presión de la demanda por crédito combinada con una demanda por efectivo en ascenso llevó a que se elevara aún más la tasa de interés: se tuvo entonces que de una tasa efectiva anual del 30,8% (para los CDT a 90 días) en junio de 1987 se pasó a una del 34,2% en diciembre del mismo año, tasa que seis meses más tarde se situó en 36,5%, siendo la más alta del período junio/87 - diciembre/88 la que se presentó en julio/88 que fué del 37,2% (Ver figura 2-2).

Bajo estas condiciones, en agosto el gobierno opta por establecer un tope máximo a las tasas de interés y para tal efecto se dicta la resolución 55/88 de la Junta Monetaria a través de la cual se controlan las tasas de interés de colocación de los establecimientos bancarios, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial y el Decreto 1734/88 por el cual se fijan tasas máximas de interés para la captación de ahorros. Ninguna entidad autorizada

por el gobierno puede pagar más del 26,5% en términos nominales, por ahorros o depósitos. Esto significa 31,5% efectivo anual. La tasa de interés sobre el crédito no debe superar del 33,5% en términos nominales . Ni de 41,89% efectivo al año. Debido a que las tasas eran muy altas, gravosas y nocivas para la economía.

## 2.2 OBJETIVOS DE LA REGULACION DE LAS TASAS DE INTERES.

Durante los años setenta fue muy abundante la literatura sobre los determinantes del ahorro en los países en desarrollo, en ella se incluyen las teorías que establecen una relación positiva entre el ahorro y la tasa de interés real. Estas teorías tienen su sustento principal en el análisis Neoclásico e incluso choca abiertamente con elementos fundamentales de la economía Keynesiana. De acuerdo con ella, la tasa de interés real es un reflejo de las preferencias intertemporales de los consumidores es decir, de su preferencia por consumir en el futuro. Cuando se eleva dicha tasa, el atractivo de postergar las decisiones de consumo aumenta, y por lo tanto, los agentes económicos como un todo elevarán sus niveles de ahorro. Como se sabe, este tipo de análisis fue objeto de una severa crítica por parte de Keynes quien, siguiendo a los economistas clásicos, afirmó que la tasa de interés era, ante todo, el producto de equilibrios en el mercado de dinero y no un reflejo de las



decisiones de ahorro e inversión.

El manejo de que han sido objeto las tasas de interés se explica en parte por la importancia que se le atribuye a esta variable en el fomento del ahorro.

La literatura de la década de los setenta identificó la "represión financiera" como un obstáculo para el ahorro, puesto que las tasas de interés reales negativas, características de estas economías reprimidas no estimulan a los agentes a posponer el consumo. La primera recomendación que naturalmente surgía era la de elevar las tasas reales de interés, para así inducir los agentes a ahorrar más. Dado que una de las características comunes a la mayor parte de los países con economías reprimidas financieramente era la existencia de controles administrativos a las tasas nominales de interés, la ruta que normalmente se escogía para subir las tasas reales era la eliminación de dichos controles.

La adopción de esta estrategia para elevar las tasas reales de interés merece varios comentarios. En primer lugar, puesto que esta tasa también puede incrementarse vía a una reducción en la inflación, al escoger la eliminación de los controles como el mecanismo para lograr el objetivo, se ponía de presente la incapacidad de la autoridad

monetaria, o su deseo de no comprometerse, para controlar el crecimiento de los precios.

En segundo lugar, la elevación de la tasa real de interés no necesariamente implica un aumento en el ahorro total de la economía, pues puede llevarse a cabo una transferencia de recursos del mercado extrabancario (que no estaba originalmente controlado) hacia el sistema financiero institucional en respuesta al incremento en las tasas de interés ofrecidas por este último. A pesar de que el ahorro total no cambia, la economía se puede beneficiar de esta transferencia de recursos dependiendo de la eficiencia relativa del sistema institucional y del riesgo relativo de sus operaciones.

Antes de pasar a emitir cualquier juicio vale la pena indicar que sin duda la mayor confusión que existe en las controversias sobre el ahorro en Colombia es la tendencia a identificar este concepto con el de "ahorro financiero". El ahorro, tal como se define en términos macroeconómicos, es aquella porción del ingreso corriente que no se consume y, por lo tanto un flujo. Este sería el ahorro real que financia la inversión física y que las cuentas nacionales llaman formación interna bruta de capital. Esta relación ingreso-ahorro no depende de las tasas de interés, sino del tamaño del ingreso personal. El "ahorro financiero" es

por el contrario, la demanda del acervo de activos financieros. El "ahorro financiero" representa la inversión a corto plazo en documentos de crédito del capital circulante o capital en giro de las empresas. Esta confusión semántica no tendría ninguna importancia práctica a no ser por la tendencia generalizada a justificar las alzas o la liberación de las tasas de interés por sus supuestos efectos benéficos sobre el ahorro. Sin embargo, numerosos estudios empíricos han demostrado que no existe una relación firme entre dichas tasas y el ahorro real y lo que si ha aumentado extraordinariamente es el llamado "ahorro financiero" Lo que no significa que haya aumentado el ahorro disponible para atender nuevos proyectos de inversión sino que las empresas han cambiado los títulos de inversión de baja rentabilidad por otros mas facilmente transferibles y de mayores rendimientos.

2.3 LAS TASAS DE INTERES Y ELMERCADO DE VALORES EN COLOMBIA.

La relación entre el comportamiento de las tasas de interés y la evolución del mercado de valores en Colombia queda clara, en el momento que se entiende que el nivel de estas determina, en gran medida, la rentabilidad de los activos, diferentes de las acciones, que participan en el mercado de valores. De aquí se desprende el papel prepon-

derante que pasa a jugar el Estado, en el desarrollo de este mercado , cuando interviene directamente en el manejo y fijación de controles a las tasas de interés o en caso contrario la determinación del desmonte de ellos. Por otro lado, no debe olvidarse la gran relación que guarda con aspectos como el nivel de endeudamiento de las empresas y las preferencias de inversión sobre los distintos papeles del mercado de valores.

Un régimen libre de las tasas de interés puede ocasionar que esta alcance niveles excesivamente altos y un regimen absoluto de restricción y control sobre ellas puede reducirlas hasta niveles que propicien y favorezcan el endeudamiento como la opción menos costosa de capitalización. Un regimen de libertad en la fijación de las tasas de interés, sujeto al libre juego de la oferta y la demanda por capital y con garantías de ser ajena a manipulaciones, conduciría a esta hasta un nivel de equilibrio que permita competir a los diferentes Títulos Valores en similares condiciones de rentabilidad y liquidez, contribuyendo a la vez a aliviar la carga financiera que deben soportar las empresas lo que redundaría en la posibilidad de ofrecer mayores rendimientos a los inversionistas de sus acciones.

En la Tabla 6-4 se nota como, antes de la reforma de 1974,

las acciones conservaron niveles de rentabilidad, si bien no altamente superiores, si competitivos frente a las tasas de rendimiento (interés) reconocidas por otros valores (Títulos de renta fija). Luego con la iniciación del proceso de flexibilización de las tasas de interés, las sociedades anónimas colombianas sufrieron un doble golpe : por un lado vieron notoriamente incrementados sus montos de deuda y servicios financieros llegando a alcanzar índices de endeudamiento hasta del 64% en 1981, el más alto de toda la década (Ver Tabla 2-2 ); por otro lado hubieron de sufrir el creciente desinterés de los pequeños y medianos inversionistas por adquirir sus acciones que ya empezaban a ofrecer rentabilidades inferiores a las de otros títulos Valores (ver cuadro 2-3) con rendimientos más altos y mayores ventajas tributarias y de liquidez. Adicionalmente esta situación se vió agravada por la aparición de otros títulos de renta fija emitidos por el estado que distorsionaron el mercado de valores, creando condiciones de competencia inequitativa (en cuanto a riesgo, rentabilidad y liquidez) y desleal (al ser los únicos con respaldo gubernamental).

Todo lo anterior se puede resumir así: el comportamiento de las tasas de interés en Colombia, trajo dos consecuencias directas sobre el comportamiento del Mercado de valores, por una parte, la marcada preferencia de las empre

sas por el endeudamiento y en particular los préstamos a corto plazo, antes que la emisión accionaria, como medio de financiación y capitalización y por otro lado la mayor preferencia de los inversionistas por los títulos de renta fija (ver tabla 2-4), que en contra de todo principio lógico de inversión, brindando mayor rentabilidad por las inversiones de menor riesgo (papeles de renta fija, papeles del estado) que por las de mayor riesgo (acciones) \*

---

\* Bolsa de Occidente S. A. "La bolsa de valores y su función en el mercado de capitales". Cali, 1986.

### 3. CREDITO DE FOMENTO Y EL MERCADO DE VALORES

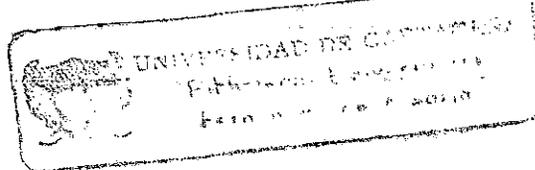
#### 3.1 ANTECEDENTES.

Después de la institucionalización del sistema financiero, vino un período de consolidación del mismo. En este el gobierno se propuso un objetivo definido : la reordenación del sistema financiero. Para tal efecto se dictaron las leyes 51 y 82 de 1931 inspiradas por la Misión Kemmerer, y una serie de disposiciones de carácter especial mediante las cuales se autorizó la creación de nuevas instituciones financieras, ampliándose de esta forma el marco jurídico-económico de la actividad crediticia. En efecto, con el objeto de incrementar el desarrollo del país, entre 1923 y 1932 se autorizó la creación del Banco Agrícola Hipotecario, de la Caja de Crédito Agrario, de la Caja Colombiana de Ahorros y de los bancos prendarios municipales. Luego con la expedición de la ley 16 de 1936 se comienza a regular el crédito de fomento para la agricultura, la ganadería y otros sectores, al introducirse por primera vez la idea de ajustar la amortización de los créditos a los ciclos productivos de la inversión.

La ampliación del plazo de amortización de los créditos destinados a l fomento económico de uno a cinco años y en algunos casos hasta veinte, a través de la evolución normativa, tiene profundas implicaciones, pues de esta manera se dan los primeros pasos hacia la transformación de la banca comercial en banca de fomento. Así comienza la separación de la ortodoxia financiera de los primeros años.

En la década de los años cincuenta aparece la necesidad de introducir modificaciones a los principios que inspiraron la organización institucional desde 1923. En esta etapa surge de nuevo la necesidad de revisar el funcionamiento del sistema financiero para definir la clase de instituciones que el país necesitaba en dicha época. Ello coincide con el propósito en boga de fomentar por parte del Estado el desarrollo de la economía nacional, para lo cual un mecanismo importante está en el ancauzamiento del crédito hacia actividades productivas, estableciendo además estímulos especiales para los préstamos destinados a tal fin. La dinámica normativa condujo a la transformación definitiva de la banca comercial de corto plazo, en banca (mixta) de corto, mediano y largo plazo.

La estrechez e incipiencia de un mercado financiero capaz de movilizar el ahorro interno, constituía un serio impedimento para obtener tal logro. Esto se solucionó, al menos



parcialmente, dotando al banco central de la capacidad de redescantar operaciones de largo plazo dirigidas a las llamadas actividades productivas. En efecto, con la expedición del Decreto 384 de 1950 se autorizó al Banco de la República a redescantarle a la banca comercial los préstamos que esta concediera hasta con cinco años de plazo, con destino exclusivo a la construcción y ensanche de obras de fomento económico.

Con el objeto de contar con un banco <sup>e</sup>cntral capaz de jugar un papel más activo en la determinación del nivel y orientación de la actividad económica del país, se dictó entonces el Decreto 756 de 1951 mediante el cual se le confirieron al Banco de la República especiales atribuciones para realizar una política monetaria, de crédito y de cambios, encaminada a crear las condiciones propicias para el desarrollo ordenado de la economía colombiana.

Dicho estatuto se amplió e hizo flexibles algunas de las facultades que el Banco de la República tenía de tiempo atrás y le asignó nuevas funciones para intervenir principalmente en la regulación de la moneda y el crédito. Entre ellas se destacan el señalamiento de cupos de redescuentos o la fijación del encaje legal de las entidades bancarias y cajas de ahorro. Para complementar lo dispuesto en el Decreto 384 de 1950, se previó la fijación de cu

pos para el redescuento de obligaciones destinadas a fomentar el desarrollo agrícola, industrial y comercial del país. Igualmente se le facultó para la fijación de un cupo, de duración temporal, para casos de emergencia. Otras medidas adoptadas entre 1953 y 1959 autorizaron la creación de nuevos bancos para el fomento económico, tales como el Cafetero, El Ganadero y un nuevo tipo de entidad, los Fondos Ganaderos.

La formación de empresas industriales de mayor tamaño, con requerimientos de financiación de capital fijo, generó en este período la necesidad de estructurar, dentro del sistema financiero, una categoría de establecimientos financieros acorde con estas necesidades, destinada a suplir las deficiencias de la financiación industrial que la banca comercial no podía proporcionar en la magnitud y condiciones deseables. Se autorizó entonces la creación de Corporaciones financieras, las cuales fueron concebidas como organismos especializados en la canalización de ahorro interno para que, a través de la inversión directa o del otorgamiento de créditos a mediano y largo plazo, promovieran la constitución, transformación y organización de empresas manufactureras, agropecuarias y mineras. Con ellas se aspiraba además a estimular la conformación de una intermediación de mediano y largo plazo, cuya inexistencia implicaba un obstáculo importante para el desarrollo del

país.

El establecimiento de las corporaciones financieras constituye un hecho de importancia para la posterior evolución del mercado financiero; la transacción en el mercado de documentos que en razón de su rendimiento y del respaldo de las instituciones emisoras, permitan canalizar el ahorro hacia la inversión productiva representó un avance favorable. Al consolidarse este proceso, se comenzó a independizar el crédito de fomento de la emisión primaria del banco central.

De otra parte el período se caracterizaba por la autorización para la constitución de bancos y corporaciones especializadas en el fomento económico, iniciándose la proliferación institucional de los agentes del mercado. Comienza la incipiente creación de condiciones para la movilización del ahorro el sector productivo por parte de la banca de fomento. Igualmente se destaca por el absoluto "dirigismo" que ejerce el estado sobre el sector financiero para lograr una distribución selectiva del crédito, en lo posible a costos inferiores a los del mercado, con el fin de estimular la inversión.

En resumen esta época se identifica por la prioridad que adquiere la política de crédito sobre la de control mone-

tario, prelación que no condujo a mayores desajustes gracias al orden en el manejo fiscal. Sin embargo, para el Banco de la República empieza una fase activa de orientación de recursos de emisión que trajo consecuencias para la estabilidad monetaria y derivó más tarde, como es común, en un conocido proceso de "represión financiera".

En la medida en que el estado decidió intervenir más en la actividad económica, fué necesario crear nuevos sistemas de control de la moneda y dirección del crédito con independencia del sector privado. Para tal efecto, en 1963 el gobierno nacional a través del Decreto Ley 2206 de 1963 organizó la Junta Monetaria y le fijo sus principales atribuciones y funciones, entre otras, la de fijar y variar las tasas de interés y descuento para las operaciones de préstamos, descuentos y redescuento a los bancos afiliados.

Hasta mediado<sup>s</sup> de la década del setenta la canalización de recursos financieros hacia aquellas actividades consideradas prioritarias para el desarrollo nacional, que no eran atendidas por el sistema financiero con la oportunidad y en los volúmenes requeridos, se hacía a través del mecanismo de préstamos bancarios obligatorios. Sin embargo, los requisitos de alcanzar y matener una determinada composición obligatoria de la cartera eran muy difíciles de verificar y, además, estaban obligando a la banca comercial a

realizar una transformación de plazos con recursos tan volátiles como los depósitos en cuentas corrientes.

Por estas y otras razones, a partir de 1966 se decide crear la figura de los Fondos Financieros que utilizando el instrumento del redescuento del banco central, sirviera para reorientar recursos hacia los sectores prioritarios. En la actualidad operan cuatro fondos financieros : El Fondo Financiero Agropecuario, El Fondo de Inversiones Privadas, El Fondo Financiero Industrial y el Fondo de Capitalización Empresarial.

3.1.1 Fondo Financiero Agropecuario (FFAP).

Es creada por la Ley 5 de 1973, con el fin de redescontar los créditos de fomento agropecuario que se otorguen a corto, mediano y largo plazo.

3.1.2 Fondo para Inversiones Privadas (FIP).

Es creado por la resolución 11 de 1963 de la Junta Directiva del Banco de la República, con el fin de suministrar al sector privado recursos financieros con destino a inversiones prioritarias en especial aquellas que diversifican y fomentan las exportaciones.

### 3.1.3 Fondo Financiero Industrial (FFI).

Fué creado por la Junta Monetaria en 1968, con el objetivo básico de conceder créditos a la pequeña y mediana empresa manufacturera y minera.

### 3.1.4. Fondo de Capitalización Empresarial (FCE).

Fué creado mediante la Resolución 16 de 1983 de la Junta Monetaria, con el propósito de fomentar la capitalización de las sociedades anónimas nacionales, inscritas en las bolsas de valores, que pertenezcan a los sectores manufacturero, agroindustrial, de la construcción o del comercio interno. Este fondo será ampliamente estudiado en un capítulo posterior.

Los créditos financiados con los recursos de estos fondos y sus procedimientos se conocen como crédito de fomento el cual con el correr del tiempo se ha tratado de racionalizar en el sentido de :

1. Ir disminuyendo paulativamente el subsidio en términos de tasas de interés de colocación.
2. Independizar por completo las fuentes de recursos de los fondos financieros.

3. Disminuir el costo que para los intermediarios financieros implica la suscripción de las inversiones forzosas que sirven de principal fuente de recursos para los fondos financieros.

Ciertamente, estos tres fundamentos de la política no son independientes entre sí y apuntan a lograr en conjunto, una mejor asignación de los recursos en la economía, así como a reducir paulativamente los subsidios a que conducen.

3.1.5. Fuentes de Recursos de los Fondos Financieros.

En la Tabla 3-1 se observa la evolución de la distribución de los recursos de los fondos financieros según sus fuentes para años seleccionados a partir de 1970. Se aprecia claramente que hacia fines de los años setenta el principal origen de los recursos eran los títulos del FFAP, suscritos con base en las colocaciones de los bancos. Asimismo tuvieron cierta importancia los aportes iniciales del gobierno Nacional al FIP y las líneas de crédito externo, para los fondos industriales. Hasta 1979 los recursos descritos no fueron suficientes para financiar la cartera y por ello los fondos presentaban un deficit que cubría con emisión.

En la Tabla 3-2 se observa el efecto monetario de los fon

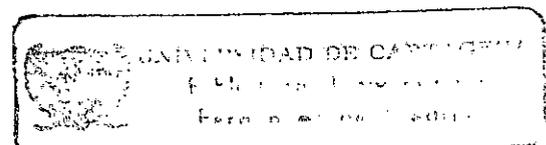
dos hasta 1986. Desde 1970 hasta 1979 el mecanismo de los fondos tuvo un efecto expansionista ya que durante estos años los recursos utilizados (financiamiento) fueron superiores a las disponibilidades de recursos de los fondos y el deficit (neto) debió ser respaldada con emisiones del Banco de la República canalizadas a través de créditos a los fondos. De 1979 en adelante los recursos utilizados por los fondos fueron inferiores a sus disponibilidades, por eso la cuenta de crédito neto aparece negativa. Al no tener que recurrir a la emisión del Banco Central y presentar un saldo positivo, los fondos pasaron a tener un efecto contraccionista sobre la Economía Colombiana.

Un paso para eliminar el deficit de recursos de la década anterior fué destinar una inversión forzosa del sistema financiero al presupuesto de los fondos de fomento. La Resolución 39 de 1978 de la Junta Monetaria creó una inversión sobre los CDT de las corporaciones financieras. Posteriormente este criterio se extendió hacia los depósitos a término de los bancos y compañías de financiamiento comercial. Un complemento a dicha fuente de recursos se creó en 1979, mediante la Resolución 12 de la Junta Monetaria, la cual creó los Títulos Agroindustriales, a través de los cuales se captan recursos de ahorro a tasas competitivas. Es así como el régimen de inversiones forzosas que enfrenta el sistema financiero, surge del convencimiento de que se re

quiere la intervención del estado para garantizar unos flu  
jos adecuados de recursos hacia determinados sectores, y  
de que el mercado por si solo, no está aún en capacidad  
para realizar la transformación de plazos que requieren  
determinadas actividades. Sin embargo, se ha llegado a re  
conocer la importancia que, para el éxito de dichos sistema  
s, tiene reducir las cargas excesivas que para los in-  
termediarios pueden representar tasas de interés sobre las  
inversiones forzosas muy distantes de las tasas de capta-  
ción. Por ello gradualmente se ha procurado mejorar la ren  
tabilidad de estas inversiones. Para tal fin, en 1987, la  
Junta Monetaria autorizó la venta en el mercado secundario  
de valores, de los títulos de fomento Agropecuario y los  
títulos de créditos de fomento computables para el encaje  
sobre CDT de bancos, corporaciones y compañías de finan-  
ciamiento comercial. De estamanera se pasó de la tenencia  
obligatoria por parte de las entidades financieras de sus  
principales inversiones forzosas y del encaje, a la sola  
obligación de suscripción primaria, quedando las entida-  
des financieras obligadas a restablecer la inversión, a  
la maduración del título y a efectuar la suscripción adi  
cional por incremento de los requeridos.

3.1.6 Tasas de Interés.

A partir de 1979 el crédito dirigido pasó a ser financia



do exclusivamente con recursos del ahorro financiero, captados mediante el mecanismo de inversiones forzosas o competitivamente en el mercado y, en consecuencia, el costo promedio de los recursos de los fondos se elevó.

La captación a través de títulos de la Resolución 39 de 1978 y de Títulos Agroindustriales y el aumento en los rendimientos de los títulos clase "A" (Resolución 37 de 1987) elevaron la tasa promedio de captación, tal como se observa en la Tabla 3-3.

La situación de pérdidas y ganancias de los fondos no es la única razón que justifica el proceso de ajuste en las tasas de interés del crédito dirigido. En efecto, existe el convencimiento de que el problema fundamental de las actividades atendidas por el crédito de fomento es la escasez de recursos en el mercado, debido sobre todo al riesgo inherente de algunas actividades y la transformación de plazos que otras actividades implican, y no a una supuesta menor rentabilidad privada de éstas. De allí que lo que se requieren son fórmulas que permitan resolver los problemas de riesgo y transformación de plazos; y en el caso del FFAP de acceso de los pequeños agricultores al sistema financiero no oficial. No se requieren necesariamente subsidios, entendidos éstos como préstamos a tasas de interés inferiores a los costos de captación. La Tabla 3-4 ilustra

como a partir de 1983 se inicia un proceso gradual de disminución en los montos reales y tasas de subsidio reconocidas para los fondos financieros. Este fenómeno se explica por la flexibilización de las tasas de interés de los créditos de fomento industriales que se inició mediante la REsolución 109 de 1983, atando a las tasas de captación de las corporaciones financieras, a través de los CDT a 90 días, la parte no redescontada de los créditos dirigidos. Con esto se solucionaba el problema de riesgo para los intermediarios pero no para los fondos. Por tal razón, en 1987 (Resoluciones 24 y 25) se amplió dicha flexibili- zación a la totalidad de las líneas de crédito, excepción hecha de algunas específicas del FFAP, incluyendo la par- te redescontable de ellas.

### 3.2 OBJETIVOS DEL CREDITO SELECTIVO O DE FOMENTO.

En general, la creación y existencia de los fondos finan- ceros ha obedecido a la necesidad de subsanar fallas en los sistemas de suministro de crédito con destino a los diferentes sectores económicos, las cuales se presentan con mayor intensidad cuando los mercados de capital y prês- tamo operan imperfectamente, lo cual casi siempre ha esta- do asociado con políticas de desestímulo a la generación de ahorro y a su correcta distribución.

El crédito de fomento cumple una labor de complementación a la labor de intermediación que, por diversas razones, el sistema financiero no se encuentra en capacidad de realizar por sí solo. El principal ejemplo a este respecto es la función de la transformación de plazos más amplios, de cinco hasta diez años, de acuerdo con las necesidades de los proyectos de inversión. Esta función no la cumple adecuadamente, debido a las características de los mecanismos de captación imperantes en nuestro mercado de capitales y por esa razón requiere del complemento de instrumentos como los fondos de fomento.

### 3.3 LA SELECTIVIDAD DEL CREDITO Y EL MERCADO DE VALORES EN COLOMBIA.

La tradición colombiana, en cuanto a mecanismos para otorgar subsidios que beneficien a los sectores productivos, ha sido otorgar dichos subsidios mediante la fijación de tasas de interés artificialmente bajas, y la asignación del crédito de fomento. Este esquema tiene algunos efectos nocivos.

Algunos especialistas han planteado que la existencia de este crédito de fomento ha impedido el surgimiento de un mercado accionario y ha estimulado el endeudamiento por parte de las empresas. A nivel conceptual es fácil demos

137

trar que cuando esta es la situación, el valor de la empresa depende directamente de la tasa de subsidio y del monto del endeudamiento; por esta razón se prefiere el endeudamiento a la emisión de acciones. Este mecanismo tiene otro defecto adicional: libera recursos propios que las empresas tendrían que destinar para su capital de trabajo o inversión y los sustituye por crédito de fomento.

Lo anterior parece ser ratificado por la experiencia de Colombia. Ver Tabla 3-5. Nótese cómo en la década del cincuenta, cuando se le otorgó el papel de fomento al Banco Central disminuyen los aportes de capital como fuente de financiación, de la sociedad anónima. Este proceso continuó en la década del sesenta, junto con un incremento de los préstamos como fuente de financiación, cuando se crearon una buena parte de los fondos financieros. Este resultado también fué determinado por otros factores que serán posteriormente analizados tales como la doble tributación de las sociedades y la deducibilidad de los intereses pagados de las obligaciones tributarias, vigentes en tal momento.

Adicionalmente el crédito de fomento altamente subsidiado beneficia más en muchas ocasiones, a los que no lo necesitan, que a los que supuestamente se desea alcanzar. Esto se debe a que al canalizarlo por el sistema financiero

se vuelve un riesgo para los intermediarios, y ellos lo asignan según la capacidad del deudor para garantizarlo. Naturalmente, quienes más bienes tienen, más garantías pueden dar, de tal forma que el crédito se irriga de acuerdo con la distribución de riqueza de los deudores; y como el subsidio implica una transferencia de riqueza, se transfiere más a ella a quienes ya la tienen.

El crédito de fomento se ha visto orientado hacia el crecimiento del mercado de valores, en forma directa, a partir de la creación del fondo de Capitalización empresarial.

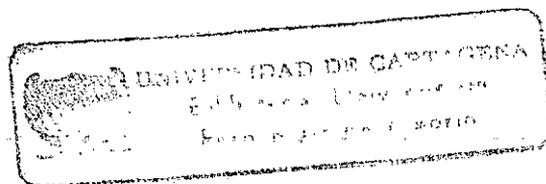
A pesar de su corta existencia, este fondo se ha constituido en un mecanismo verdaderamente innovador en materia de crédito de fomento, al cumplir a cabalidad el objetivo fundamental para el cual fué creado, es decir, el fortalecimiento de la estructura patrimonial de la sociedad anónima ya que adicionalmente ha contribuido a la reactivación del mercado de valores, a través de los incentivos creados para la emisión y colocación de acción y el éxito alcanzado por los Bonos Obligatoriamente Convertibles en Acciones. Adicionalmente y bajo las nuevas condiciones tributarias, el fondo de Capitalización Empresarial ofrece una alternativa de solución al grave problema de la elevada concentración accionaria, ya que hace posible que, por primera vez,

en muchos años, una persona natural o jurídica, esté en capacidad de financiar sus adquisiciones de títulos emitidos por una o varias sociedades, con capital financiado a largo plazo, sin que haya discriminación tributaria contra este último.

La Tabla 3-6, muestra qué número de empresas y en qué cuantía han sido beneficiadas por el fondo de Capitalización Empresarial, desde su creación hasta mediados de 1989. Hasta la fecha doscientos ochenta y cuatro sociedades han tenido acceso al Fondo de Capitalización Empresarial desde su creación en 1983, habiendo recibido recursos de capital por más de \$36.900 millones, De este total, el 65,8% se ha destinado a la suscripción de acciones y el 33,1% a la de Bonos Obligatoriamente convertibles en acciones emitidos por sociedades anónimas. El 1,1% restante se ha destinado a capitalizar sociedades de responsabilidad limitada.

El tema de los fondos financieros lleva a la discusión de las inversiones forzosas. Estas nutren a institutciones que no resistirían en el corto plazo una elevación de la tasa de interés y a fondos cuya racionalización completa difícilmente puede lograrse en el corto plazo. Al permitir la negociabilidad de los títulos de inversión en el mercado secundario de valores se ha encontrado una salida para mejorar las utilidades de los intermediarios fi-

nancieros afectados sin perjudicar a las instituciones que reciben los recursos. Esta medida trae consigo dos efectos principales. Primeramente permite a las entidades financieras, liberar recursos de inversiones poco lucrativas frente a su costo de captación, para ser utilizadas en colocaciones nuevas con rendimiento de mercado. De esta forma la negociación de las inversiones forzosas en el mercado público de valores, ofrece al sector financiero la oportunidad de darle un uso más rentable a aquellos recursos que antes estaban sujetas a condiciones de mínimo beneficio y a la vez disminuye la proporción del costo de fomento que tal mecanismo traslada a los intermediarios financieros. En la Tabla 3-7 se presenta el estimativo de dicho costo. El segundo aspecto es el relacionado con la profundización y desarrollo del mercado de valores. El solo hecho de introducir documentos nuevos al mercado de títulos valores debe entenderse como una ampliación en la gama de posibilidades para el inversionista y por lo tanto, como un paso hacia el fortalecimiento del mercado de valores, que tanto requiere el país en aras de un mejor aprovechamiento del ahorro privado.



#### 4. ENCAJES BANCARIOS Y MERCADO PUBLICO DE VALORES.

##### 4.1 ANTECEDENTES.

El fenómeno llamado de expansión múltiple de reservas parciales, tuvo su origen en el siguiente episodio, susceptible de calificar como historia o como fábula: se dice que los comerciantes ingleses de ultramar, en la edad media, solían confiar sus disponibilidades de monedas metálica a la custodia de los joyeros londinenses, muy bien reputados por su solvencia y su honradez a quienes pagaban un emolumento. Se dice que un empleado poco honrado, al darse cuenta de que los depósitos confiados a su señor, tendían a aumentar más bien que a disminuir, por cuanto los retiros eran más frecuentemente menores que los nuevos depósitos, resolvió realizar un PINGUE negocio dando en préstamo a interés una parte del dinero ajeno. Este negocio se generalizó por los joyeros mismos, con la autorización de los depositantes, cuando constataron que les bastaba tener en caja (encaje) solamente una parte de los dineros confiados a su custodia, para atender a los reintegros que se les demandaban. En su origen los bancos fueron meros custodios

de especies monetarias que recibían en depósitos; con el tiempo, los comprobantes de depósitos que entregaban a sus clientes, empezaron a circular como moneda, y dieron lugar a los billetes de banco; mas tarde cuando los banqueros empezaron a comprobar que los depósitos no se retiraban de una vez, empezaron a hacer préstamos manteniendo una reserva para los reintegros, y como los receptores de préstamos tampoco retiraban de una vez todo su aporte sino que mantenían en los bancos porciones importantes de éstos, ello da margen para nuevos préstamos; así se establece un poder multiplicador de la oferta monetaria por el sistema bancario, en desarrollo de una cadena de operaciones de DEPOSITOS PRIMARIOS ----- PRESTAMOS ----- DEPOSITOS SECUNDARIOS ----- NUEVOS PRESTAMOS ----- NUEVOS DEPOSITOS. Este poder multiplicador tenía un límite natural : los requerimientos de moneda manual por parte de los depositantes y prestatarios; pero como este requerimiento ha llegado a ser muy bajo con la ageneralización de los medios de pago en forma de cheques, se hizo necesario imponer un límite cuantitativo por la autoridad monetaria; ese límite es el Encaje Legal, o sea una reserva de moneda manual que los bancos deben mantener en el banco central, equivalente a un porcentaje de los depósitos que reciben.

Es necesario ahora, entrar en detalle y presentar la historia de los encajes bancarios en Colombia.

4.1.1 Los encajes bancarios en Colombia.

Comentan algunos analistas que es útil estudiar la validez de algunos principios teoricos a través de la experiencia en el manejo monetario y de las consecuencias de algunas de estas medidas adoptadas en un país, como Colombia, donde han sido ensayados los mas diversos instrumentos de control. Puede pensarse que han transcurrido cuatro etapas esencialmente distintas. Una primera, caracterizada por la Relativa ausencia de controles al sector crediticio, seguida por otra en que las circunstancias fueron obligando al Estado a dotar de instrumentos a las autoridades especialmente en el campo cuantitativo y selectivo del crédito.

Una tercera etapa, que se inicia en la creación de la junta monetaria, en donde se consolida ordenadamente todos los instrumentos para el control monetario, y un cuarto y último período que se da inicio con la expedición del decreto 444 de 1967, que le adiciona a la Junta los instrumentos para el control cambiario.

En la primera etapa de las experiencias monetarias en Colombia, se encuentra las disposiciones adoptadas mediante el Decreto 1421 del 19 de agosto de 1946, que restringió las nuevas emisiones de deuda pública y además aprobó la resolución 751 de la Superbancaria, que establece un tope del

5% para las carteras de los bancos, sobre los niveles señalados por estas en el Decreto 1421. Dicho tope se aplicaba a aquellos bancos cuya cartera excediera el doble de su capital y reserva legal.

Estas medidas tuvieron efectos inmediatos que se reflejaron en un brusco descenso en el índice de cotizaciones de las acciones en la bolsa de valores. A su impacto restrictivo en la demanda efectiva sobre el mercado bursátil se sumó el retiro de fondos de los importadores, quienes por razón de las dificultades experimentadas por el comercio exterior durante los años de la guerra, habían invertido su capital de trabajo en papeles de renta variable, registrado en la bolsa de Bogotá y ahora volvían a sus actividades normales.\*

Con el Decreto 1407 de abril 30 de 1948, se permitió al Banco de la República reducir su encaje para los billetes en circulación hasta el 15%. El mismo decreto autorizaba al Banco central para señalar y fijar las cuotas de redescuento y los encajes para los depósitos a la vista y antes de 30 días; a los bancos que cobrasen solamente dos puntos en exceso del tipo de redescuento y un 15% más para el

---

\* (ver Tabla 4-1) Esta tabla es solamente para demostrar lo expresado, ya que el período a que nos referimos en ese párrafo no corresponde al estudiado en este trabajo.

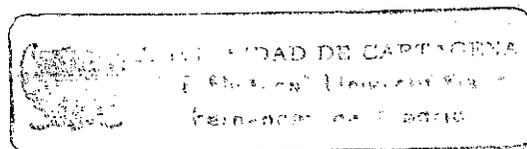
145

resto de los bancos.

Finalmente se modificó la reforma en que los bancos deberían mantener sus encajes, así: en depósitos sin intereses en el Banco de la República y el 20% en caja, excepto en aquellas localidades donde no existía sucursal o agencia del Banco de la República, caso en el cual los bancos podían mantener la totalidad en caja.

Según la ley 90 de diciembre 16/1948, se estableció que además del encaje para los depósitos a la vista y antes de 30 días los bancos comerciales deberían efectuar una inversión adicional, equivalente al 5% de dichos depósitos, en bonos de la caja de Crédito Agrario Industrial y MInero, de un vencimiento no mayor de seis meses y de un interés anual del 4%. Los bancos deberían dar cumplimiento a esta disposición adquiriendo bonos por una cuantía equivalente al 1/2 por ciento por mes hasta completar el 5% previsto.

Entrando a la segunda etapa que se refiere a los orígenes e institucionalización de los controles monetarios se puede decir que es de crucial importancia la expedición del decreto 756 del 5 de abril de 1951 que le otorgó toda una serie de poderes a la Junta Directiva del Banco de la República, relacionados con el manejo de la política moneta



ria del país.

Además de confirmarle sus atribuciones para variar los encajes sobre las exigibilidades a la vista y antes de 30 días entre el 10% y el 30% la facultó para establecer encajes adicionales hasta del 100% para los aumentos de depósitos.

Durante el resto de 1951, el crecimiento de los signos monetarios, cuyo progreso exagerado se había detenido con las medidas de septiembre de 1950, regresó a sus niveles originales y mostraba nuevas tendencias peligrosas.

Así, en enero de 1952, los directores del Instituto emisor aumentaron el encaje legal para los depósitos a la vista y antes de 30 días, del 12% al 15%, aumento que debía efectuarse a razón de medio puntomensual.

Al mismo tiempo se impuso un encaje adicional del 40% a los aumentos en los depósitos a la vista y antes de 30 días sobre el nivel reflejado el 11 de Enero de 1952. En los meses siguientes a pesar de la medida adoptada la cartera total de los bancos comerciales continuó mostrando aumentos.

En septiembre de 1952 la junta directiva eliminó el Enca-

je adicional del 40% a los aumentos de los depósitos sobre el nivel de enero y sustituyó este requisito aumentando el encaje para los depósitos a la vista y antes de 30 días en moneda legal, del 15% al 16% y sobre los depósitos a termino del 5% al 8%, alzas y eliminación que se hiciera efectivos, gradualmente en los tres meses siguientes. Por primera vez desde 1931 se elevaba el encaje por encima del 15%.

En mayo de 1953, la junta del emisor decide elevar nuevamente el encaje para las exigibilidades a la vista y antes de 30 días, los depósitos a término y los depósitos de ahorro, en dos puntos.

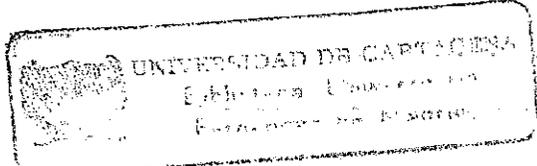
El alza del encaje para los depósitos de ahorro podía ser mantenida por las respectivas instituciones, en bonos del 8% emitidos por la empresa Siderurgica Nacional de Paz del Río, con garantía del gobierno nacional.

Otro aspecto interesante en la evolución de los encajes, además de su variación cuantitativa fue la destinación de parte ellos para determinadas inversiones (como expone mas adelante en el presente capítulo). El 11 de Junio de 1953 el decreto 1465 dispuso que las cajas y secciones de ahorro deberían mantener su encaje así : 7% en bonos de la empresa siderurgica nacional de Paz del Río, tal como

148

estaba dispuesto hasta el momento; 60% del encaje restante en bonos de vivienda y ahorro cuya emisión por el instituto de Crédito Territorial se autorizaba por este mismo decreto; y 40% del resto del encaje en depósitos sin interés en el banco de la República. La inversión en bonos de vivienda y ahorro debió hacerse gradualmente a razón de un punto del encaje cada mes.

Al tener en cuenta que la financiación de la cosecha del café y el pago de algunos impuestos durante el segundo semestre del año demandaba recursos del crédito adicionales en septiembre de 1953 se redujo el encaje para las exigibilidades a la vista y antes de 30 días (hasta entonces del 20%), de los depósitos a término y de los depósitos de ahorro en un punto a partir del primero de octubre y en otro punto a partir del primero de diciembre. Las cajas de ahorro podían sin embargo seguir manteniendo 7 puntos del encaje de sus respectivos depósitos en bonos de Paz del Río del 8%. Por último, el 11 de diciembre de 1953, la junta directiva resolvió reducir en tres puntos el encaje bancario de las exigibilidades a la vista y antes de 30 días y de los depósitos a término a partir del 19 de diciembre de 1953; el 17 de enero de 1954 debieron reajustarse los respectivos encajes a los porcentajes vigentes antes de la medida.



En marzo de 1954, la junta directiva del banco de la República resolvió establecer un encaje adicional del 40% para los aumentos en las exigibilidades a la vista y antes de 30 días, sobre los correspondientes saldos al cierre de operaciones del 10 de abril del año en referencia.

En vista de que el incremento de los signos monetarios continuaba, el 7 de julio de 1954, la junta directiva del Emisor estableció un encaje adicional del 20% para los aumentos de las exigibilidades a la vista y antes de 30 días y para los aumentos de los depósitos a término sobre los correspondientes saldos al cierre de operaciones del día 7 del mes de julio. Pero la tendencia en los precios del café cambió fundamentalmente a partir del mes de agosto de 1954 y el proceso de expansión que venía operando en el país se invirtió, en forma tal que la junta directiva del banco de la república suprimió los encajes adicionales, previamente citados, por medio de su resolución del 20 de octubre de 1954.

Durante 1956 y la primera parte de 1957, las medidas monetarias y cambiarias intentaron frenar un deficit creciente en la balanza de pagos producido por un desequilibrio fundamental, ya que el peso colombiano estaba fuertemente sobrevaluado. Así por ejemplo a partir del 2 de mayo se regresó al uso del encaje como instrumento de control mo-

netario y se establece uno adicional del 60% sobre los aumentos de las exigibilidades a la vista y antes de 30 días computados sobre los niveles que mostraban el 11 de mayo de dicho año.

Unas pocas semanas después del cambio de gobierno, en junio de 1957, se expidió una serie de disposiciones que modificaron sustancialmente la estructura cambiaria del país y que simultáneamente fueron adicionadas con diversas medidas de índole monetaria. Entre estas últimas cabe señalar en primer término, el decreto 101 de 1957 por medio del cual las "otras especies reducidas a moneda legal" fueron eliminadas de la parte computable para los encajes de los pasivos bancarios en moneda nacional.

Posteriormente, el 18 de febrero de 1958, en vista de que continuaban las presiones inflacionarias, la junta directiva del banco de la república determinó por medio de la resolución 4 las siguientes medidas adicionales : 1. Aumento del encaje ordinario para los depósitos a la vista y antes de 30 días, del 18% al 20%. 2. Aumento, también en dos puntos del encaje, para los depósitos a término los cuales pasaron al 11%. 3. Establecimiento de un encaje adicional del 100% sobre los aumentos en los depósitos ocurridos a partir del 30 de enero de 1958.

La resolución 10 del 7 de mayo por medio de la cual se es tipuló una elevación gradual del encaje en un total de tres puntos para terminar en el 23%, el 11 de junio de 1958, y finalmente el 19 de septiembre la resolución 20, en la cual se determinó que el monto del encaje adicional podría apli- carse al descuento de bonos de almacenes generales de depósitos expedidos sobre artículos de producción nacional, tales como ajonjolí, arroz, cacao, cebada y algunos otros.

En lo que respecta a las medidas monetarias de la junta di- rectiva del Banco de la República, el 21 de enero de 1959, se modificó la base para la aplicación del encaje adicional avanzandola hasta el primero de marzo de 1958. Luego el 11 de febrero por medio de la resolución 15 se autorizó a los bancos para invertir el monto de dicho encaje, en bonos emitidos por los almacenes generales de depósitos sobre productos nacionales.

El 2 de marzo de 1960, la junta directiva del Banco emisor, por medio de la resolución 5 autorizó a los bancos comer- ciales para invertir el monto del encaje adicional en cré- ditos, de los estipulados por el decreto 384 y finalmente el 2 de mayo por medio de la resolución 18, la junta su- primió el citado encaje adicional sobre el aumento de de- pósitos.

Las medidas de regulación monetaria adoptadas por la junta directiva del Banco de la República en el período inmediatamente siguiente no revisten mayor importancia, excepto cuando se llega a la resolución distinguida con el número 18 del 30 de abril de 1963 que marca una nueva tendencia en el procedimiento de utilización de las herramientas monetarias. En cuanto a encaje, determinó que debería ser del 30% sobre las exigibilidades a la vista y antes de 30 días y del 20% para las exigibilidades a término mayor de 30 días. Sin embargo, estipuló que aquellas entidades bancarias que convinieron con el banco de la república en mantener parte de sus operaciones, según el porcentaje determinado periódicamente por la junta directiva del mismo banco, en préstamos de fomento (esencialmente los de la ley 26 de 1959 y los del decreto 384 de 1950), gozarían de una reducción de encajes a la mitad, o sea, el 15% para las exigibilidades a la vista y al 10% para las exigibilidades a término. Este procedimiento de encajes diferenciales habría de regir aproximadamente durante doce años como puede observarse en el cuadro 4-2, que muestra la manera como se ha modificado el encaje desde 1963 hasta comienzos de 1977 por las distintas resoluciones de las autoridades monetarias colombianas.

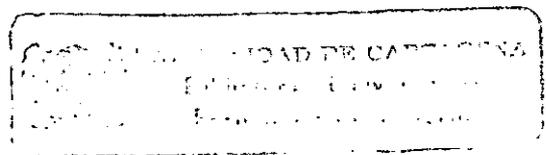
En Colombia ha operado el encaje marginal desde febrero de 1977 hasta febrero de 1980, fecha ésta en la que se

vino a congelar la medida para sólo ser eliminada en 1983. Es de destacar el largo período de vigencia de la medida, ya que por su alta capacidad de contracción monetaria no se recomienda aplicar durante períodos prolongados.

La puesta en marcha de las operaciones de mercado abierto ha permitido que desde el año de 1983, no se haya acudido a fijar nuevos encajes marginales como mecanismo de contracción, aún en períodos de fuertes presiones expansionistas como lo fué la bonanza del sector externo en 1986.

Es claro que el propósito de las autoridades de continuar con una disminución gradual de los encajes depende de que se logren corregir desequilibrios en otros sectores de la economía, de tal forma que se reduzcan las presiones expansionistas sobre la base monetaria.

El mecanismo del encaje se tecnificó ampliamente, para dar le a los bancos elementos más claros para su operación. Para este efecto se ha buscado unificar gradualmente los niveles de encaje y se reformaron el sistema de computo de los mismos y el régimen de sanciones, con el doble propósito de mejorar el control monetario y facilitar a los intermedia rios el manejo de su tesorería. Para ello, se pasó de un sistema contemporáneo a uno que podríamos llamar semi-



desfasado, donde el período del encaje requerido coincide parcialmente con el presentado. Ello permite que los intermediarios trabajen con mayor información, lo cual junto con la unificación de algunos encajes, significa la posibilidad de un manejo de tesorería más eficiente por parte de la banca. Simultáneamente se introdujo el mecanismo del "carry-over", es decir, el traslado automático de los desencajes superiores al 1% del requerido, lo cual debe disminuir la variabilidad de la demanda por reserva bancaria.

Igualmente , con el propósito de aumentar la competitividad de las corporaciones de ahorro y vivienda se elevó el tope y se modificó el cálculo de la corrección monetaria y se redujeron significativamente los requerimientos de encajes sobre sus depósitos.

#### 4.2 OBJETIVOS DE LOS DIFERENTES TIPOS DE ENCAJES

Los encajes bancarios, se definen como la parte de las captaciones que se debe inmovilizar ya sea en la propia caja de los bancos o como depósito en el banco de la república, con cuyo propósito de controlar la disponibilidad o expansión de los medios de pagos a prestar por los bancos comerciales, con el fin de controlar el exceso de crédito que origine un desbordamiento de losmedios de pago por vía expansión secundaria (crédito).

En Colombia operan tres modalidades de encajes :

- a. Encaje legal u ordinario
- b. Encaje requerido
- c. Encaje marginal

Veamos cada una de estas modalidades, su definición y objetivo principal.

El Encaje legal, es un porcentaje de los depósitos que reciben los bancos que debe permanecer en efectivo en las cajas del banco o garantizarle al público que sus depósitos tienen un respaldo que es controlado oficialmente, pues estos encajes se mantienen en forma de depósitos en efectivos a la vista en el Banco central

Otra modalidad de encaje es el requerido que no es que la aplicación de los diferentes porcentajes a los respectivos depósitos de los bancos, o sea que es aquella parte de los depósitos que los bancos deben mantener sin utilizar en sus operaciones crediticias. El objetivo de esta medida es obligar a los bancos a mantener la mayor parte de sus reservas en depósitos en el banco central. Como por razones de seguridad mas recientemente, los bancos han reducido al mínimo indispensable el monto de sus especies monetarias en caja, la citada regulación dejó de ser necesaria y ho

no hay límites sobre el monto de la caja.

La tercera y última modalidad empleada en Colombia, es el Encaje Marginal, que es la congelación parcial o total del incremento que experimentan los depósitos bancarios a partir de una fecha determinada.

Su objetivo principal es congelar un exceso de medios de pago, esta medida posee un alto poder de contratación monetaria y se recomienda aplicarse en períodos cortos; en períodos largos crea cuellos de botella, entra a congelar enormes cantidades de dinero de tal suerte que llegará un momento en que el sector financiero se verá imposibilitado para atender las distintas solicitudes de crédito de los sectores productivos, originándose de esta forma un gran obstáculo para el normal desarrollo de las actividades.

#### 4.3 LOS ENCAJES COMO INVERSION EN EL MERCADO PUBLICO DE VALORES.

Antes de iniciar este sistema de nuestro trabajo se hace necesario, ser enfático y decir que estos encajes como inversión en el mercado público de valores han sido institucionalizado mediante las resoluciones 57 y 72 de 1987 de la Junta Monetaria es por ello que es de vital importancia tratarlo en este trabajo como un valioso aporte para el

desarrollo del mismo. Además se empieza hablando de inversiones forzosas porque es la parte principal del encaje como inversión.

El instrumento tradicional de regulación de la liquidez ha sido el Encaje Legal. Mediante éste se señala el procentaje sobre los depósitos a la vista, ahorro, a término, que los bancos deben mantener en caja en el Banco de la Repú-blica en forma de depósitos.

La Junta Monetaria, de acuerdo con la situación económica, particularmente el grado de liquidez actual o esperado y con base en las metas que se hayan trazado en su presupuesto monetario, señala el nivel de las distintas tasas de encaje que deben observar los bancos, así como su composición entre monetario y productivo. (inversiones computa- bles). Este instrumento aplicado sobre los depósitos en cuenta corriente, regula la expansión secundaria de dine-ro (actua sobre el multiplicador monetario a través del coeficiente de reserva)

El encaje tiene un efecto secundario, porque incide sobre la rentabilidad bancaria, en la medida en que se disminuye el rendimiento de cada peso intermediado aunque se decida remunerar parte de los dineros encajados.

A través del encaje y su impacto en el coeficiente de reservas, la autoridad sólo puede regular parcialmente la expansión secundaria que realizan los bancos, por cuantos las preferencias del público determinan la composición de sus activos montarios, esto es, la decisión entre mantener efectivo, depósitos en cuenta corriente u otros instrumentos de ahorro financiero.

Pero al comentar acerca del encaje como inversión en el mercado público de valores es hablar de inversiones forzosas y sustitutivas del encaje.

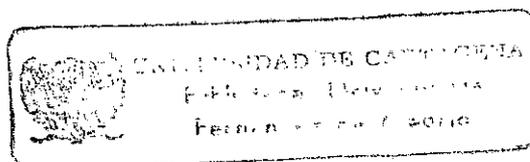
La existencia de un régimen de inversiones forzosas que asigna parte del ahorro financiero por fuera de los mecanismos de mercado, supone la necesidad de atender el desarrollo de actividades que aunque prioritarias para la economía no son estrictamente rentables desde el punto de vista privado. El establecimiento de inversiones forzosas y sustitutivas del encaje sobre las captaciones del sistema bancario garantiza un flujo de recursos hacia determinados instrumentos de fomento, sin que esto implique necesariamente un desarrollo satisfactorio de las actividades mencionadas

Se dice que la rentabilidad de las inversiones forzosas es menor por definición que el costo de oportunidad de los recursos asignados por este medio, e incluso inferior a su

costo de captación en algunos casos.

En cuanto a la evolución de la importancia del encaje y las inversiones respecto a las captaciones y colocaciones del sistema es clara, su reducción en los últimos años, después de haber sido bastante elevado a comienzos de la década anterior (70's) y de haber crecido significativamente entre 1978 y 1980 por razón del control monetario (fundamentalmente por medio de encajes) que impuso a la bonanza del sector externo en ese período (Ver cuadro 4-3)

En los primeros años de la década del setenta continuaban vigentes disposiciones de diez y veinte años atrás, (ley 90 de 1948, ley 26 de 1959, ley 21 de 1963, etc.), en los que se obliga a los bancos a invertir en papeles de rentabilidad de los recursos captados como era el caso de los depósitos de ahorro. (Decreto 1691 de 1960). La reforma financiera de 1974 intentó liberalizar gradualmente la asignación de los recursos captados por los bancos (Decreto 1730 de 1974), manteniendo algunas líneas cuyos destinatarios se consideraban como actividades prioritarias para el desarrollo (Bonos Agrarios, Ley 90 de 1948 y títulos de fomento agropecuario, Ley 5ª de 1973, bonos de deuda interna, Ley 21 de 1963; cédulas del Banco Central Hipotecario, resolución 32 de 1972 y documentos del ICT, resolución 50 de 1974, esencialmente).



Sin embargo, el establecimiento del encaje marginal y los aumentos en los encajes ordinarios resultantes de la política de estabilización vigente entre 1977 y 1982, determinaron la creación de nuevas inversiones sustitutivas del encaje marginal (Resolución 65 de 1975) y computables como parte de éste (Resoluciones 2 de 1977, 8 de 1978 y 8 de 1.980); y del encaje sobre depósitos en moneda extranjera convertidos en moneda legal (Resolución 20 de 1979).

En la actualidad se mantienen vigentes aquellas inversiones destinadas a financiar el sector agropecuario, sector industrial (Resolución 39 de 1978), la deuda pública y la construcción de vivienda, actividades que tradicionalmente han recibido la mayor parte de estos recursos. En 1984, se crearon inversiones de encajes sobre depósitos en cuenta corriente destinados a generar recursos para el fondo de capitalización financiera, en el caso de la resolución 60 de 1984, y para el saneamiento de la cartera bancaria en los de las resoluciones 28 y 61 de 1984.

El monto real de las inversiones forzosas y sustitutivas sobre los depósitos en cuenta corriente creció a una tasa promedio del 7.1% entre 1970 y 1985, mientras el saldo real de las cuentas corrientes sólo creció en 1% en promedio. Esta discrepancia, que disminuyó la capacidad de asignación de los bancos, se explica por una parte, por

los mayores requerimientos de encaje y las inversiones creadas para sustituirlos, especialmente entre 1976 y 1979 y en 1984 y por otro por la competencia de diferentes cuasidivisas, especialmente de las cuentas UPAC.

En el caso de los depósitos de ahorro y a término, el crecimiento real promedio de saldo de inversiones forzosas es prácticamente nulo (0.3%) debido a la política de liberalización iniciada en 1974. De esta forma la mayor parte del crecimiento de los saldos reales de depósitos, de 5,6% en promedio entre 1970 y 1985, fue asignado libremente por el sistema bancario.

La inversión sustitutiva del encaje de los certificados de depósitos a término ha tenido un crecimiento real apreciable de 28.3% en promedio entre 1980 y 1985, pero su dinamismo obedece al crecimiento mismo de los CDT, que han sido el papel estrella del mercado financiero en los últimos años.

La disminución del peso del encaje desde 1980 se explica por el desmonte del encaje marginal del 100% para nuevos depósitos en dicho año, y por la liberalización de los recursos congelados entre 1977 y 1980 en 1983, cuando se eliminó completamente el encaje marginal. Desde entonces la importancia del encaje no ha sufrido alteraciones sus

tanciales hasta el 1988. Debemos resaltar a través de un cuadro y un gráfico la importancia de las inversiones sustitutivas dentro del encaje total hasta 1987. (Cuadro 4-4 y gráfica 4-2).

Las autoridades monetarias tomaron una de las medidas más ambiciosas de los últimos tiempos, según resoluciones 57 y 72 de 1987 de la Junta Monetaria, al autorizar la negociabilidad en el mercado secundario de valores de los títulos de crédito de fomento, o sea aquellos computables para el encaje sobre CDT de bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento Comercial. De esta manera se liberan recursos que estaban invertidos en operaciones de baja rentabilidad, para dedicarlos a nuevas colocaciones con rendimiento de mercados y a su vez se favorece el fortalece del mercado de capitales al ampliar la gama de posibilidades para el inversionista privado. Podemos concluir este capítulo que el encaje como inversión en el mercado público de valores quedó institucionalizado mediante dichas medidas y que ha tomado gran estabilidad en el año 1989, en su participación en el mercado. (ver Anexo 4-1).

## 5. OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO Y MERCADO PUBLICO DE VALORES.

### 5.1 ANTECEDENTES.

Se dice que el primer país en usar los OMA, fué Inglaterra en el año de 1844, en forma conjunta con la política de redescuento.

Antes de 1914, el Banco de Inglaterra confiaba en el mecanismo de redescuento como un control eficiente. Pero en sucesivas ocasiones el mercado monetario de Londres, se en-contraba en situaciones altamente líquidas que impedía al Banco Central, hacer efectiva su tasa de interés. Esto requería un método adecuado que le permitiera disminuir la liquidez del mercado, cuando considerara deseable elevar la tasa de interés. Observaron que la solución más efectiva era retirar fondos del mercado, mediante la venta al contado de bonos y pedir préstamos en efectivo al mercado. Este hecho significaba que el banco, pedía prestado a las casas de descuento y comisionistas en documento contra garantías de valores del gobierno. Así se negociaban fondos

del mercado y las tasas de interés de éste tendían a subir.

A partir de 1932, (En Inglaterra), se empezó a usar las Operaciones de Mercado Abierto como instrumento de control monetario independiente de la política de redescuento debido a la decadencia de éste último instrumento. Le siguieron los pasos a Inglaterra, Alemania, y E.E.U.U., con la creación del llamado sistema de Reserva Federal en 1913, con el propósito de financiar la post-guerra. Mas tarde la siguieron utilizando como instrumento complementario, con el fin de mejorar, la tasa de redescuento.

En la mayoría de los países pertenecientes a Latinoamérica, las OMA se encuentran con obstáculos que impiden su normal funcionamiento, como son la inestabilidad proveniente de la inflación; los cambios políticos que hacen que el público busque inversiones más rentables como la compra de bienes raíces, tratando de contrarrestar la desvalorización de la moneda. Otras dificultades que tienen las OMA, en los países en vía de desarrollo es que las relaciones entre los bancos comerciales y el Banco Central, son diferentes a las existentes en los países industrializados, ya que mientras en los países en desarrollo el endeudamiento con el banco central, se constituye en una fuente de liquidez frecuente, en los países industrializados, esto ocurre en último caso.

165

En el área Latinoamericana, el primer país que quiso instalar las OMA, fué el Salvador, en el año 1933, estableciendo un fondo regulador de valores financiados con el 50% de las ganancias que el banco obtenía de la compra y venta de valores gubernamentales. Pero en vista de que dicho fondo sólo se organizó hasta 1953, fué Colombia en 1953 quien mediante la creación del Fondo de Estabilización llevó a cabo estas operaciones. Durante el período de la guerra, algunos países Latinoamericanos para combatir la inflación proveniente de la entrada de fondos extranjeros, utilizaron el llamado Certificado de custodia de oro: Ecuador en 1942, con certificados a dos años; Chile en 1944 con vencimiento a 15 meses y Bolivia en 1945.

A partir de 1976, con ocasión de la Bonanza Cafetera, el Gobierno introdujo por segunda vez el instrumento de control monetario: Las OMA, con el fin de controlar la expansión del circulante en la Economía.

Para ello permitió la negociación de títulos de corto plazo denominados en divisas, Certificados de Cambio y en moneda nacional, títulos de participación. Esta actividad impulsó notablemente el Mercado de Valores ya que sus títulos ofrecían al inversionistas altas rentabilidades con niveles mínimos de riesgo por ser emitidos por el Banco de la República.

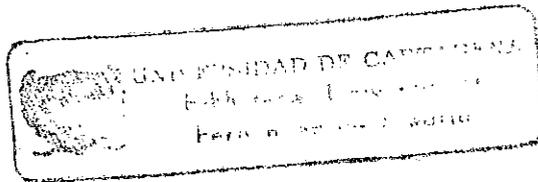
Las OMA constituyen un instrumento de control que actúa sobre la base monetaria, es decir, afectan la emisión primaria de dinero. Estas operaciones consisten en la compra y venta por parte del Banco de la República de títulos valores, con el fin de regular la liquidez global de la economía.

Las OMA, dentro de sus principios no es objeto financiar presupuestos gubernamentales y de deuda pública, sino que su fin es netamente monetario. Estas OMA, ejercen funciones inmediatas sobre el volumen de dinero y crédito y sobre las tasas de interés del mercado, caso contrario sucede con la política de redescuento que opera a corto plazo y sus efectos se aprecian más a largo plazo.

5.1.1 Importancia de las OMA.

Se hace necesario manifestar la importancia que tienen las OMA para una economía en desarrollo y un mercado bastante líquido o caso contrario.

Algunos comentaristas afirman que la década de los ochenta las OMA han tenido una gran acogida por parte de las autoridades monetarias, debido fundamentalmente a las bondades que demandan éstas (flexibilidad).



Es importante además, por la competitividad con los demás instrumentos como el encaje y el redescuento; además, muchos países lo consideran un instrumento vital para la economía porque tiene un amplio desarrollo llamado mercado de títulos, concretamente de deuda pública, Debido a esto resulta para el banco central convertirse en fácil comprador y/o vendedor de las mismas.

Para los costos financieros de las empresas, es conveniente el empleo de esta herramienta debido a que puede invertirse en aquellos recursos ociosos, reduciendo tales costos.

En forma general, son importantes las OMA porque permiten un intercambio constante de activos por parte del sector privado ajustandose siempre de acuerdo a las expectativas individuales de cada empresa y cada individuo. "Las OMA no deben confundirse con las operaciones de financiamiento del gobierno a través de papeles como títulos de Ahorro Nacional TAN, ya que estos no constutyen deuda del Banco de la República. Sin embargo, desde un punto de vista práctico, son en gran medida equivalentes, pues el Banco debe a menudo compensar a través de las OMA la expansión monetaria que genera para financiar al Gobierno si este no lo

hace a través de sus títulos" (1).

Un sistema de Operaciones de Mercado Abierto, es practica- mente inconcebible sin la participación estructural de los "Dealers". Estas son instituciones encargadas de comprar y vender títulos de deuda pública al por mayor, por cuenta propia, y asumiendo todos los riesgos implícitos. Los Dea- lers, son las que garantizan el éxito de las OMA ya que son estas instituciones las que "hacen el mercado" para títulos del Gobierno asegurando a través de su vasta red de contac- tos la colocación primaria y la negociabilidad posterior de esos papeles en el mercado secundario.

5.1.2 Instituciones que manejan las OMA.

Las instituciones que tienen a su cargo, manejo y control de las OMA en Colombia son las siguientes:

- JUNTA MONETARIA : Esta autoridad de acuerdo con el artí- culo 6º, literal B de la Ley 21 de 1963, es la encargada de determinar previamente los intereses, vencimientos, lo mismo que los montos y límites de tales operaciones; auto-

(1) Eduardo Lora I., Dinero actividad económica y precios. pág. 71. Ed. Centro de Investigaciones para el desarrollo.

rizar al Banco de República para emitir, vender y comprar y amortizar títulos de deuda pública en moneda nacional o extranjera.

- BANCO DE LA REPUBLICA : De acuerdo a las disposiciones dictadas por la Junta Monetaria, regulará el medio circulante mediante la emisión compra y venta de títulos por cuenta propia y regulada por el Gobierno Nacional.

- BANCOS COMERCIALES E INSTITUCIONES FINANCIERAS : Según las anteriores disposiciones, son las encargadas de emitir, comprar y vender obligaciones a empresas o al público en general. Corresponderá a la Junta Monetaria, definir los límites, montos y condiciones aplicables a las operaciones realizadas, lo mismo que las características que hayan de llenar esos documentos.

## 5.2 OBJETIVOS DE LA REALIZACION DE LOS OMA.

Varios han sido los objetivos perseguidos con las OMA, ya que las circunstancias que han impuesto su funcionamiento han sido diferentes y han ido "aparejadas" con las necesidades económicas de cada país en donde se ha constituido el mercado de valores. Se pueden mencionar los siguientes:

- Ayudar al financiamiento de tesorería (no monetario).

- =Modificar el volumen de dinero primario;
- Neutralizar el exceso de liquidez por fuertes o imprevisibles fluctuaciones en la balanza externa;
- Influir sobre el nivel y estructura de las tasas de interés de acuerdo con los objetivos y requisitos generales de la Economía, mediante la operación de compra o de venta de títulos en el mercado abierto, por el Banco Central.
- Proporcionar la base adecuada para la expansión monetaria a largo plazo, de acuerdo con los requisitos de liquidez del crecimiento económico;
- Facilitar a la tesorería recursos no inflacionarios para solucionar necesidades temporales de iliquidez de carácter estacional o para financiar eventuales deficit;

Un aspecto muy importante a tenerse en cuenta en las utilizations de las OMA, es el fin que persiguen, ya se trate de una medida monetaria o no monetaria. Cuando son aplicados con el objeto de lograr fondos para financiamiento de tesorería y de la deuda se dice que persiguen un fin no monetario, Pero, si es el el caso en el cual la aplicación de las OMA, influyen en la oferta monetaria, o en las tasas de interés, se dice entonces, que persiguen un monetario y además actúan como instrumento de control.

5.3 OFERTA Y DEMANDA DE TITULOS EN LAS OMA.

Es importante diferenciar las operaciones de mercado libre con títulos del Banco de la República, de aquellas que se sustentan en acuerdos con algunas entidades que manejan grandes excedentes de liquidez y que no se basan en decisiones voluntarias. Entre estas últimas se encuentran la suscripción de títulos por parte de la Federación Nacional de Cafeteros o del Fondo Nacional del Café y del Fondo de Garantías entre otros, que para efectos de análisis algunos críticos económicos no la consideran como OMA, aunque tiene el mismo efecto contraccionista de éstas.

#### 5.3.1 Característica y composición actual de la oferta.

Antes que todo, debemos entrar a describir y dejar en claro que las OMA no existen en nuestro país en un sentido estricto de lo que ellas son pero se puede afirmar que los papeles que más se acercan en nuestro medio a las OMA son: Los Certificados de Cambio, Títulos de Participación y Títulos canjeables por certificados de Cambios.

##### 5.3.1.1 Certificados de Cambio

Estos fueron creados desde el año 1967 mediante el Decreto 444 y durante la administración del Doctor Carlos Lleras Restrepo. El 13 de abril de 1977, fué puesto en vigencia por la Junta Monetaria, mediante resolución número 25, es

el instrumento que más se aproxima al denominado mercado abierto. El certificado de cambio es un título o documento representativo en divisas (Dólar de E.E.U.U.), contraída por el BANCO de la REPública con el tenedor del mismo expedido con entrega de divisas con caducidad de dos años, término de vencimiento de nueve meses y plazo de maduración de 4 meses (Resolución 38 de 1978 de la Junta Monetaria) En abril de 1978, se le imprimieron algunas reformas importantes, pues se le dió la característica de NEGOCIABLES, por lo tanto la deuda del Banco de la REPública, ya no es solamente con los exportadores, sino con el tenedor de dicho certificado. Otra característica, es la liquidez, que hace referencia a que estos certificados puedan ser negociados en la Bolsa de VALORES o en el banco de la República, el cual los recompra a una tasa determinada de descuento. En cuanto a otra característica es la Rentabilidad, que es tará determinada por el grado de devaluación de la moneda nacional. Otro aspecto importante es que los títulos al ser emitidos a la orden, es fácil evitar el pago de impuestos al ser imposible para el fisco seguir adecuadamente su trayectoria al pasar de un tenedor a otro.

#### 5.3.1.2. Títulos de Participación.

Estos títulos fueron creados en Enero 23 de 1974 por resolución numero 4 de la Junta Monetaria. Hasta el año 1979

estos papeles no tuvieron mucha acogida pero a partir del 19 de septiembre de ese mismo año nuevamente fueron introducidos al mercado (Resolución 60 y 61 de la Junta Monetaria) tuvieron una gran aceptación debido a su alta rentabilidad.

Las características que hoy los identifica son las siguientes :

- Su expedición es nominativa o al portador.
- Tienen liquidez inmediata, además tienen liquidez secundaria en el mercado bursátil.
- Son emitidos por el Banco de la República a quince, sesenta y noventa días de plazo.
- Se le reconoce una tasa de interés anual que fluctúa según el plazo de vencimiento, la cual se paga al término de éste.
- Liquidado el título por su valor nominal, su amortización total es el vencimiento.

5.3.1.3. Títulos canjeables por certificados de cambio.

Estos títulos fueron creados en el año 1970 como medio de pago hacia el exterior, pero ingresaron al mercado a mediados de 1975, con el propósito de ejercer un control monetario contra el excesivo crecimiento que se originó por

la monetización de divisas.

Su objetivo y característica primordial a la vez, es el de aplazar el cambio de divisas que ingresan a nuestro país por concepto de exportaciones. Otras características más sobresalientes son las siguientes :

son nominativos, tienen liquidez inmediata y son negociables, se pueden cambiar por certificados de cambio no antes del vencimiento, a menos que ellos destinen para efectuar pagos al exterior. Otra característica es la Rentabilidad, está dada por su interés nominal anual que se liquida por trimestres vencidos sobre el valor en pesos de los títulos en la fecha de pago. Para hallarle su rendimiento se procede de la siguiente manera : a la tasa de interés se le suma la tasa de devaluación, más la tasa de interés por la tasa de devaluación.

Los títulos canjeables son valores que se adquieren en pesos pero se emiten en dolares. Se benefician de la devaluación, ya que se adquieren al tipo de cambio vigente, al día de compra y se venden al tipo de cambio de la fecha de venta, Esta es una característica que debe tener muy en cuenta el mercado demandante. El organismo que dispone de estos títulos es la Federación Nacional de Cafeteros, también en épocas que no se presentan las respectivas cosechas.

175

5.3.1.4 Títulos de Ahorro Nacional (TAN).

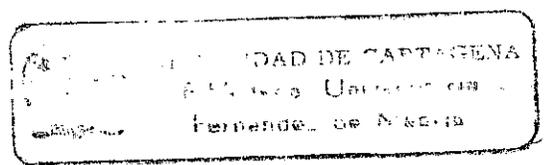
Los TAN fueron creados en reemplazo de los títulos de participación en la administración del Doctor Julio Cesar Turbay Ayala, mediante el Decreto 382 de 1983.

No vamos a entrar en detalle con este instrumento, porque ya pasó a ser un pasivo del Gobierno, aunque eran administrados por el Banco de la República. Los TAN a parte de lo anterior, dan al gobierno la posibilidad de utilizar sus recursos de una forma más eficiente.

5.3.2 Características y composición actual de la demanda.

Podemos decir en este punto de la demanda por dichos títulos lo siguiente :

- Para los Certificados de Cambio :
- Posee o cuenta con tres alternativas a seguir :
- Redimir el título en el Banco de la República antes del vencimiento, en cuyo caso se aplica un descuento muy elevado sobre su valor nominal superior al del mercado;
  - Negociarlo en el mercado con descuento;
  - Redimir el certificado a su vencimiento a la tasa de cambio vigente el día de la operación, por el 100% de su valor nominal.



Para los títulos de Participación :

Posee las siguientes características :

- Tienen liquidez inmediata y secundaria;
- Para la emisión de las OMA es requisito indispensable la adquisición voluntaria de los papeles del Gobierno.

Para los títulos Canjeables por Certificados de Cambio :

Su mayor demandante lo constituye el Fondo Nacional del Café, ya que el mayor renglón de exportación que se hace en nuestro país es proveniente del café. Estos son nominativos de liquidez inmediata y negociables.

Veamos la participación de todos estos papeles del Banco de la República en el mercado (Tabla 5-1).

5.3.3 Condiciones de competitividad de los títulos de deuda pública frente a los títulos restantes.

Partiendo del hecho de que la colocación primaria de títulos de deudapública conlleva un ingreso de recursos a la tesorería. Este primer paso es necesario para la creación de un mercado de tales títulos : requisito indispensable para la constitución de los OMA.

Analizando la participación del Banco de la República en las transacciones bursátiles en el período 1980-89, encontramos un descenso en dicha participación, para el año 1980, la participación del emisor fué de un 75,5% mientras que para el año 1988 fué de 38,7%

En el año de 1982, a pesar de la gran crisis financiera hubo un total negociado de 85.503, con un total de participación del emisor de 58.662 que representa un 68.6%. En el año de 1985, toma auge los papeles del Banco emisor, con un total negociado en las bolsas de valores del país de 327.296, con una participación del emisor de 239.827, que representa un 73.3%, cifra significativa comparada con la del inicio de la década. Ya para el año 1988, encontramos un descenso en las transacciones de las bolsas de valores, con un total negociado de 493.959 y con una participación del Banco emisor de 191.052, que representa un 38,7%, cifra inferior a la del año 1985, a pesar de los estímulos que se han venido dando para la adquisición de estos papeles (como el desmonte de la doble tributación, etc.). Para el año de 1989 a pesar de que son cifras estimadas, creemos que puede haber un ascenso en la participación en 47%, para un total negociado de 465.357 (bajó en comparación al año anterior) y para un total del banco emisor de 218.799.

De ahí se puede deducir que los títulos de deuda pública posee un alto grado de aceptabilidad para el crecimiento económico de un país frente a los demás títulos, porque es tos títulos (Título de deuda pública) son el primer paso para generar OMA que son beneficios para una economía.

De otra parte, si el sector privado suscribe los títulos se va a producir una transferencia de fondos, generando una neutralidad en términos monetarios, hacia el tesoro. Esto llegaría a ser contraccionista en la medida en que la tesorería genere un superávit de caja.

Otro aspecto muy importante de estos títulos de deuda pública (PAS), o sea, pagarés semestrales, es que con un mayor ampliación de estos constituye unos cimientos o bases sólidas para las OMA.

#### 5.4 EFECTOS DE LAS OMA SOBRE LA DINAMIZACION DEL MERCADO PUBLICO DE VALORES.

Ante todo debemos anotar que las OMA, constituyen un instrumento de control que actúa sobre la base monetaria, es decir, afectan la emisión primaria de dinero. De esta an tación partiremos para mostrar los efectos de las OMA sobre el Mercado Público de VALORES.

Durante la década del 80's hasta exactamente septiembre de 1986, los medios de pagos han demostrado un crecimiento anual promedio de 24.5% al finalizar septiembre.

La descomposición del cambio en M1 a través de sus determinantes permite observar en los años 1983 y 1985, la contribución de la base monetaria a la expansión de los medios de pago supera el 70%.

La principal variable para explicar la evolución de la base monetaria y los medios de pago ha sido la acumulación o desacumulación de activos internacionales del Banco de la República. (Tabla 5-2).

La acumulación de reservas internacionales, que ha efectuado el país en los dos últimos años ha sido posible a través de un incremento del ahorro doméstico. Sin embargo, las compras de divisas por parte del Banco de la República han tenido un efecto expansionista sobre la demanda agregada por dos factores diferentes aunque relacionados entre sí. El primero tiene que ver con el mayor ingreso percibido por los grupos generadores de divisas en especial al sector cafetero, propagandose a otras actividades a través del multiplicador del gasto. El segundo tiene relación con las medidas monetarias resultantes de la emisión de pesos para adquirir los mayores reintegros por exportaciones.

480

A comienzos de la década (80's) se observaron los límites y efectos de la política de encaje, luego se hizo necesario utilizar otros mecanismos para regular la oferta monetaria: era necesario actuar con mayor rapidez e intensidad sobre la principal fuente de expansión; la base monetaria. Ello condujo a que la autoridad decidiera realizar OMA a fin de controlar los excesos de liquidez de la economía. Es así como se emitieron inicialmente los Títulos de Participación y se modificaron posteriormente las condiciones de colocación para títulos canjeables por certificados de cambio. (Ver Tabla 5-3).

Observamos en la Tabla 5-3 que los títulos de participación en el año 1980, tienen un resultado de 2.372, luego encontramos un ligero y fuerte descenso para el año 1981 llegan a 18.562, en el año 1982 a 17.878 y para el año de 1983 llegan a 3.488. En este año los títulos canjeables también tuvieron un descenso pero en años anteriores fueron muy superiores a los títulos de participación. En los años 1984 y 1985 los títulos de participación pierden representación, mientras que los títulos canjeables toman auge hasta llegar en 1985 a 41.585, y los de participación solamente a 2. En 1989, los títulos de participación toman auge llegando a 118.627, mientras que los canjeables llegan a 204.444 cabe anotar que estos títulos (canjeables) han tenido mucho mas demanda que los otros, ya que su principal

demandante es el Fondo Nacional del Café.

Otro aspecto importante de las OMA, sobre la dinamización del mercado público de valores, es que quienes estudian el tema de Banca y Moneda tienen un concepto casi unánime, de que el manejo de las OMA es el instrumento ideal para regular las condiciones crediticias de un país, que produce efectos, al mismo tiempo más efectivos y más traumáticos que disposiciones de otro género y que con su ejercicio, pueden ocasionarse simultáneamente efectos de considerables impactos sobre varios frentes de la actividad económica como el de las finanzas públicas, las reservas de los bancos, el tipo de interés, el incentivo para invertir, etc.

## 6. REGIMEN TRIBUTARIO Y LA INVERSION EN EL MERCADO PUBLICO DE VALORES.

### 6.1 ANTECEDENTES HASTA 1974. COLSOLIDACION DEL SISTEMA TRIBUTARIO COLOMBIANO.

A principios del siglo XX los ingresos tributarios del gobierno central consistían casi en su totalidad de recaudos para aranceles y otros impuestos al comercio exterior. En 1912 representaban el 92% de esos ingresos; el resto provenía de impuestos de timbre, papel sellado y otros rezagos de la época colonial.

En 1914 (Leyes 126 y 69, respectivamente) se establecieron los primeros impuestos al consumo suntuario que, para 1918, contribuían con un 8% de los ingresos tributarios nacionales. La Ley 56 de 1918, por suparte, introdujo en forma rudimentaria el impuesto a la renta que solo pudo ser aplicado a partir de 1922, por razones administrativas. En 1927 (Ley 64) se elevaron las tarifas hasta un 8% para las rentas más altas y el impuesto adquirió una fisonomía más moderna; definiendo por primera vez los conceptos de renta

183

líquida. Así en 1930 ya contribuía con un 11% de los recaudos de impuestos nacionales.

Estos primeros pasos por construir un sistema de tributos internos que independizaran la financiación del Estado de las veleidades del comercio internacional, se consolidaron en la década de los treinta. La drástica caída de las importaciones durante la gran depresión y el cierre del mercado de capitales (que había financiado con largueza las obras públicas emprendidas en el período llamado "la danza de los millones") indujo una contracción sin precedentes en el gasto público, que reforzó las tendencias depresivas. Esa experiencia demostró cuan costoso podía ser el mantener un sistema fiscal tan dependiente del sector externo, fué así como se procedió a fortalecer los impuestos directos ( a más de incrementar los aranceles) mediante las leyes 81 de 1931, 78 de 1935 y 63 de 1936).

La primera de estas leyes elevó las tarifas, dispuso el gravamen de las rentas de las sociedades, de personas de sus socios y de las sociedades limitadas en cabeza de la sociedad , introdujo las deducciones por depreciación, estableció por primera vez un sistema de retención en la fuente (sobre el pago de intereses de la deuda pública interna) y un método indirecto de control de recaudo ( el paz y salvo para poder utilizar los servicios notariales y

los de la cancillería). La ley 78 de 1935 creó el impuesto de exceso de utilidades y el de patrimonio, con el argumento de que las RENTAS DE CAPITAL debían tributar más que las de trabajo y que era más difícil esconder los activos que los ingresos. Además introdujo un primer intento de coordinación al prever una forma burda de determinación de la renta por comparación de los aumentos de patrimonio de un año a otro ( lo que desde entonces se denomina como "Comparación Patrimonial"). En el sistema previsto por esta ley, el contribuyente fundamental era la persona natural. Las sociedades anónimas tributaban sobre las utilidades totales, pero aquello que repartieran no quedaban gravadas en cabeza del individuo. Tanto para los individuos como para las sociedades anónimas se aplicaba la misma escala progresiva de tarifas. Las sociedades colectivas, En Comanditas simples, Cooperativa y Limitadas no estaban gravadas, pero sus socios si tributaban sobre las participaciones que le correspondieran. Se trataba entonces de una versión muy sencilla de un sistema integrado de impuesto sobre la renta ganada a nivel de la sociedad por acciones (es decir tanto los ingresos retenidos como los repartidos) Se atribuye a los accionistas y se gravaba a las tarifas aplicables a los ingresos de los accionistas. Sin embargo, la integración no era total, puesto que las ganancias retenidas no se imputaban al accionista para determinar su renta gravable y tarifa tributaria. De otra parte el sistema de 1935 se apartaba del concepto puro de integración, en el sentido de incluir un

185

un impuesto sobre el exceso de utilidades, definido este exceso como las utilidades que sobrepasaran el 12% del patrimonio. Es decir, las utilidades excesivas se gravaban tanto dentro de la tarifa normal de renta como de acuerdo a una escala también progresiva de tarifas que dependía del porcentaje que guardaran las utilidades respecto del patrimonio del contribuyente.

La ley 63 de 1936, por su parte, estableció el impuesto a las herencias y donaciones.

En todo este período se defendió con ahínco la "superioridad" de los impuestos directos, en comparación con los indirectos.

Ante un nuevo deterioro del comercio internacional, en razón de la segunda guerra mundial, se acudió primero a una sobretasa del impuesto de renta (sustituible por inversiones en bonos de deuda pública de bajo rendimiento: Ley de 1942) y luego a un incremento permanente en las tarifas (Ley 35 de 1944). Con las reformas de estas dos décadas el impuesto a la renta pasó a representar el 0,39% del PIB, a principios de los treinta, a un 1,3% en 1936 y más del 3% a principios de los cincuenta (ver cuadro 6-1)

En el año de 1953 se expidió una drástica reforma al impuesto de renta y al régimen de avaluos catastrales (De-

cretos 2317 y 2615) con el objeto de financiar un ambicionado programa de inversiones públicas y de frenar el deterioro creciente de las finanzas municipales. La reforma gravó los dividendos distribuidos por las sociedades anónimas encabeza de los socios, estableciendo la doble tributación de estas renta, elevó considerablemente las tarifas para las sociedades y las rentas altas e introdujo una financiacion para los pagos a no residentes. Al mismo tiempo liberalizó los recaudos del impuesto a la renta que pasaron del 3% al 4,5% del PIB. POsteriormente, en 1957, el fin de la bonanzacafetera precipitó una nueva crisis fiscal y el gobierno acudió a una sobretasa del 20% en el impuesto a la renta y a decretar una aministía tributaria.

La Ley 81 de 1960 constituyó una ruptura con este proceso de consolidación de un régimen tributario progresivo. El proyecto de ley que presentó el gobierno contemplaba la necesidad de fortalecer los recaudos para financiar las contrapartidas de los créditos de la Alianza para el Progreso que habrían de permitir un ambicioso plan de inversiones publicas, en el contexto del Plan Nacional de Desarrollo preparado con asesoría de la Cepal en cumplimiento de los acuerdos de Punta del Este. A este fin se preveían gravar las ganancias de capital, hasta enconcés totalmente exentas, e incorporar un régimen de presunción de renta sobre la propiedad rural con tasas del 4% para los arrendatarios

y del 7% para propietarios que explotaran directamente sus predios. No obstante, al mismo tiempo, enmarcado en las concepciones cepalinas en Boga, el proyecto proponía establecer una variedad de deducciones y exenciones con el propósito de estimular el ahorro y la inversión privados.

En las discusiones en el Congreso los "incentivos" se ampliaron, las tarifas se redujeron, se estableció la cesión de rentas entre conyuges y quedó muy poco de las propuestas para gravar las ganancias de capital (apenas las efectuadas en la venta de bienes raíces, disminuídos en un 10% por cada año de posesión) y para establecer un sistema de presunción de renta en el agro (se incluyó un cambio, la imputación de "renta de goce" sobre la vivienda propia) en consecuencia los recaudos reales del impuesto se redujeron en forma importante (del 4,4%, en el quinquenio siguiente) y en virtud de los privilegios conferidos, el sistema perdió en la práctica mucho de su progresividad anterior.

Ante una nueva crisis fiscal en 1963, se introdujo una sobretasa del 20% al impuesto de renta por dos años y se creó un impuesto a las ventas, sin embargo se pospuso para 10 de enero de 1965 por razones administrativas.

El gravamen pretendía ser un impuesto a las ventas de una sola etapa aplicado a la industria manufacturera de bienes

terminados y a la venta de productos importados análogos. Por dificultades administrativas y de control tuvo que ser reformado en tres ocasiones (Decreto 1595 de 1966, 2049 de 1968 y 435 de 1971) aproximándose cada vez más a un impuesto al valor agregado, tipo producto bruto, al nivel manufacturero y con aumento sucesivos en sus tarifas,. Los recaudos fueron corriendo hasta representar un 2% del PIB y un 20% de los impuestos nacionales hacia 1974. En 1967 se introdujo también el nuevo impuesto a la gasolina que representaba en 1986 un 0,83% y un 10% de los ingresos corrientes del gobierno central (Ver cuadros 6-1, 6-2).

El impuesto de renta habría de sufrir otras modificaciones adicionales. En 1966 (Decreto 1366 se expidieron una serie de medidas de control de evasión, se instauró la obligación de la liquidación privada del impuesto y de pagar de inmediato antes que se produjera la oficial; se inició la retención en la fuente sobre salarios con un tope modesto del 10% y se estableció un principio rudimentario de anticipo (aumentando en 10% los pagos del impuesto liquidado por el año anterior) Adicionalmente el 444 introdujo el impuesto de remesas al exterior. Los recaudos reales crecieron con rapidez hasta un 4,3% del PIB, en 1970, la cifra más alta alcanzada hasta hoy.

Esta tendencia se revirtió de nuevo entre 1970 y 1974, pese a que en esos años se consolidó gradualmente la retención en la fuente sobre salarios y dividendos y el régimen de anticipos, gracias a la ley 38 de 1969, por la cual se fijó la retención en la fuente para las acciones. En este momento el régimen sobre la retención en la fuente constituía una clara discriminación en contra de las acciones frente a los papeles de renta fija, debido a que aún no existía una retención generalizada sobre rendimientos financieros.

## 6.2 TRIBUTACION DE LOS INTERESES Y DIVIDENDOS. EFECTOS SOBRE EL MERCADO DE VALORES.

### 6.2.1 Período 1965 - 1974.

La doble tributación de sociedades y socios, que fué establecida en Colombia desde el año 1953, fue materia de reafirmación en la Ley 81 de 1960, la cual fue redactada con la colaboración de expertos de la Universidad de Harvard. En la exposición de motivos de la que fue Ley 81 de 1960, aparece la siguiente justificación, refiriéndose a la doble tributación "... no se ha creído necesario hacer largas disquisiciones sobre un tema controvertido, pues se ha considerado que lo cuerdo en esta materia es seguir la orientación señalada por la mayoría de los países..." Puede decirse, entonces, que en esta forma se recogió en Colombia el

criterio predominante en los Estados Unidos sobre la materia , que es expuesto por Jhon F. Due en la forma siguiente: "...el argumento fundamental para este punto de vista es que la sociedad anónima, por su carácter especial es dis tinta de sus propietarios, con una identidad propia... Un argumento más para el tratamiento por separado es que de es ta manera pueden obtenerse mayores ingresos fiscales ( a ta sas dadas); si no se impone una carga adicional sobre las sociedades anónimas, los fondos deberían obtenerse de otra manera, con efectos posiblemente peores que los del impues to a los réditos de dichas sociedades."

Con la Ley 81 de 1960 y hasta 1974, las sociedades se discriminaron en tres grupos básicos : Anónimas, LLimitadas y Colectivas. Las primeras estuvieron sujetas al impuesto sobre la renta con tarifas progresivas de la siguiente forma: el 12% si la renta no excedía de \$100.000, el 20% para rentas entre \$100.000 y \$1.000.000 y el 36% para rentas superiores a \$1.000.00 (artículo 57 de la Ley 81 de 1960). Ade más cuando las utilidades de la sociedad anónima excedían el 12% del patrimonio neto, deducido el impuesto sobre la ren ta se gravaban con el impuesto de exceso de utilidades, con tarifas que oscilaban entre el 20% y el 56%.

Entre tanto las sociedades limitadas tenían tarifas sobre la renta del 4% sobre los primeros \$100.000, del 8% para

rentas entre \$100.00 y \$300.000 y del 12% sobre el exceso (art. 56, Ley 81 de 1960)

Las colectivas a su turno, eran gravadas con tarifas de 3% sobre los primeros \$100.00 y del 6% sobre el exceso de dicha suma (artículo 55, ley 81 de 1960).

Esto se aplica en buena parte, al creciente fraccionamiento que se dió en este lapso (1965-1974) como medio para rebajar la carga tributaria, así como la proliferación de sociedades limitadas con capitales, en muchos casos superiores a los de las anónimas.

El establecer el tratamiento de los dividendos la Ley en men  
ción, determinaba que la renta bruta de los socios está cons  
tituida para el caso de la sociedad anónima por los dividen  
dos que estos recibieron y para el de las limitadas y colec  
tivas por la proporción que les correspondiera en la renta  
líquida de la sociedad previa deducción del impuesto líqui  
dado a la misma (art. 26, ley 81 de 1960). Así se favorecía  
a los socios de las limitadas y las colectivas ya que, se  
determinaba el valor de los dividendos una vez reducidos el  
impuesto de renta. Ante tal situación y con el propósito de a  
tenuar el deterioro que comenzó a sufrir la sociedad anóni-  
ma, en 1965 se dictó el Decreto legislativo 2394 de acuer  
do con el cual, comenzaría a estar exenta del impuesto so-

bre la renta la parte del ingreso de las personas naturales que se destinara al aumento de capital de estas sociedades con el propósito de ampliar la capacidad instalada, o a la formación de capital de nuevas sociedades anónimas. La medida tuvo vigencia hasta 1970.

No obstante la situación de las sociedades anónimas siguió empeorandoya que a pesar de los restringido y pequeño que aún continuaba siendo el mercado de valores, empezaron a ofrecerse papeles que por su atractivo, comenzaron a desplazar paulativamente a las acciones como es el caso de los Bonos de Desarrollo Económico, excentos del impuesto sobre la renta y complementarios lo que elevaba su rendimiento contando con otra ventaja adicional consistente en ofrecer liquidez primaria.

#### 6.2.2 Período 1975 - 1982.

Frente a una situación como la descrita, y con el ánimo de atenuar los efectos de la carga impositiva, se dictan los Decretos Legislativos 2247 y 2348 de 1974, con los cuales se abre paso la reforma tributaria del mismo año que reemplazo las tasas progresivas por tasas fijas, con las siguientes características : 40% para sociedades anónimas y similares y 20% para las sociedades limitadas y similares. La diferencia entre estas dos tasas se explicó por el hecho de que en el regimen de sociedades anónimas se grava al socio

unicamente sobre las utilidades distribuidas mientras que en caso de las limitadas se le grava sobre la utilidad.

De otra parte se introdujeron modificaciones en la estructura de las deducciones, entre las que se cuentan principalmente la liberación del régimen de depreciación, la implantación de un nuevo régimen para el impuesto de ganancias ocasionales con la provisión de una revaluación anual del 8% del costo de los activos, el establecimiento de la renta presuntiva para la sociedad anónima y la eliminación de un apreciable número de incentivos tributarios.

En cuanto a utilidades se dieron los siguientes descuentos : las utilidades distribuidas por las sociedades limitadas a las anónimas comenzaron a ser susceptibles de descuento, hasta un 16% del valor de las mismas. La distribución de utilidades entre sociedades limitadas también fue objeto de modificaciones la sociedad receptora comenzó a gozar de un descuento tributario del 18% anual del valor de la distribución.

En materias de ajustes por inflación que afecten a personas jurídicas, la única provisión introducida por las normas originales fue el reajuste de un 8% anual en el costo histórico de los activos inmovilizados para efectos del cálculo de las ganancias ocasionales obtenida por enajenación, que posteriormente por medio de la Ley 54 de 1977, fué elevado al 14% para el año gravable de 1977 y al 60% de la variación

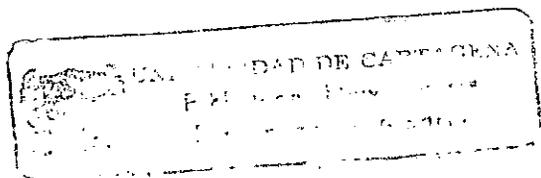
194

del índice de precios (al consumidor, empleados) en el período septiembre - septiembre del respectivo año gravable, para 1978 en adelante.

Con el propósito de incrementar la inversión en acciones se establecieron nuevas ventajas en favor de sus potenciales inversionistas modificando el tratamiento dado a las utilidades por venta de las mismas que durante la vigencia de las normas de 1974, fueron consideradas en la misma forma que las utilidades generadas por la venta de cualquier activo fijo. Es así como a partir de 1977 la tasa del impuesto complementario de ganancias ocasionales para este rubro, se redujo y además se creó un descuento para la inversión en ella que se orientara a la suscripción de acciones emitidas por sociedades anónimas.

Por otro lado esta Ley introdujo una nueva deducción para las sociedades que suscribieran acciones de nuevas sociedades anónimas o de ya existentes que realizaran ensanches. Tal deducción no podía exceder del 20% de las utilidades que sobrepasaran la renta presuntiva de aquellas que hicieran la inversión.

Con la ley 20 de 1979 se llevó el ajuste por inflación, para las personas naturales al 100% del índice de precios y lo mismo ocurrió para las personas jurídicas en lo referente



a los activos fijos. No debe olvidarse que debido a la inflación se presentan transferencias netas de riqueza hacia los deudores, ya que no solamente los pagos reales por intereses se ven disminuidos sino que también el valor real de la deuda también se deteriora. El sistema impositivo agudiza aún más esta situación por cuanto la disminución en las tasas reales de intereses inducida por la inflación es ignorada para efectos tributarios. Así, para el deudor, el total de pagos por intereses sigue siendo deducible cuando es claro que una porción de ellos no constituye costo real, y el deterioro en el valor de la deuda, que constituye utilidad real para él no es objeto de gravamen.

Otro aspecto importante de esta reforma tiene que ver con el establecimiento del principio de presunción de renta mínima, como porcentaje del patrimonio gravable. Tal presunción se aplicó tanto a las sociedades anónimas como a las personas naturales y consistía en suponer que una y otras habrían obtenido una renta gravable al menos igual al 8% del valor fiscal de patrimonio gravable.

El tratamiento tributario reseñado dió lugar a que se acentuara aún más el debilitamiento de la sociedad anónima, en los primeros años de la década de los ochenta. Es así como a partir de 1980 desaparecieron casi totalmente las inversiones de riesgo en las operaciones de la bolsa, mientras

196

los documentos de renta fija, especialmente los emitidos por el Estado ganaron importancia.

En 1982 el DEcreto Legislativo 3803 amplió la retención en la fuente a "los pagos o abonos en cuenta que efectuen las personas jurídicas y sociedades de hecho, por concepto de rendimientos financieros tales como intereses, descuentos, beneficios, ganancias, utilidades y en general lo correspondiente a rendimientos de capital y a diferencias entre valor presente y valor futuro de este.

### 6.2.3 Período 1982 - 1986.

A principios de este período se alcanzó un elevado índice de evasión tributario, explicado por la enorme carga tributaria que venía siendo soportada por los contribuyentes desde la Reforma de 1974. Basados en la creencia generalizada de que tal situación obedecía a la estructura impositiva que no consultaba la capacidad de pago del contribuyente y por consiguiente, una condición necesaria para reducir la evasión era llevar dicha estructura a niveles más acordes con las circunstancias del país. No obstante se conservó uno de los elementos que invitaba a la evasión: la renta presuntiva sobre el patrimonio que no solo fué incorporada de nuevo a la Ley 9ª de 1983, sino que se reforzó al calcularse, a partir de entonces, también sobre los ingresos netos y fué además

197

extendidas a las sociedades limitadas y asimiladas. Su es tructura combinada quedó según la cuantía que fuere superior así : para el año gravable de 1983, el 6% del patrimonio lí quido o el 1.5% del ingreso neto; y de 1985 en adelante, el 8% del patrimonio líquido o el 2% del ingreso neto (art. 15 Ley 9 de 1983).

Cabe señalar que en las sociedades anónimas y asimiladas como para limitadas y asimiladas, exceptuaron las acciones y divi dendos y los aportes y participaciones de estas sociedades en otras de la misma naturaleza para la determinación del pa trimonio y la renta.

En lo pertinente a la doble tributación, la ley 9ª se limita a introducir dos alternativas de descuento tributario sobre dividendos a elección del contribuyente y establece un des cuentopara sociedades anónimas que aumenten su capital, me diante la emisión de nuevas acciones. Este último descuento es del 15% para el caso de las anónimas abiertas y del 8% para las demás.

Para efectos de este documento el artículo 10 de la ley 9ª de 1983, estableció cinco requisitos para establecer cuando

1978

una sociedad tiene tal calidad. Tales requisitos estan relacionados con el número de accionistas, grados de dispersión y concentración de la propiedad, presencia de las acciones en el mercado público de valores e índice de negociabilidad de las mismas en a bolsa de valores. Veamos :

- a. El número de accionistas debe ser inferior a cien.
- b. Las acciones deben estar dispersas, de manera que por lo menos el 50% de las acciones suscritas de la sociedad pertenezcan a accionistas que individualmente considerados no posean mas del por ciento (3%)
- c. No debe existir una persona o grupo de personas que controle más del treinta por ciento de las acciones en circulación. Para estos efectos, a las personas naturales se les computan sus acciones, aquellas que esten en cabeza de su conyuge, sus parientes en segundo grado de consanguinidad, primero de afinidad o unico civil y las acciones que se posean a traves de sociedades de familia. Tratandose de personas jurídicas, se toman las acciones de la matriz y las de las sociedades subordinas sea ellas filiales o subsidiarias.
- d. Las acciones deben estas inscritas en una bolsa de valores salvo que se trate de sociedadesde economía mixta, en cuyo caso es suficiente la inscripción en el Registro Nacional de Valores..

1991

e. Tener un índice bursátil del 4% calculado sobre las acciones pagadas el cual se transe dicho porcentaje no podría ser inferior a 12. Sin embargo, debe anotarse, este índice podría ser reducido como en realidad se hizo, por la Comisión Nacional de Valores cuando el comportamiento del mercado señale que tal porcentaje es de difícil cumplimiento.

Pero no solo las sociedades que cumplieran estos requisitos podían ser calificadas como abiertas, igualmente pueden obtener tal calificación las sociedades que celebran con la Comisión Nacional de Valores compromisos de apertura, mediante los cuales los mismos se obligan a mantener la calidad de abiertas durante el primer semestre del año gravable para el cual se obtiene la certificación.

Posteriormente, como se verá en el Capítulo VIII, se modificaron estos requisitos;

Las alternativas de descuento a elección del contribuyente fueron :

1. El 20% sobre los primeros \$200.000 y el 10% de ahí en adelante.
2. El valor que resulte de aplicar los dividendos pagados el porcentaje que figure frente a la renta líquida gravable, como tarifa promedio sin que exceda del 34,1%. La alternativa segunda, es aplicable para sociedades abiertas o cerradas, mientras que la primera es unicamente para abiertas.

En 1983 simultaneamente con el establecimiento de los descuentos tributarios para dividendos recibidos por personas naturales se establecieron exclusiones del concepto de renta fiscal para una parte de los rendimientos financieros provenientes de Titulos de Renta fija emitidos por las entidades desvigiladas por la Superintendencia Bancaria. En esta forma se establece un incentivo tributario para los papeles que compiten con las acciones en mercado de valores, con lo cual se redujo considerablemente el efecto benefico de los descuentos creados para los dividendos. El siguiente cuadro muestra el efecto comparativo de los beneficios fiscales establecidos para las acciones y los titulos de renta fijados por la ley 9ª de 1983.

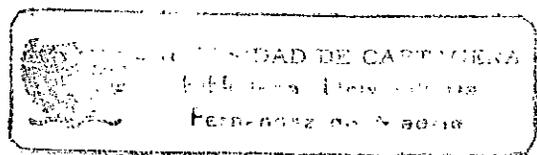
	Renta Anual	Impuesto	Descuento	Impuesto Neto
Dividendos de la				
S.A. abierta	12.000.000	5.427.888	4.092.000	1.335.888
Dividendos S.A.				
cerradas	12.000.000	5.427.888	1.229.000	4.198.888
Intereses DAT.	12.000.000		0	
Menos: ingresos				
no constitutivos				
de renta	<u>(2.760.000)</u>			
	9.240.000	4.075.488		4.075.488

Rendimiento UPAC	12.000.000		
Menos: ingresos no constituti- vos de renta	<u>(4.080.000)</u>		
	<u>7.920.000</u>	3.428.688	3.428.688

Como puede verse claramente, la inversión en sociedades anónimas no abiertas, que son la inmensa mayoría de las sociedades anónimas en Colombia aparece penalizada con mayores impuestos.

En 1984, El decreto 3838 del mismo año estableció que la retención en la fuente sobre dividendos provenientes de sociedades no abiertas se efectuara sobre la base de una tarifa progresiva cuyo porcentaje iba desde el 1,26%, dependiendo de la cuantía del dividendo según la tabla del artículo 3º del 3141 de 1984.

De igual manera en 1985 se fijaba la retención a dividendos provenientes de S.A. abiertas en un 2% sobre el exceso de \$290.000 y un 5% sobre el exceso de \$500.000, según artículo relamentario 3838 de 1985. El siguiente cuadro muestra el efecto de la retención en la fuente sobre dividendos y sobre rendimientos financieros



	Renta Anual	Retención
Dividendos S.A. abiertas	12.000.000	600.000
Dividendos de S.A. cerradas	12.000.000	4.200.000
Int. depósito a término	12.000.000	720.000
Rendimiento de UPAC	12.000.000	600.000

Los resultados de este cuadro nos muestra como el régimen sobre retenciones en la fuente vigente en este período, también constituye una discriminación en contra de las acciones

Hasta aquí la sociedad anónima colombiana registraba un proceso de descapitalización y endeudamiento progresivos desde por lo menos comienzos de los años cincuenta, acompañado especialmente durante los años setenta, por un desarrollo de los intermediarios financieros. Las estimaciones realizadas para el caso Colombiano muestran un costo sistemáticamente mas bajo de la alternativa de endeudamiento, la cual hace progresivamente más favorable que la alternativa de emisión de acciones, en razón de la creciente carga de tributación directa. Entre 1.953, cuando se establece la doble tributación y 1.985, el nivel de endeudamiento de las sociedades organizadas del país pasó de un 25% a un 85%; la concentración accionaria lógicamente aumentó enormemente y se fueron cerrando gradualmente las socieda-

des. No era conveniente ni útil financiar las sociedades mediante la capitalización. Era indiscutible mejor financiarlas mediante la deuda, entre otras cosas no solamente por la existencia de gravámen a la empresa y a los socios o accionistas, y deducibilidad de los intereses, sino por qu el fenómeno se agravó más aún por la aceleración de la inflación que ocurre en Colombia después de los años se tenta. De allí que la proporción del financiamiento que se hace mediante el crédito sea absolutamente anormal en Colombia en los últimos años con relación a países de ingresos per cápitas similares. Y la razón es muy lógica, no era necesario aportar capital sino endeudarse, por el problema de las dobles cargas tributarias y por el manejo de la inflación que se hacía a través de la deducción plena de los intereses de su contenido inflacionario. La omisión de ajustes por inflación a los ingresos y gastos por interés, ocasionó distorsiones en la política financiera de las empresas; ya que el pago de intereses hecho por las sociedades era totalmente deducible mientras que el ingreso por interés era completamente gravable, excepto en el caso de rendimientos provenientes de obligaciones representadas en unidades de poder adquisitivos constante (upac).

El deseo de eliminar estas distorsiones sirvió de fundamento a la reforma de 1.986.

#### 6.2.4. Período 1.86-1.989.

Por medio de la ley 75 del 23 de diciembre de 1.986, se expedieron las normas tributarias, aún hoy vigentes, relacionadas con la capitalización y apertura de sociedades. Las medidas y reformas introducidas por esta ley estaban en causadas a:

- a. Unificar el gravamen sobre la renta gravable y las ganancias ocasionales de las sociedades sin tener en cuenta su forma de asociación.
- b. Eliminar la doble tributación.
- c. Equilibrar el costo fiscal del endeudamiento y la capitalización.
- d. Incentivar la capitalización de las empresas a través de las inversiones institucionales, tales como los fondos de inversión, los mutuos de inversión y los fondos de pensiones, considerados elementos vitales en el fortalecimiento de las sociedades anónimas y en su proceso de apertura y democratización.

Esta ley fijó en un treinta por ciento la tarifa única sobre la renta gravable y las ganancias ocasionales de las sociedades anónimas, de las sociedades limitadas y de los demás entes asimilados a unos y otros de conformidad con las normas pertinentes. La misma tarifa se hizo extensi-

va a la renta gravable y las ganancias ocasionales de las so  
ciedades extranjeras de cualquier naturaleza y a cualquier  
otra entidad extranjera.

La misma reforma estableció que, para los años gravables  
1.986, 1.987 y 1.988. la tarifas únicas sobre la renta gra-  
vable y las ganancias ocasionales de las sociedades anóni-  
mas y sus asimiladas se disminuyó al 33%, 32% y 31%, respec-  
tivamente. Para los años gravables de 1.989 y siguientes,  
esta tarifa es del 30%. Para tener derecho a la reducción de  
esta tarifa impositiva, las sociedades anónimas y asimila-  
das deberían destinar el 100% del menor egreso causado en  
el año gravado en virtud de la disminución de la tarifa a:

1. Aumentar el capital suscrito y pagado de la empresa.
2. Constituir una reserva no distribuible, para expansión  
del negocio.
3. Adquirir títulos señalados por el gobierno nacional.
4. La que resulte de combinar alternativas anteriores.

Se señaló que los fondos de inversión y los fondos de valo-  
res son contribuyentes del impuesto sobre la renta y comple-  
mentarios y para tal efecto, se asimilaron a sociedades a  
nónimas.

Acerca de las personas naturales Colombianas, de las suce-

siones de causantes extranjeros residentes en el país y bienes destinados a donaciones, se determinó que su impuesto correspondiente a la renta gravable y las ganancias ocasionales sería el determinado en el anexo d. Para cada uno de estos contribuyentes, el impuesto sobre la renta es el indicado frente al intervalo al cual corresponde su renta gravable; el impuesto ganancias ocasionales es el indicado frente al cual corresponde su ganancia ocasional. En el último intervalo de la tabla, el impuesto será el que figure frente a dicho intervalo, más el 30% de la renta gravable o de la ganancia ocasional, según el caso que exceda de siete millones seiscientos mil (\$ 7.600.000). Para hacer aplicable esta tabla a los años siguientes, los valores absolutos expresados en moneda nacional, se reajustarán anual y acumulativamente en el 100% del incremento porcentual del índice de precios al consumidor suministrado por el Dane para cada año. Con la ley 75 de 1.986 se eliminó la doble tributación al declarar que los dividendos y participaciones recibidos por los socios, accionistas, comuneros, asociados, suscriptores y similares, que sean personas naturales residentes en el país o sociedades nacionales, no constituyen renta ni ganancia ocasional; siempre y cuando tales dividendos y participaciones hubieran sido declaradas en cabeza de sociedad.

Para efectos del artículo 15 de la ley 9ª de 1.983, se de-

terminó que, en el cálculo de la renta presuntiva, no se incluirá el valor patrimonial de los aportes y acciones poseidos por los contribuyentes en sociedades Colombianas.

Con respecto a los rendimientos y gastos financieros se estableció que no constituyen renta ni ganancia ocasional la parte que corresponde al componente inflacionario de los rendimientos financieros percibidos por personas naturales y sucesiones líquidas, que provengan de:

- a. Entidades que estando sometidas a la inspección y vigilancia de la Super Intendencia Bancaria tengan por objeto propio intermediar en el mercado de recursos financieros.
- b. Títulos de deuda pública.
- c. Bonos y papeles comerciales de sociedades Anónimas cuya emisión u oferta haya sido autorizada por la comisión nacional de valores.

A partir de 1.986, no constituye renta ni ganancia ocasional el componente inflacionario de los rendimientos financieros percibidos por los contribuyentes distintos de las personas naturales, en los siguientes porcentajes:

10% para el año gravable 1.986, 20% para 1.987, 30% para 1.988, 40% para 1.989 50% para 1.990, 60% para 1.991, 70% para 1992, 80% para 1.993, 90% para 1.994 y 100% para los años 1.995 y siguientes.

Los mismos porcentajes anteriores rigen para calcular el componente inflacionario de los intereses y demás gastos y costos financieros, que no constituyen gasto ni deducción. De esta manera la reforma de 1.986 estableció que la deducción del componente inflacionario para todos los gastos por interés sería completada durante un período de diez años.

En Diciembre de 1.987, el gobierno nacional adoptó un conjunto de medidas con el propósito de estimular los inversionistas institucionales del país. Estas disposiciones están contenidas en los Decretos número 2512, 2513, 2514 y 2515 del 30 de Diciembre de 1.987, expedidos en desarrollo de las facultades extraordinarias que el congreso de Colombia, a través del artículo 90 de la ley 75 de 1.986 otorgó al presidente de la República.

Se entiende por inversionistas institucionales, todas aquellas entidades que captan masivamente y regularmente ahorro público, y que destinan dichos recursos a la realización de inversiones en el mercado financiero, en algunos casos la inversión en valores constituye la actividad principal u objeto social propio de la entidad. En otros casos esta labor de inversión viene a ser una función derivada, un instrumento previsto por el propio legislador para garantizar el cumplimiento de las obligaciones contraídas por el inversionista institucional.

En todo caso los inversionistas institucionales , están llamados a cumplir un papel esencial con un claro beneficio para el desarrollo económico por cuanto poseen la capacidad para constituirse en un elemento importante de canalización de recursos, de reordenamiento y estabilidad de mercados de capitales. De Allí que el objetivo central, perseguido a través de la expedición de estos decretos haya sido el de fortalecer, diversificar y modernizar nuestros inversionistas institucionales.

Primeramente, y de acuerdo con los decretos 1941 de 1.986 y 2514 de 1.987, a partir del día 7 de enero de 1.988 la vigilancia de los fondos mutuos de inversión, que venía siendo ejercida por la Super Intendencia Bancaria, pasó a manos de la comisión Nacional de Valores. En segundo lugar con el objeto de mantener la dinámica presentadas por ellos durante los últimos años, el decreto número 2512 de 1.987 consagró importantes beneficios tributarios para los trabajadores afiliados a los fondos mutuos de inversión. Con el decreto 2114 se incrementaron los porcentajes de inversión mínima y máxima en acciones y bonos (ordinarios y obligatoriaamente convertibles en acciones), fijando en un 10% del activo del fondo, el límite máximo a la inversión en valores emitidos por una sola sociedad.

Si bien la reforma de 1.986 introdujo un tratamiento más

lógico de los ingresos y gastos por interés, ésta no cambió el tratamiento tributario existente en Colombia para las deducciones por depreciación ( y similares), inventarios y ganancias de capital. Este ajuste a los intereses unido a la eliminación del impuesto sobre los dividendos del accionista buscaba ANTE Todo equilibrar el tratamiento de la deuda y el capital, a fin de dar marcha atrás al proceso de descapitalización que habría azotado a la economía Colombiana.

Gracias a estas medidas la política monetaria es mucho más neutral de lo que era antes de los cambios efectuados en 1,986.

Del análisis de las cifras a diciembre 31 de 1.987, presentadas a la Comisión Nacional de Valores por las sociedades inscritas en bolsa se desprende que para dichas empresas el ahorro por impuesto originado por la mencionada reducción en la tasa de tributación se situó en \$ 3.481.3 millones. Adicionalmente , se encontró que la base tributaria sobre la cual se liquida el impuesto que deben pagar las sociedades representó el 82.6% de las utilidades generadas por ellas durante 1.987, lo cual muestra claramente los efectos de la reforma de 1.986, en relación con el incremento de la participación dentro de los ingresos totales de aquellos que se definen en dichas reformas como

no constitutivos de renta gravable, tales como venta de activos revaluados, dividendos y participaciones recibidas, además de las deducciones por depreciación, descuentos tributarios y amortización por pérdida de períodos anteriores, entre otros. Igualmente en el cuadro 6-3 también se ve como en las sociedades con altos niveles de endeudamiento (sector de tpte aereo y la construcción), asociados a elevados costos financieros, la compensación tributaria por la reducción en la tasa de riibutación, tiende a ser progresivamente menos significativa frente al efecto del desmonte de la deducibilidad de los intereses, haciéndose evidente por lo tanto la necesidad de que dichas empresas se capitalizen con prontitud y reduzcan su costo de capital.

TaL COMO SE DEMostraráen el capítulo VIII a raiz de la reformade 1.986 en emercados de valores se ha experimentado un leve crecimiento que se evidencia através de la mayor variabilidad de títulos transados así como el incremento en el valor de sus transacciones y emisiones. Especialmente se ha visto la creación y transformación del tipo social de las empresas orientado hacia la constitución de sociedades anónimas.

Sin embargo tal incremento no se ha producido ni con la rapidez ni con los volúmenes que se esperaban, resultando es-

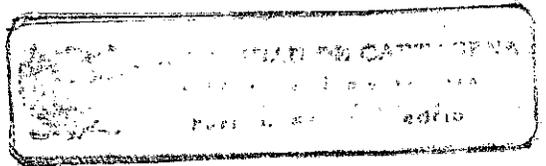
timulante pero poco significativo frente a las crecientes necesidades de recurso de capital de nuestra economía. La recuperación de las transacciones con acciones en el mercado bursátil no tiene la magnitud esperada como respuesta al desmonte de la doble tributación, y se debe mas al aumento en los precios que a un incremento significativo en el número de títulos negociados. Lo anterior se origina principalmente en la excesiva concentración de la propiedad accionaria de las empresas, que se refleja en la escasa oferta de acciones, e impide el acceso del público a las alternativas de inversión mas atractivas.

7. CONTRIBUCION DEL MERCADO PUBLICO DE VALORES A LA CAPITALIZACION DE LAS EMPRESAS COLOMBIANAS.

7.1 FUENTE DE FINANCIACION DE LAS EMPRESAS.

Este capítulo es de suma importancia para el desarrollo de este trabajo, ya que está dentro de los objetivos específicos hacer claridad sobre la capitalización empresarial, lo mismo que resaltar la importancia del mercado público de valores como alternativa viable de capitalización.

Hasta finales de los años sesenta las sociedades anónimas captaban gran parte de sus recursos directamente del ahorro transferible de la economía, a través de la emisión accionaria. Además, aunque en menos magnitud, captaban también directamente recursos por medio de la emisión de bonos privados. Pero a comienzos de la década, las sociedades anónimas empezaron a ceder el mercado de capitales a otros demandantes de recursos, acudiendo así, cada vez menos a la emisión de acciones y bonos como fuente de financiamiento a cambio del crédito de fomento y de los préstamos otorgados por el sistema financiero.



La consecuencia obvia de todo esto fué un creciente endeudamiento empresarial, el cual ocasionó en buena medida la llamada "crisis de la sociedad anónima", caracterizada entre otras cosas por una baja capitalización de las sociedades. El endeudamiento ha venido aumentando cada vez más, su importancia en cuanto a su participación en la estructura total de financiación de las sociedades anónimas es más elevada en el período 1970-1974 de 46,7% frente a un 58,6% en el período 1975-1978.\*\*

Teniendo en cuenta que el enfoque de este capítulo, es netamente estructural y crítico a la vez, es por eso que esta parte se refiere al lado estructural y a medida que se avance se harán las críticas que se puedan hacer en el período 1980-1989.

La buena marcha de una empresa requiere permanentemente de unos niveles adecuados de efectivo, cuentas por cobrar, e inventarios para su operación normal; esos volúmenes tienen un carácter permanente (no obstante las fluctuaciones temporales o estacionales que puedan existir) y por tanto requieren que dentro de las consideraciones de estructura financiera se les dé un carácter de inversiones permanen-

\*\* Fuente: Restrepo, Juan Camilo. "La economía colombiana y el desarrollo de la Sociedad Anónima en los últimos treinta años" Comisión Nacional de Valores. Boletín Mensual. Mayo de 1983. pág. 11.

tes en el negocio y que se les financie con fuentes de mediano y largo plazo; la proporción en la cual el capital de trabajo se financia con fuentes de largo plazo; depende fundamentalmente de consideraciones de riesgo y de costo.

En la década de los ochentas se puede hablar de categorías en la fuente de financiamiento empresarial. Las principales fuentes de financiamiento en Colombia se pueden clasificar en las siguientes formas :

7.1.1 Financiamiento Institucional.

Las compañías de este grupo financian actividades de consumo y capital de trabajo tanto para empresas como para personas naturales. El costo de este financiamiento es ligeramente superior al de la cartera ordinaria de los bancos comerciales, ya que la tasa de captación de las compañías de financiamiento comercial también es superior.

7.1.2. Cartera Ordinaria.

El crédito de cartera ordinaria de los bancos de (Crédito comercial) es de corto plazo: usualmente 90 días prorrogables un año, con intereses que oscilan entre el 34 y 36% por trimestre anticipado. Sin embargo, las comisiones de

tipo administrativo y las reciprocidades exigidas en términos de saldos promedio mínimos, incrementan significativamente los costos efectivos de este financiamiento.

7.1.3 Sobregiros.

Esquema usual de financiamiento a corto plazo para cubrir descubiertos que se pueden presentar en un momento determinado es costoso y no es accesible a todos los poseedores de una cuenta corriente. sino que queda a la discreción del gerente respectivo de la sucursal bancaria. La persona que haga uso de este financiamiento de corto plazo debería estar cierto acerca del costo del mismo y de su relación con las determinaciones de la superintendencia bancaria sobre interés de mora e intereses de usura.

7.1.4 Corporaciones financieras.

Las corporaciones financieras tienen un papel de banca de desarrollo y como tal deberían prestar en el mediano y largo plazo; generalmente esto no ha ocurrido y su cartera fluctúa entre 1 y 3 años, excepto la de fomento, que depende de la línea o cupo específico.

7.1.5 Crédito de fomento.

El crédito de fomento que se tramita a través de bancos y corporaciones financieras constituye el componente mayoritario de mediano y largo plazo existente en el sistema financiero colombiano. Opera a través del mecanismo de redes cuento y con cargo a los fondos financieros, administrados por el Banco de la República. Los fondos financieros existentes en el país son : Fondo Financiero Agropecuario, Fon do Fi nan ci er o I nd us t r i a l, Fondo de Inversiones Privadas, Fondo Financiero para promoción de Exportación, Fondo Financiero de Desarrollo Urbano, manejado por el Banco Central Hipotecario, Fondo de Capitalización Empresarial, fi nan cia la adquisición de acciones y bonos convertibles en acciones a tasas preferenciales que constituyen un estímu lo a la capitalización empresarial.

7.1.6 Crédito Hipotecario para la adquisición de Vivienda.

Este tipo de crédito es atendido por las corporaciones de ahorro y vivienda y por el Banco Central Hipotecario. Los préstamos se otorgan con base en el sistema de valor cons tante (UPAC), a tasas y por montos que dependen del valor de la vivienda.

7.1.7. IFI, CORPORACION FINANCIERA POPULAR, CAJA AGRARIA.

Corresponden a intermediarios financieros con objetivos

específicos, con una gran importancia dentro del sistema financiero colombiano. Esta corporación financiera cumple una actividad en el financiamiento de la pequeña y mediana industria.

7.1.8. Sociedades de Leasing.

El Leasing o ahorro financiero constituye una modalidad de financiamiento que ha adquirido gran importancia en nuestro medio en los últimos años. El Leasing permite adquirir los servicios de un activo mediante el pago de cuotas mensuales de arrendamiento en oposición a la compra del activo, ya sea con recursos propios o financiada mediante deuda.

7.1.9 Acciones y Bonos convertibles en acciones.

Deberían ser los instrumentos principales de financiamiento para nuevos proyectos de desarrollo. La configuración de una estructura sana de capital requiere un componente patrimonial importante, el financiamiento por acciones ha sido bajo, no obstante los estímulos otorgados (fondo de capitalización empresarial, eliminación de la doble tributación, reglas claras en las operaciones bursátiles y su control por parte de la comisión nacional de valores, etc.) Para comprobar lo dicho anteriormente, podemos observar

y entender el comportamiento bursátil de la década de los 80's. Año 1988-1989. Tabla 3.

7.2 EL COSTO DEL CAPITAL.

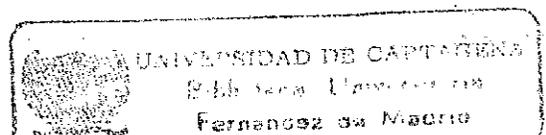
7.2.1 El costo del capital, es simplemente el costo para una entidad de obtener recursos con los cuales pueda financiar la inversión de activos. El costo de capital se asocia exclusivamente con las fuentes de financiación a largo plazo.

7.2.2 Uso del costo del capital.

El concepto del costo de capital es uno de los más confusos y difíciles de entender. La razón es porque el costo del capital tiene dos funciones que no necesariamente son compatibles, estos son :

- Se utiliza el costo de capital para medir los costos financieros de una empresa. En este sentido el uso del costo del capital no difiere de ningún otro costo que pueda tener una empresa. Así como a un gerente le interesa conocer controlar y presupuestar sus costos de producción, también le interesa hacer lo mismo para sus costos financieros.

- Como punto de referencia sobre el cual decidir que ren-



tabilidad, en inversiones potenciales, es aceptable. Bajo este criterio el costo de capital resulta ser lo que se ha llamado el "concepto clave" de finanzas ó el puente en tre tres procesos básicos de administración, estos son :  
PRODUCCION/ INVERSION/ FINANCIACION.

### 7.2.3 Maneras de calcular el costo de capital.

Los recursos de la empresa están constituidos por sus activos, que pertenecen a dos tipos de personas: Los acreedores y los dueños. Puesto que las fuentes financieras de nin guna manera son gratuitas, es necesario establecer cual es su costo real con el fin de evaluar en forma total, el cos to de los activos totales.

Cada pasivo tiene un costo particular, que es necesario calcular en forma individual. El costo del sobregiro bancario se obtiene extrayendo de la contabilidad de la emp re sa, el valor de los intereses pagados por este concepto du rante el período y relacionandolos con el valor promedio del sobregiro.

Pero veamos un ejemplo : Supongamos que la empresa tuvo a partir del 1º del mes, un sobregiro por \$50.000. El día 15 abonó \$25.000 y el día 30 abonó el saldo, de manera que el saldo bancario quedó en cero. En el extracto del mes si

guiente el banco indicará el valor cargado en cuenta corriente por concepto de los intereses. Para entender mejor, la empresa usó el sobregiro así :

1	2	3 = (1) x (2)
<u>DIA</u>	<u>VALOR</u>	<u>TOTAL</u>
0-10	0	0
10-15	50.000	250.000
15-30	25.000	<u>375.000</u>
		625.000

Saldo promedio al mes (\$20.833.33) en sobregiro.

Si tenemos en cuenta el valor de los intereses que cobró el banco, \$672,04 el sobregiro para el mes tuvo un costo de:

$$\frac{672,04}{20.833.33} = 3,22 \% \text{ mes o sea el } 38,76\% \text{ al año.}$$

Aunque al final del mes, el saldo en sobregiro fue 0, no quiere decir que no se incurrió en un costo por este concepto.

Podemos decir también que el concepto de costo de capital lo podemos clasificar de la siguiente forma: El costo de

capital vía endeudamiento y el costo de capital vía aportación. El primero, en términos teóricos, lo podemos definir como el rendimiento que los ahorradores exigen por ceder su liquidez durante un período de tiempo dado. El segundo, de manera análoga al costo de las fuentes de financiación vía endeudamiento, se puede definir como el rendimiento exigido por los accionistas sobre los recursos que ellos han invertido (cedido) en la empresa. Estos recursos son obtenidos por la compañía, a través de la emisión y colocación de acciones en los mercados de valores o alternativamente mediante la capitalización vía la retención de utilidades.

### 7.3 ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS EMPRESAS.

#### 7.3.1 DESCRIPCION GENERAL.

La estructura financiera de una empresa se define como la combinación de fuentes de financiamiento que permitan la adquisición de los activos de la empresa. La estructura de capital es un subconjunto de la estructura financiera y hace referencia a aquellos recursos de financiamiento que tienen cierta permanencia dentro de la empresa (medio y largo plazo) y que se utilizan principalmente para el financiamiento de las inversiones permanentes del negocio.

La estructura genérica del balance general muestra dos componentes estructurales básicos : el lado izquierdo del balance presenta de activos de la compañía, de alguna manera es el componente "real", tangible, de la empresa, allí están registradas todos los bienes que directamente e indirectamente son operados por la empresa para el desarrollo de su actividad empresarial, así como el capital de trabajo exigido por tal actividad; la estructura de activos muestra la forma como la empresa ha invertido sus recursos monetarios.

El lado derecho del balance se conoce la estructura financiera; de alguna manera, en él se establece la estructura y composición de las fuentes de recursos monetarios con que ha contado la empresa. El lado derecho del balance puede subdividirse en tres componentes básicos : los pasivos corrientes, los pasivos de largo plazo, y por último el patrimonio o capital contable.

En Colombia el uso de las diferentes modalidades de financiación de las empresas (crédito comercial, crédito bancario, papeles comerciales, etc.) ha estado íntimamente relacionado con tres variables fundamentales: dinámica y estructura del sector financiero y del mercado de capitales, crecimiento de la inflación y cambios en el sistema tributario

Es así como a mediados de 1983 se desequilibró la estructura financiera de las empresas colombianas a consecuencia del elevado endeudamiento y se produce un cambio en los sistemas tradicionales de financiamiento.\*

Analizando la tabla 2-2 del capítulo 2 (Estructura de las fuentes de financiación e índice de endeudamiento de las sociedades anónimas 1950-1989), deducimos que en el año de 1981, el total de préstamos es de 67.3% comparado con el año 1978, que era de 58,6%, lo que indica que hasta ese momento hubo un lento endeudamiento empresarial, ya que las cifras lo demuestran de 56,0% en 1978 a 64% en 1981.

En el año de 1982, los préstamos ascienden a 71,8% con aportes de capital de 6.8%, casi triplicando el porcentaje del año anterior que fué de solo 2,8%, mientras que el índice de endeudamiento tuvo un ligero descenso hasta 63,39% un 0,61% menos que el año 1981. Pero que hay que destacar que las utilidades retenidas para este año de 1982, tuvieron un fuerte bajón en comparación con el año inmediatamente anterior que fué de 29.9% mientras que en el año 1982 fué de 21,4%, lo que indica que existe cierto desequilibrio estructural en las empresas, en cuanto a su financia

---

\* Ver Cuad:2-2, Estructura de las fuentes de financiación e índice de endeudamiento de las sociedades Anónimas 1950-1989.

225

ción. Indudablemente, como veníamos afirmando, en la estructura financiera de las empresas a consecuencia del elevado índice de endeudamiento (63,95%) y pocas utilidades retenidas 21%. Los préstamos a corto y largo plazo tuvieron en su totalidad una baja de 3,5% con el año inmediatamente anterior.

En el año de 1.984, entre préstamos a corto y largo plazo hubo un total de 68,1%, porcentaje inferior al del año inmediatamente anterior, mientras que el índice de endeudamiento sufre un descenso y llega al 63,26% lo que indica un mayor aporte de capital como lo es del 10,7%, mientras que el año inmediatamente anterior fué de 6,8% tal aporte, pero las utilidades retenidas bajaron de 21% a 19,8% cifra significativa según el estado de las empresas.

En 1985, el total de préstamos fué de 71,4% mientras que el índice de endeudamiento tuvo un ascenso hasta 63.49%, un 0,23% más que el año inmediatamente anterior. Las utilidades retenidas bajaron a 16,2%, un 3,6% menos que el año anterior. Los aportes de capital ascendieron un 0.3% más que el año anterior. En 1986 los préstamos bajaron un 0.7% en comparación con el año anterior, el índice de endeudamiento bajó a 61,86%, igualándose las utilidades retenidas con el año anterior en 16,2%, los aportes de capital ascendieron a 13.1%, un 0.7% más que el año anterior.

Para el año 1987, tenemos que el porcentaje total de préstamos tuvo un ligero aumento, llegando a 71,2%, con un descenso en los aportes de capital en 12.7%. lo mismo en las utilidades retenidas en 16,1% de igual forma el índice de endeudamiento tuvo un descenso hasta llegar a 57%, debido a las políticas adoptadas por el gobierno en los años 1986 y 1987. Observemos un hecho importante en el año 1988 y es que el índice de endeudamiento llegó a 53,6%, un 3,4% menos que el año anterior, con un ascenso en las utilidades retenidas en 20%, caso contrario en el total de préstamos en 67,7% logicamente, con un pequeño descenso en los aportes de capital en 12,3%. Para el año 1989, no tenemos datos específicos. Pero hemos calculado un porcentaje promedio, por ellos nos limitamos solamente a decir que para este año continúa la tendencia hacia el endeudamiento.

7.3.2 Participación e importancia del mercado de valores.

Indudablemente, que el mercado público de valores participa y es parte fundamental en la estructura financiera de las empresas colombianas ya que este mercado es el eje primordial para la coherencia y solidez económica de un país.

Además, el tamaño del sistema bancario es insuficiente para atender los requerimientos de crédito de las empresas. Y logicamente el mercado público de valores tomará un auge

porque las empresas se verán obligadas a entrar en el libre juego de la oferta y la demanda y ofrecerán bonos, acciones con políticas coherentes y estables acordes con la realidad del país. Esto mejora la estructura financiera de las empresas al permitir la financiación de activos a largo plazo con fondos compatibles en su período, la emisión y publicidad de bonos favorece la imagen de la empresa en el mercado, y logicamente el mercado público de valores ofrece un reemplazo de pasivos de corto plazo por obligaciones de largo plazo.

Hasta ahora podemos decir que dicho mercado es importante y necesario para el fortalecimiento empresarial y logicamente económico.

Pero para comprobar esa importancia y participación debemos decir que en los últimos dos años de la década de años 80's los bonos han tenido un papel protagónico para el fortalecimiento y dinamismo del mercado público de valores. En la Tabla 2 \*, podemos observar el valor total de las emisiones públicas autorizadas por la comisión nacional de valores para el período 1987-1989, clasificados en acciones,,

---

\* Tabla 2 comparados por semestres. I Sem/87 ; I Sem/88 ; I Sem/89, Fuente : BIC.

Boceas (Bonos obligatoriamente convertibles en acciones) y títulos de renta fija y descuento, que incluye los bonos y papeles comerciales del sector privado y certificados del sector público.

Como se puede observar, las emisiones primarias tuvieron un crecimiento superior al 100% anual (164,3% I Sem. 87-88 y 96,1% I Sem. 88-89), lo que indica el gran dinamismo de estas emisiones como medio de financiación de las empresas. Sin embargo, es importante anotar que se presenta un cambio fundamental en cuanto a la clase de títulos autorizados, ya que las acciones y BOCEAS despues de representar un 63% del total de las emisiones en el mismo semestre, de 1987; redujeron su participación a un 28,2% en el primer semestre de 1989. Por el contrario, los títulos de renta fija y descuento pasaron de 37,1% a 71,8%, dentro de los cuales se incluyen los bonos ordinarios que alcanzan una participación del 36,8% en el primer semestre de 1989 y los bonos de garantía general que participan con el 10,9% de las emisiones. Al cierre del primer semestre de 1989 las emisiones de bonos ordinarios autorizados por la comisión nacional de valores ascendieron a \$22.950 millones, cifra muy superior a los valores alcanzados durante todo

el año de 1988 (\$5.424 M.M.) y 1987 (\$3.798 M.M.)

7.3.3 El endeudamiento externo y sus efectos.

Es muy cierto que el endeudamiento tiene frenado el desarrollo de las naciones de esta parte del Mundo (América Latina). Llega a su fin un azaroso decenio de moratorias, renegociaciones y refinanciaciones donde el único resultado a la vista es la caída en los índices de crecimiento y la agudización de la pobreza. El propio Banco Interamericano de Desarrollo (BID), califica a la década de los 80's como la "Década pérdidas". Son en síntesis, diez años de lánguido balance. El saldo de la deuda de Americalatina, se elevó en US\$243,808 millones en la década del 80, al pasar de US\$ 196.192 millones al inicio de 1980 a US\$440.000 millones en 1989. Entre 1980 y 1989, la deuda total de Colombia, es decir la pública y la privada, se triplicó, al pasar de US\$5.303 millones a US\$17.000 millones. Actualmente, US\$ 13.000 millones son adeudadas por el gobierno y US\$4.000 millones por las empresas del sector privado.

Esta composición de la deuda externa varió sustancialmente en la década del ochenta. Es así como el monto de obligaciones en cabeza del sector público pasó a representar el 65% en 1980 a un poco más del 80% en 1989.

La disminución en la participación privada obedece a que, ante la estrechez del mercado internacional de capitales, la contratación de nuevos créditos, con posterioridad al inicio de la crisis de la deuda, ha quedado limitada en su gran mayoría a los organismos del Estado. Las deudas de las personas y las compañías privadas corresponden prácticamente en su totalidad a bancos comerciales y proveedores.

Pero veamos concretamente los efectos para las empresas colombianas que les causa el endeudamiento externo, desaprovechando a veces al mercado de valores.

- Las empresas se ven obligadas a incrementar los precios de sus productos por la falta de recursos en el mercado del dinero para poder hacer efectivo el pago de sus obligaciones ;

- Debilitan el mercado publico en valores porque, se aíslan de éste mostrándose estático muchas veces y hasta incoherente;

- Se llega a una tasa inflacionaria por el desequilibrio entre la masa monetaria y la producción real del país;

- Un alto porcentaje del dinero se emplea en proyectos de poca generación de fondos debilitando la estructura finan

ciera de la empresa;

- El endeudamiento como fuente de financiación se ve favorecido principalmente por la inflación. Es así como el costo real del dinero puede ser negativo, no obstante no es válido afirmar que se debe utilizar dicha fuente siempre que sea posible. Esto, porque los prestamistas facilitan fondos si existe un capital de riesgo adecuado (Patrimonio) y una vez que se superen ciertos niveles de endeudamiento cobrarán una tasa superior para protegerse contra un mayor riesgo. \*

Los aspectos que favorecen el endeudamiento por encima de otras formas de financiación son :

- Los límites máximos de tasas de interés, eventualmente impuestos por el Estado;

Las tasas subsidiadas de interés para actividades específicas;

- La existencia de un proceso inflacionario, ya que el incremento de los intereses nominales puede rezagarse al aumento de los precios.

---

\* Restrepo, Serna y Rosas. Inflación, Financiamiento y Capitalización Empresarial, tomado de ensayos sobre política económica. pág. 156. Edición del Banco de la República, Bogotá, 1983.

7.4 EL MERCADO PUBLICO DE VALORES, UNA OPCION FRENTE AL EN DEUDAMIENTO.

7.4.1 VENTAJAS QUE OFRECE.

Logicamente que el endeudamiento es el grado de utilización de recursos de terceros para financiar una o varias actividades y así poder aumentar la capacidad productiva de determinada sociedad.

El Mercado Público de Valores, ofrece ventajas, pero hay que entender también que en ciertos casos pueden presentarse desventajas. En cuanto al endeudamiento en el mercado bursátil, la forma utilizada es la emisión de bonos. Esta es una forma de endeudamiento a largo plazo, que ofrece ventajas para la empresa, pero es afectada por la inflación debido a que los bonos proporcionan un rendimiento fijo, Además, con las fuertes fluctuaciones, no es atractivo ni para empresarios, ni para nuevos inversionistas, debido al riesgo que puedan tener con la tasa de interés durante el proceso inflacionario.

Otra ventaja que ofrece el mercado Público de Valores, es en cuanto a la supresión de la doble tributación y la rebaja de la tarifa impositiva aplicable a las sociedades anónimas, que harán más atractiva las inversiones en acciones

lo mismo que la recuperación de la rentabilidad. Con esto se ha logrado crear un nuevo marco tributario mucho mas neutral frente a las distintas alternativas de financiamiento de las sociedades anónimas y así evitar la peligrosa tendencia al endeudamiento que por largo rato ha prevalecido.

Otra ventaja que ofrece el mercado público de valores, es el mejoramiento de la estructura financiera de la empresa al permitir la financiación de activos a largo plazo, con fondos compatibles en su período ( a través de bonos); mayor posicionamiento en el mercado de capitales; mayor publicidad para la empresa en el mercado del dinero; reemplazo de pasivos de corto plazo por obligaciones de largo plazo; divulgación de la empresa en el mercado secundario.\*

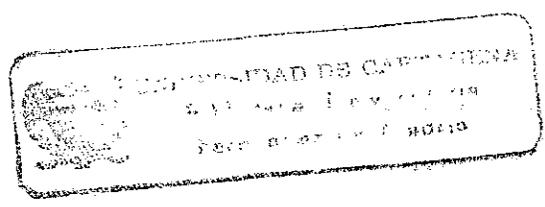
7.4.2 Repercusiones sobre las tendencias del endeudamiento externo.

Logicamente que toda empresa que esté "tentada" hacia el endeudamiento, siempre estará pensando en ello.

Las empresas en esta situación se ven abocadas a caer en el llamado "círculo vicioso de mayor endeudamiento", ya

---

\* Boletín Económico BIC. Número 183, Año 1990, pág. 9 (Bonos ordinarios y el sistema bancario).



que al haber aumentado inicial del endeudamiento, habrá un aumento en las tasas de interés, lo que ocasionará un aumento en las necesidades de recursos para amortizar y por consiguiente, un mayor endeudamiento.

El mercado accionario parece estar llamado al desequilibrio. La marcada dependencia por el crédito no le permiten a la sociedad anónima recuperarse y conseguir de un todo, composiciones de fuentes de financiamiento capaz de retornar a bases sólidas con la generación de utilidades, aunque en la Tabla 1, en el año 1988, el porcentaje de utilidades retenidas es mayor del año inmediatamente anterior, que pasa de 16,1% a 20%, y nos indica además un descenso en el índice de endeudamiento de 3,4% porcentaje relativamente aceptable, aunque para el año 1989, los porcentajes de endeudamiento tienen una tendencia al endeudamiento. Todo esto repercute en el círculo vicioso de baja demanda y oferta de acciones por su reducida rentabilidad.

## 8. CONCENTRACION ACCIONARIA.

### 8.1 ASPECTOS GENERALES Y ANTECEDENTES DE LA PROPIEDAD ACCIONARIA EN COLOMBIA.

La sociedad anónima es considerada como el ente jurídico más adecuada para canalizar sustanciales recursos hacia actividades productiva. No obstante durante los últimos años, este tipo asociativo ha sufrido un proceso de decaimiento.

En la base de este deterioro está el paulatino decrecimiento de su rentabilidad, tal como lo señalan los indicadores (ver cuadro 8-1); tomando como base los resultados de un estudio realizado por la Comisión Nacional de Valores en 1.988 sobre la evolución de la sociedad anónima\*, vemos como las utilidades netas para el conjunto de las sociedades también ha disminuido (Ver cuadro 8-2) dando paso a otras opciones de inversión particularmente financieras (ver cuadro 2-3 Capítulo 2).

---

\* "Evolución de las Sociedades Anónimas, 1970-1987". Trabajo elaborado por la División Técnica de la Comisión Nacional de Valores sobre una muestra de cincuenta sociedades.

En el cuadro 8-1 se puede observar el margen de utilidad que muestra la ganancia que sobre sus ventas le queda a una empresa después de deducir todos sus costos y gastos, incluyendo impuestos; muestras diversas tendencias así :

Entre 1970 y 1976, mostró un continuo descenso, pasando de un 16.5% a un 8.6% A partir de 1977 y hasta 1980 se presentó un acentuado repunte llegando a un máximo de 13.8%.

Entre 1981 y 1983 la utilidad de las empresas de la muestra cayó nuevamente, llegando a un mínimo de 3.5%, el nivel más bajo para los 17 ilustrados, debido a que como se observa en el cuadro 8-2 las empresas no pertenecientes al sector manufacturero presentaron pérdidas.

A partir de 1984 parece haberse iniciado una nueva etapa de recuperación, alcanzando el margen de utilidad en 1987 a un nivel de 9.8%; si observamos el cuadro 8-2 veremos que tal hecho se explica por el incremento positivos en términos reales que arrojaron las utilidades netas a partir de 1984, cuando tuvieron un crecimiento real de 701.97% con respecto al año anterior debido principalmente al incremento real de las utilidades netas de los sectores manufactureros, (153,79%) y el sector comercio (111.82%) en ese año. Esta tendencia se mantuvo, aunque en menor proporción hasta el año 1987.

La baja rentabilidad del capital de riesgo necesariamente ha reflejado en la rentabilidad de las acciones.

Tal como ya se ha explicado durante la mayor parte de la década la rentabilidad media de las acciones fue bastante inferior a la registrada en los activos financieros (Ver cuadro 2-2).

En el cuadro 8-3 se observa como hasta 1983 cerca de un 80% de las acciones reconocían una rentabilidad en efectivo anual, inferior al 30%; en 1987 debido a los incentivos previstos en la ley 75 de 1986 que estimularon el reparto de dividendos, y a la incipiente recuperación económica de las empresas, el 63% de las empresas reconocieron una rentabilidad por encima del 30%. Esto contrasta con el comportamiento de los papeles de renta fija, el cual se ilustra en el cuadro 8-4, donde claramente se nota latencia casi absoluta de estos papeles a ofrecer rentabilidades altas, casi siempre entre el 30% y el 40% y algunas veces superior, como es el caso de algunos valores oficiales (por ejemplo : bonos IFI, Certificados Electricos). No es de extrañar entonces que el mercado de acciones en Colombia atraviese por un períodos de crisis. Esta crisis no es nueva, puede decirse que ella se remonta a los años setenta cuando la sociedad anónima comenzó a perder el empuje que tuvo durante los años 40 y 50.

En los cuadros 8-5A y 8-6 puede observarse el índice de crecimiento de las transacciones de acciones durante la última década. Al comenzar la década de 1.980, dentro del total de operaciones realizadas, 8,845 millones corresponden a transacciones realizadas en acciones; para 1.981 el movimiento de acciones registró un notable incremento de 104.2% respecto al volumen negociado del año anterior, debido principalmente a movimiento especulativos de algunas acciones del sector financiero, ocurridos en el último trimestre de ese año.

En el año 1.982 la difícil situación de nuestra economía y en particular la disminución de ganancias de empresas anónimas ocasionaron una reversión sobre la negociación de acciones que la mantuvo estancada hasta 1,984.

En 1.985 se acentúa el deterioro, al presentarse un descenso de 561 millones en la negociación de acciones, frente al notable incremento de la transacción en papeles de renta fija, certificados de cambio y títulos canjeables.

A partir de 1.986 se nota en el mercado una lenta recuperación en la transacción con acciones como consecuencias del desmonte de la doble tributación y unificación de las tarifas tributarias para todos los tipos de sociedades contempladas en las reformas de 1.986.

A septiembre de 1.989 el total de operaciones del mercado accionario ascendía a 21.640.8 millones, cifra esta superior en un 38.66% al valor registrado en el año anterior para este mismo lapso. Sin embargo este crecimiento no se ha producido en la proporción que era de esperarse en consideración a los estímulos tributarios consagrados en la ley 75 de 1.986.

En el cuadro 8-5B se puede constatar lo descrito anteriormente. En él observamos como la participación de las acciones en el total bursátil bajó de 21.8% en 1.979 a 4.01% en 1.988. Volviendo a los cuadros 8-5A y 8-6 las negociaciones con acciones pasaron de \$ 7.932 Millones en 1,979 a \$ 21.105 millones en 1.988 lo que representa un incremento promedio anual en términos nominales del 24% y una disminución en términos reales del 15%. La pobreza de estos porcentajes se percibe al confrontarlos con la participación de otros títulos que compiten en el mercado (Ver cuadro 8-5B); Los CDT representaban en 1.979 una participación de 2.44% y al final de 1.988 el 32.71% del total de negociaciones bursátiles; los títulos de participación representaban el 10.38% de las transacciones bursátiles en 1.979 y para para 1.988 totalizaban en 17.8% de las mismas. A septiembre de 1.989 las negociaciones en acciones representaban el 4.66% del total trazado, mientras que los CDT

y las aceptaciones bancarias participaban con el 36.5% y el 11.85 respectivamente.

La situación del mercado accionaria se ha visto gravada por la evolución en el volumen de las emisiones que han salido al mercado primario durante los primeros años, tal como puede verse en los Cuadros 8-7A y 8-8.

Dentro del total que señala que las ofertas de acciones pasaron de 1964 millones en 1980 a \$24.295 millones en 1988, con un crecimiento promedio anual del 37% en términos nominales y del 11% en términos reales.

Sin embargo estos datos dejan de ser tan halagadores si vemos el cuadro 8-8, donde se observa que en 1988 el valor a precios constantes de las nuevas emisiones era el mismo que se registraron para 1982.

Analizando el cuadro 8-7B, vemos como a partir de 1982 los sectores financieros y comercial inician un ascenso en su participación del total de acciones emitidas para cada año. En 1982 estos sectores emitían el 20.03% y el 2.32% del total de emisión accionaria respectivamente hasta alcanzar el 44.27% y el 10.26% respectivamente en 1987. Paralelamente durante estos años se presentó una disminución del volumen de emisiones de los sectores productivos.

Tomando como referencia los sectores agrícolas y manufacturero se ve como, mientras en 1982 participaban con el 5.37% y 39.04% respectivamente, en 1987 su participación en el volumen total de emisiones accionarias se había reducido al punto 0.95% y el 36.11% respectivamente.

Durante 1988 las emisión de acciones presenta una disminución del 5.81% , originado principalmente un decrecimiento del 73.4% en las ofertas publicas realizadas por las instituciones financieras las cuales pasaron de \$11359,7 millones en 1987 a \$3026.2 millones en 1988. Lo anterior, explica que durante este año haya aumentado la participacion del sector manufacturero en la emisión de acciones de un 36,11% en 1987 a un 39,5% en 1988, sin que ello tuviere origen en un incremento de su volumen de su emisión.

Teniendo en cuenta los anteriores hechos, las emisiones de acciones que se han traducido en fortalecimiento patrimonial del sector productivo son aun mas reducidas que las que señalan el crecimiento del valor total de las emisiones por conceptode acciones, durante la última década.

A 30 de septiembre de 1989, el monto de las ofertas públicas autorizadas por la Comisión Nacional de Valores para este año ascendian a 87.883.8 millones.

Este comportamiento obedece principalmente a incrementos por 4.344,8 millones en las emisiones de papeles de renta fija. Se destaca el crecimiento de los bonos ordinarios en 25.951 millones, el cual se ha interpretado como un llamado de atención de la empresa privada hacia el sector financiero, ante los altos costos del dinero: El sector bancario presta al 36% mientras que los bonos se colocaron entre el 30% y el 32%.

Paralelamente al decaimiento accionario, el país ha venido registrando un proceso creciente de concentración económica originado unas veces en decisiones de círculos excluyentes y dominantes, y otras en resultados naturales del mercado.

Para ilustrar este proceso concentrador, nos trasladamos al cuadro 8-9. En este cuadro se definen bajo el título de terceros los nuevos inversionistas que ingresan al mercado accionario y como accionistas los inversionistas que participan en tal mercado desde tiempo atrás y ya poseen acciones. En el se ve claramente como entre 1.987 y 1.989 se ha reducido el ingreso de nuevos accionistas al mercado accionario, al disminuir su participación en la colocación de las nuevas emisiones, de un 14.92% a un 12.58% durante este lapso.

Esta situación se hace extensiva a todos los sectores económicos con excepción del sector agrícola y financiero debido a las crecientes necesidades de capitalización de las empresas y a lo dispuesto en el decreto número 365 de 1.987 según el cual las instituciones financieras deben adelantar un proceso de democratización gradual de tal forma que a partir de 1.992, ninguna persona podrá ser propietaria directa valiendose de otra, de más del 20% de las acciones en circulación de una institución financiera.

La gravedad de estas tendencias toma forma cuando analizamos que nos estamos refiriendo a empresas inscritas en las bolsas de valores y que por lo tanto deberían ofrecer al público en general posibilidad de participar en la propiedad accionaria.

Los anteriores son algunos de los aspectos de la crisis por la que atraviesa el mercado bursátil Colombiano y que que se traduce en el creciente distanciamiento que ha venido teniendo el pequeño y mediano ahorrador del mercado de acciones.

Prueba de estos son los datos que muestra el cuadro 8-10 en él se observa como en 1.985 y 1.986 la participación de los accionistas minoritarios (accionistas que indi-

vidualmente considerados no poseen más del 3% de las acciones en circulación) en el total de acciones del mercado creció al pasar de 33,45% a 42,94%. Igual tendencia se presentó en el mismo período, en casi todos los sectores donde se ubican las empresas que participan en el mercado bursátil. Es de anotar la disminución de la participación minoritaria en el sector manufacturero que decreció en un 11,33% al pasar de 44.33% a 33.10% y la ligera dispersión de la propiedad accionaria en el sector agrícola, un avance importante si se toma en cuenta que este sector siempre se ha caracterizado por sus altos niveles de concentración y su bajo número de accionistas.

A nivel general, esta evolución favorable de los niveles de concentración entre 1.985 y 1.986, obedece en parte, a las medidas referentes a los requisitos mínimos para la inscripción de acciones en bolsa de valores. De acuerdo con la resolución 004 de 1.985, las sociedades que deseen adquirir o mantener la inscripción de sus acciones en bolsa, deberán, además de poseer un patrimonio igual o superior a la suma de setenta millones de pesos, cumplir al menos, con una de éstas características:

Tener 100 o más accionistas o que por lo menos el 50% de sus acciones en circulación, pertenezcan a accionistas que individualmente considerados no posean más del 3% de sus capitales accionarios.

Lo transitorio de esta tendencia se hace evidente en 1.977 cuando la participación de los accionistas minoritarios se reduce al 31 .07%. Las anteriores cifras nos indican que durante los últimos años se ha acentuado el proceso de concentración accionaria en Colombia.

La altísima concentración accionaria no es un mal de hoy. En la década de los treinta, fueron los pequeños y medianos accionistas quienes, gracias a la compra de acciones lograron capitalizar las sociedades anónimas del país; un gran número de sociedades tenían una estructura abierta, es decir su capital estaba en poder de un gran número de accionistas. Sin embargo la situación cambió con motivo de la doble tributación, ya que estas empezaron a perder la liquidez que anteriormente las había caracterizado, por lo que en los años sesenta se acudió al crédito de fomento y en los años setenta, debido al auge del mercado financiero, al crédito privado, especialmente de corto plazo.

El fomento de la concentración surge inicialmente como resultado de la separación entre accionistas minoritarios y mayoritarios. Al dejar de ser las acciones una fuente importante de recursos, estas pasaron a ser un mecanismo de control y poder empresarial. A finales de los años setenta cuando las sociedades anónimas dejaron de utilizar la emi

sión de acciones en la proporción en que lo habían hecho anteriormente, los grupos de accionistas que controlaban las empresas, con tan solo un 10% o 15% del total emitido, empezaron a distribuir dividendos en una menor magnitud, ya que fiscalmente era más favorable para las sociedades.

El resultado fue que el mercado de acciones se deprimió bastante y las acciones tenían importancia tan solo para aquellos accionistas interesados en el control. Fue así como los accionistas que a comienzos de los setenta controlaban las sociedades con tan solo un 10% o 15% del total de acciones, posteriormente se vieron obligados a aumentar su participación a fin de no ver diluido su control. De esta manera la propiedad accionaria, cada vez más se fue concentrando en un reducido numero de personas. A finales de la década del setenta, debido a que los precios de las acciones no representaban el valor de los activos de las compañías se empezaron a conformar los diferentes grupos económicos, ya que resultaban mucho más barato comprar las acciones de una compañía y ejercer el control sobre ella, que fundar una nueva sociedad. La formación de los grupos económicos acrecentó aún más la concentración accionaria también por el peligro de la pérdida de control empresarial, o la participación de otro grupo en la toma de decisiones.

En 1.983, en relación con las empresas inscritas en la bolsa de BOgotá, el 88% de sus accionistas apenas poseían el 2.3% de las acciones, mientras que el 2.79% de los accionistas eran propietarios del 90.9% de las acciones. Este fenómeno ha estado vinculado al retiro gradual de los accionistas personas naturales, quienes han ido cediendo sus lugares a las personas jurídicas, desmotivados como factores como la doble tributación que rigió por muchos años, la aparición de otros activos financieros con una alta rentabilidad a partir de la década del setenta; la desconfianza generada por los malos manejos que se dieron en algunas sociedades anónimas etc. Para 1.983, por ejemplo, las personas naturales conformaban el 35% de los accionistas de las sociedades inscritas en la bolsa de BOgotá, al paso que el 65% de los accionistas eran jurídicas.

Para 1.988 las personas jurídicas ya eran propietarias del 68.92% del patrimonio accionario (según datos de la bolsa de BOgotá).

Es así como en medio de los logros y reveses del mercado de valores subsisten graves problemas como la concentración en la propiedad accionaria de las empresas, cuya subsistencia anula cualquier posibilidad de desarrollo equilibrado de nuestro mercado de capitales.

## 8.2 MARCO INSTITUCIONAL DE LA PROPIEDAD ACCIONARIA.

Ante el panorama que hemos presentado de la sociedad anónima y el mercado accionario, el legislador ha intervenido en el mercado de valores con una diversidad de medidas que han incidido, directamente o indirectamente, en el proceso de democratización accionaria.

### 8.2.1 Aspectos que favorecen la democratización accionaria.

Los instrumentos utilizados en Colombia para promover el mercado de valores han sido de carácter tributario y crediticio principalmente, dirigidos a estimular tanto la demanda como la oferta por acciones.

#### 8.2.1.1 Incentivos a la demanda.

##### 8.2.1.1.1 Incentivos de carácter tributario.

Entre las medidas de carácter tributario que más han incidido en el proceso de democratización de la propiedad accionaria, se encuentran :

###### 8.2.1.1.1.1. Eliminación de la doble tributación sociedad-accionista persona natural.

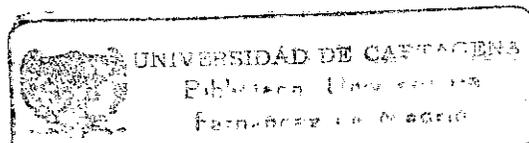
La doble tributación entendida como el regimen de acuerdo con el cual la renta obtenida a través de sociedades se encontraba gravada tanto en cabeza de estos como en la de los socios y accionistas, fué eliminada a través de la ley 75 de 1986 que declaró totalmente excentos de impuestos a la renta y ganancia ocasional de los dividendos y participaciones recibidos por socios y accionistas. El antecedente mas cercano de esta medida lo constituye la ley 9ª de 1983, que reconocía un descuento tributario del 20% sobre los primeros \$200.000 más el 10% del exceso sobre dicho valor (ya fué descrito en el capítulo VI) que les fueran pagados o abonados en cuenta por concepto de dividendos a los accionistas de sociedades anónimas abiertas. Como se puede ver en este primer intento por desmontar la doble tributación el estímulo no fué igual para todas las sociedades anónimas pues se hizo distinción entre abiertas y no abiertas, siendo éste mayor cuando se trataba de una sociedad anónima abierta.

Entre 1983 y 1986, mientras estuvo vigente la ley 9ª de 1983, 87 sociedades recibieron la calificación de anónimas abiertas para efecto tributario. En el cuadro 8-11 haciendo la discriminación por años, se tienen que en 1983 calificaron 58, cinco en 1984, 19 en 1985 y cinco en 1986. Sin embargo, tal como se observa en el Cuadro 8-12, el promedio de accionistas por sociedad es muy bajo, ya que

el 41.10% de las sociedades, tan solo tiene entre 100 y 200 accionistas, seguidas del 26.03% de ellas que presenta un promedio entre 1001 y 5000 accionistas, pero solo el 17.8% de las sociedades anónimas abiertas tenían más de 5000 accionistas.

En relación con los accionistas minoritarios, es decir que aquellos que individualmente poseen el 3% o menos de las secciones, el cuadro 8-13, nos señala que tal participación ha fluctuado alrededor del 70% en todos los años estudiados, siendo mayor en las sociedades de economía mixta que en las empresas privadas, sin mostrar mayores incrementos a través de los años. En cuanto a la liquidez bursátil y número de transacciones en el año, tal como lo demuestra el cuadro 8-14, ambos presentaron una tendencia descendente al bajar de un 8,5% en 1983 a un 5.3% en 1986, y de 251 veces en 1983 a 142 veces en 1986, respectivamente. Esto indica la inclinación de estas sociedades a ajustar sus indicadores escasamente al mínimo exigido por la ley.

Dado que el establecimiento de incentivos a la democratización accionaria, mediante el tratamiento tributario preferencial de los accionistas de la sociedad anónima abierta no arrojó los resultados esperados en la apertura de las sociedades, la ley 75 de 1986, estableció la eliminación de la doble tributación declarando excentos de grava



men de las rentas y ganancia ocasional los dividendos de accionistas o socios de sociedades anónimas fueran ellas abiertas o no. (Ver capítulo VI). De esta forma se buscaba aumentar la rentabilidad de las acciones en el mercado y hacer mas atractiva su adquisición para los pequeños y medianos accionistas. Sin embargo, tal como ya se ha señalado esta medida tampoco ha respondido a las expectativas que generó su creación. La reforma tributaria de 1986 modificó sustancialmente el esquema de la ley 9ª de 1983, dado que en la practica eliminó el concepto de sociedad anónima abierta para efectos fiscales, salvo en el caso de los fondos ganaderos al continuar vigente el art. 33 de la ley 9ª de 1983.

#### 8.2.1.1.1.2 Desmonte de la cascada presuntiva sociedad-Accionista-Socio.

La legislación colombiana incorporó desde 1973 el sistema de impuesto mínimo de renta, hoy en día cubriendo a todos los contribuyentes. Las bases de presunción son el patrimonio (el 8% del patrimonio líquido es la renta líquida presunta) y los ingresos netos (el 2% del ingreso neto es la renta líquida presunta); el contribuyente deberá determinar su renta fiscal sobre el valor mas alto de las dos bases anteriores si la renta real es inferior a la determinada presuntivamente. Naturalmente al cubrir el sistema de pre



nales gozaron de un régimen privilegiado en materia tributaria. Como personas jurídicas estos no estaban sujetos al impuesto de renta y complementarios. Los trabajadores y personas vinculadas a ellos, tampoco estaban sujetos al impuesto de renta sobre las utilidades percibidas a través de los fondos de inversión, ni al impuesto de patrimonio sobre su participación en el mismo.

A partir de la ley 75 los inversionistas institucionales pasaron a ser, al menos teóricamente, contribuyentes en la medida en que desarrollen actividades industriales o de mercadeo. Para tal efecto el art. 3º del Decreto 1168 de 1987 definió como actividad industrial "la de extracción, transformación o producción de bienes corporales, muebles con destino a enajenarlos a título oneroso y la enajenación habitual de los mismos". Como este género de actividades no se encuentra previsto o permitido en el objeto social de los inversionistas institucionales, estos de hecho no son contribuyentes. El decreto 2512 de 1987 amplió los rendimientos exentos que pueden distribuir estos fondos, al establecer que no constituyen renta ni ganancia ocasional, las sumas que abonen a sus miembros por razón de dividendo, valorización de acciones y bonos convertibles en acciones y utilidades recibidas de la enajenación de acciones y bonos convertibles en acciones.

El tratamiento señalado es acorde y congruente con el propósito de democratizar la sociedad anónima, pues a estos fondos se les permite invertir hasta el 80% de sus captaciones en acciones.

8.2.1.1.2 Incentivos de caracter crediticio.

En atención a las implicaciones del proceso de concentración en la propiedad accionaria, unicamente no se dispuso de instrumentos tributarios para auspiciar la apertura de las sociedades, sino que también se introdujo es esquema del crédito de fomento.

8.2.1.1.2.1 Línea de crédito del fondo de capitalización empresarial.

El fondo de capitalización empresarial fue creado por la Junta Monetaria por medio de la resolución numero 16 de febrero de 1983 en cumplimiento a los incentivos de caracter tributario establecidos por el gobierno nacional en la Ley 9ª del mismo año y recientemente a través de la Ley 75 de 1986.

La resolución 16 de 1983 define la creación del fondo de capitalización empresarial como un instrumento para financiar a los inversionistas nacionales, la adquisición de acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones

emitidos por las sociedades anónimas abiertas o cerradas pertenecientes al sector manufacturero, agroindustrial, de la construcción y el comercio interno.

Con el mecanismo de asignación de recursos adoptados, se buscó desde un comienzo favorecer la democratización de la propiedad accionaria, por medio de un tratamiento preferencial para las sociedades anónimas abiertas y del establecimientos de límites máximos a la participación de los nuevos accionistas en el total del capital accionario, asegurandose que no se incrementarían la concentración.

Inicialmente se estableció un cupo de redescuento en el banco de la República por \$ 10.000 millones para financiar el fondo de capitalización empresarial, financiado con recursos provenientes de la captación de títulos nominativos de creditos sustitutivos de encaje (título resolución 39 de 1.978) y de papeles de libre suscripción (títulos resolución 12 de 1.979).

El cupo total se discriminó en \$ 7.000 millones para las abiertas y \$ 3.000 millones para las cerradas, a tasas de intereses subsidiadas, 18% para accionistas de sociedades abiertas y el 26% para accionistas de sociedades cerradas.

Vemos en el cuadro 8-15 que 184 sociedades tuvieron acceso al fondo desde su creación hasta diciembre de 1.986 y de 24.261.1 millones se han dirigido a inversionistas, para facilitar la capitalización a través de la adquisición de la emisión de acciones ( 50,96%) y de sus emisiones de bonos obligatoriamente convertibles en acciones con un total de créditos aprobados en 11.897.2 millones. el total de las aprobaciones de este lapso se distribuyó en 47.58% para sociedades anónimas abiertas, el 44.1% para sociedades anónimas cerradas y el 7.77% restante se autorizó a sociedades con convenios de apertura ( ver cuadro 8-16).

En relación con la distribución sectorial que aparece en el cuadro 8-15, la industria manufacturera recibió cerca del 72% del valor total de las aprobaciones, seguido en importancia por los sectores de comercio y construcción con el 12.55% y el 6.8% respectivamente.

En el año de 1987, el fondo fue reformado a fin de ampliar su labor de financiamiento de la capitalización a todas las sociedades de capital privado con tratamiento preferencial para las sociedades anónimas y dentro de esta la sociedad anónima abierta. Al respecto es conveniente resaltar que la resolución 24 de 1.987, por la cual se reestructura el fondo de capitalización empresarial, estableció una nueva definición de sociedad anónima abierta

257

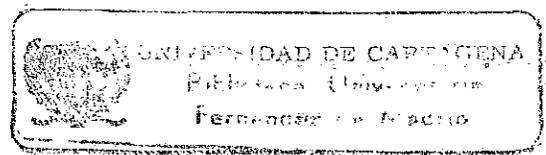
a fin de hacerla más amplia y accequible. Según ella se considera sociedad anónima abierta aquella que cumpla con los siguientes requisitos:

- a. Tener un número de accionistas no inferior a cincuenta
- b. Que por lomenos el cincuenta por ciento de las acciones suscritas de la sociedad pertenezcan a accionistas que individualmente no posean más del tres por ciento del total.

El cumplimiento de estas condiciones deberá ser certificado por la Comisión Nacional de Valores.

Según las nuevas disposiciones, cuando se trate de nuevas emisiones de acciones de sociedades anónimas se financiará su colocación hasta por un 80% del valor de la acción si se trata de una sociedad anónima abierta y hasta por un 60% del valor de la acción en caso de soc. anónimas cerradas. Cuando se trate de financiar las suscripciones de acciones en la creación de nuevas sociedades anónimas abiertas, se financiará hasta el 60% del valor de la acción. El cuadro 3-6 del capítulo tercero se observa que 284 sociedades han tenido acceso al fondo de capitalización empresarial desde su creación hasta mediados de 1.989 recibiendo recursos por \$ 36.984 millones.

En el cuadro 8-17 se observa que el 42.70% de este mon-



to ha sido destinado a sociedades anónimas abiertas, el 51.08% a sociedades anónimas cerradas, al 5.10% a sociedades anónimas en proceso de apertura, el 1.12% restante a sociedades limitadas.

#### 8.2.1.1.2.2. Línea de crédito del Instituto de Fomento Industrial (IFI).

Con el fin de democratizar la participación accionaria en empresas Colombianas y promover la creación de nuevas industrias, la junta directiva del IFI aprobó en 1.989 la creación de una nueva línea de crédito para la capitalización de nuevos proyectos y/o empresas existentes.

El IFI otorgará créditos a personas naturales y excepcionalmente a personas jurídicas para la compra de acciones y aportes en sociedades. Cuando la inversión sea menor o igual a 50 millones, tales acciones serán garantías del crédito otorgado. Cuando se supere este monto el IFI exigirá una garantía real. En cualquiera de las dos modalidades, el cupo máximo de la nueva línea es de doscientos millones por accionistas o aportantes. Por otra parte la tasa de interés para los créditos otorga dos por esta línea variará de acuerdo con el volumen de acciones que se adquieran. A las personas naturales o jurídicas que se le apruebe un crédito de esta naturaleza y compre

el 3% o menos del total de la emisión, el IFI le cobrará un interés igual a la tasa TCC trimestre anticipado.

Cuando la compra alcance del 3 al 10 % del total emitido la tasa será del TCC más un punto trimestre anticipado.

En los casos en que el beneficiario del crédito negocie más del 10% de los títulos valores emitidos, el empréstito tendrá una tasa de interés del TCC más dos puntos ,trimes<sub>tre</sub> anticipado. Esto a fin de favorecer a los inversio-  
nistas minoritarios.

El plazo para pagar los créditos será de cinco años más uno de gracia. Como requisitos para estudiar las solicitudes de esta clase de créditos se exige que el solicitante sea Colombiano y aspire a negociar un paquete moderado de acciones con el objeto de estimular la desconcentración.

#### 8.2.1.2. Incentivos a la Oferta.

##### 8.2.1.2.1. Crédito tributario a la emisión de acciones.

El poco interés mostrado por las sociedades anónimas por emitir acciones durante los últimos años, obedece además de la acentuación del proceso de concentración de la propiedad de las acciones que inhibe la masificación accio-  
naria, a la notable disparidad de los costos relativos de financiarse con acciones y endeudamiento. Para atenuar

la superioridad del costo de financiarse por emisión frente a la opción de endeudamiento, situación que era más crítica con anterioridad a la REforma de 1986, la ley 9ª de 1983 creó un descuento o crédito tribuario para los años de 1983 y siguientes, concedido por nuevas emisiones de acciones. Así para las sociedades nacionales abiertas tal descuento equivale al 15% del valor de las nuevas emisiones. Para las sociedades nacionales no abiertas, el referido descuento es equivalente al 8% de las nuevas emisiones sin que exceda el 8% del impuesto de renta. Para efectos de este descuentos, la ley 75 de 1986 hizo mas restrictivo el concepto que existía sobre sociedad anónima abierta en la ley 9ª de 1983. (que ya fué descrita en el capítulo VI).

La ley 75 de 1986 determina que una sociedad anónima para ser calificada por la Comisión Nacional de Valores, como una sociedad anónima abierta debe cumplir con los siguientes requisitos :

- a) tener más de 300 accionistas
- b) que por lo menos el 60% de las acciones en circulación de la sociedad pertenezcan a accionistas que individualmente considerados no posean mas del 3% de dicho total.
- c) Que las acciones de la sociedad se encuentren inscritas en el registro Nacional de Valores.

#### 8.2.1.2.2 Naturaleza de la prima de colocación de acciones.

Se entiende por prima de colocación de acciones el mayor valor recaudado por una sociedad al colocar sus acciones a un precio superior al valor nominal de las misma, no es mas que la contraprestación que debe sufragar los nuevos accionistas por los distintos aprovechamientos económicos acumulados por la sociedad, tales como reserva y demás utilidades dejadas de percibir en el curso de la vida social. El artículo 13 de la ley 9ª de 1983 considerando por lo anterior, que la prima de colocación obtenida por una sociedad no puede ser objeto de gravamen, pues ni se origina en la explotación del objeto social ni conlleva a un enriquecimiento para la sociedad; estableció que esta no constituye renta ni ganancia ocasional.

#### 8.2.1.2.3 Promoción de las inversionistas institucionales.

En la situación actual, la excesiva concentración accionaria se ha convertido en el peor enemigo de la política de promoción de los inversionistas institucionales, quienes tienen que enfrentarse con muchas dificultades en su cometido legal de invertir en acciones una parte de los recursos que manejan.

Para tratar de mejorar en parte esta notoria insuficiencia de la oferta de acciones, el decreto numero 2512 de 1987 en su articulo primero, consagra un descuento tributario en favor de aquellas sociedades que voluntariamente decidan colocar parte de una nueva emision de acciones o de bonos convertibles en acciones entre fondos de pensiones, fondos mutos de inversion y fondos de empleados.

Este crédito tributario que se extenderá hasta el año gravable de 1995 inclusive, oscilará entre un 10% y un 5% del monto suscrito por los inversionistas mencionados, sin poder exceder del 20% del valor del impuesto a cargo de la sociedad emisora. Sin embargo, a finales de 1987 la Comisión nacional de Valores no tenía noticias oficial de ninguna sociedad que hubiera resuelto hacer uso de este incentivo fiscal.

#### 8.2.2. Aspectos que favorecen la concentración accionaria.

En la medida en que la legislación vigente para el mercado accionario corrientemente recoge propositos e intereses disimiles cuyo origen radica unas veces en requerimiento de determinadas políticas de gobierno, otras en condiciones tecnicas y las mas en conveniencias de grupos prevalentes, existen instrumentos y condiciones que van en contradicción de los requerimientos de un mercado accionario

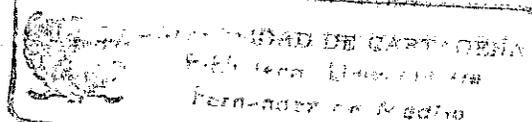
dinámico y democrático.

La doble tributación aplicable a los dividendos durante la mayor parte de la década de los ochentas (hasta 1986) la ley tributaria que durante este mismo lapso concedió un régimen preferencial a los rendimientos y costos financieros que estimularon la inversión especulativa y abarataron el endeudamiento. La tributación de la sociedad anónima que hasta 1986 superó la de la sociedad limitada. Todo este entorno tributario tuvieron mucho que ver en los altos niveles de concentración que hoy presentan las sociedades anónimas.

A todo esto se suman los nocivos efectos macroeconómicos de la inflación sobre la rentabilidad de las acciones en el mercado, insuficiente para competir con las altas tasas de interés que exceden la rentabilidad promedio del sector productivo. El equilibrio de ambos niveles que requiere tanto de una mayor disciplina monetaria y fiscal como de la elevación de la productividad y la eficiencia empresarial \*

### 8.3 SITUACION ACTUAL DE LA CONCENTRACION ACCIONARIA EN COLOMBIA.

\* Jaime Bueno Miranda, "Incentivos para el Desarrollo de Capital", Trabajo presentado en la X Conferencia anual de la Asociación Internacional de las Comisiones de Valores en Cartagena... Junio-85



En los últimos años de la década de los ochenta el problema de la alta concentración accionaria se ha acentuado adquiriendo proporciones que cada vez alejan más al pequeño y mediano inversionista de las posibilidades de participar en el mercado accionario. La presencia de pequeños grupos de accionistas que controlan las decisiones de la empresa, y su renuencia a renunciar a su control hacen inefectivo cualquier intento por salvar al mercado de valores de la crisis en que se encuentra.

Prueba de lo anterior, son los resultados de recientes estudios realizados por la comisión Nacional de Valores y de la Bolsa de Bogotá, con el fin de actualizar y ampliar la información de que se dispone respecto del nivel de concentración de la propiedad accionaria en el país.

El primero de estos estudios, lo realizó la Comisión Nacional de Valores sobre una muestra de 270 sociedades con títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores. De este estudio se concluyó que a 31 de Diciembre de 1987 si se toma el dato de los accionistas que individualmente tenían mas de 500 mil acciones, se encuentra que el 0,2% de los accionistas (1.754 de 880.830) poseía el 81% de las acciones (8.193 millones de un total de 10.114 millones). Según estudio de la Bolsa de Bogotá hecho en 1982 sobre una muestra de setenta y dos sociedades.

El 0.6% de los accionistas poseía el 80.5% de las acciones. esto prueba que durante los últimos años se ha fortalecido el proceso de concentración accionaria en Colombia. Para comprobarlo, la Comisión Nacional de Valores, calculó la relación de concentración en las empresas de la muestra según el método de Gini.

La base del método de Gini consiste en distribuir las acciones y accionistas en rangos según el número de acciones poseídas (1-1000, 1001-5000, 5001 a 10.000, 10001-50000, 50001-100000, 100001 -500000 y más de 500000) y luego se calcula respondiendo a la fórmula general siguiente:

$$R = \sum_{k=1}^{K-1} [ (P_{(k-1)} Q_k) - (P_k Q_{k-1}) ] \cdot 1/10.000.$$
 Donde Q = Porcentaje de acciones; P = porcentaje de accionistas y K = Intervalos. "R" puede tomar valores entre 0,0 y 1,0 es decir  $0,0 \leq R \leq 1,0$ . El criterio para interpretar esta relación es que la distribución es perfecta o equisproporcional cuando  $R=0,0$  y es totalmente imperfecta cuando  $R=1,0$  los valores para R que caen entre 0,0 y 1,0 miden el grado de concentración específica.

El resultado de calcular este indicador fué que dicho índice paso para las empresas inscritas en el registro nacional de valores de un promedio de 0.61 en 1983 a 0,71 en 1987 ( ver cuadro 18). Igualmente de los datos obtenidos

se dedujo que las empresas más concentradas son las de distribución de combustibles y los hoteles, y las menos concentradas la de construcción la sociedad de inversión y ser vicos varios.

Dado que el índice de Gini se basa en datos sobreinversio- nistas individualmente considerados sin tener en cuenta la existencia de grupos o conglomerados económicos, estos re- sultados muestran una situación de concentración inferior a la real.

Por tal razón, y con fundamento en la información en el Re gistro Nacional de Valores el mismo estudio calculó en for ma aproximada la participación por grupos económicos, Para tal efecto se definió grupo como el conjunto de personas jurídicas vinculadas, o de personas naturales conyugues o parientes entre sí, quienes por lo general siguen una misma pauta en materia de inversión. El resultado fue que en el 80% de los casos analizados se encontraron en las iempresasgrupos con altos porcentajes de participación, que en promedio se sitúan en el 64% las cuales le permiten  ejer cer el control de la compañía. ADicionalmente se encontró que por lomenos el 30% de las empresas pertenecen a 7 gru- pos financieros.

En complemento a lo anterior, un segundo estudio, realiza

dos por las Bolsa de Bogotá en 1989, sobre quienes tienen las acciones en Colombia, arrojó los datos que se observan en la gráfica 8-2. A 31 de diciembre de 1988, las personas jurídicas aparecen como las mayores propietarias del patrimonio accionario, con un 68,92% le siguen las personas naturales y por último se encuentran los Fondos de Inversión y Fondos mutuos (inversionistas Institucionales).

Las cifras que se presentan son bastante elocuentes y permiten afirmar que los estímulos tributarios y crediticios que se consagraron durante la década de los ochenta (leyes 9ª de 1983 y ley 75 de 1986) con el propósito de inducir a la apertura de las sociedades y la promoción de los inversionistas institucionales, no han surtido el efecto deseado.

Tratando de buscarle una explicación a este hecho, la Comisión realizó en 1988 una encuesta entre trescientas sociedades nacionales de carácter privado que no tienen acciones inscritas en bolsa. A la pregunta : Qué incentivos (de tipo fiscal, crediticio, etc.) consideraría atractivos para tomar la decisión de democratizar esa sociedad, entendiendopor tal el permitir la participación en el capital de inversionistas institucionales (Fondos de inversión, fondos mutuos, fondos de pensiones, etc.) y el público en general a través de la bolsa ?" el 58,82% de las empresas.

respondió que no estaban interesadas en abrir las sociedades bajo ninguna circunstancia; el 37,25% dijo que democratizaría las sociedades solo si los estímulos crediticios se concedían en condiciones mas favorables a las existentes para las sociedades cerradas y si a los estímulos tributarios se les aseguraba una vigencia mínima; el 3,92% restante no contestó la pregunta.

De esta forma los resultados analizados indican que para la mayoría de los empresarios el temor a perder o compartir el control o manejo de las empresas pesa más que cualquier incentivo que se les pueda conceder para tomar la decisión de democratizar la propiedad de sus empresas. Con relación a esto en 1989, el Ministerio de Desarrollo económico presentó un proyecto de ley que permite la emisión de acción con dividendo preferencial y sin derecho a voto. Por otra parte la exigencia de un segundo grupo de empresas, acerca de una garantía de mínima vigencia sobre los incentivos tributarios, pone de presente su temor frente a la inestabilidad del gobierno en su política fiscal.

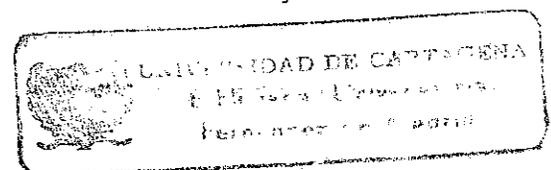
### CONCLUSIONES

Los resultados obtenidos con nuestro trabajo nos permiten afirmar que la política Monetaria puesta en marcha, incluso antes de la década de los ochenta ha visto al mercado de valores como un medio antes que como el fin de ella misma. El carácter transitorio de las medidas fiscales, sujetas al comportamiento y exigencias fluctuantes de nuestra economía han provocado que estos dejen de ser un estímulo a los participantes del mercado y hayan pasado a convertirse en instrumentos inaplicables o en desuso por parte de sus mismos beneficiarios. El abandono de que fué objeto el mercado accionario desde la década de los sesenta, principalmente, en pro de una campaña de desarrollo sectorial del ahorro financiero, sacrificó su desarrollo y creó las condiciones ideales al fortalecimiento de lo que hoy se constituye en el más grande obstáculo para cualquier intento de su resurgimiento: La concentración accionaria y la descapitalización empresarial. Estas afirmaciones encuentran su apoyo en los capítulos desarrollados y sobre los cuales hemos concluido lo siguiente :

La materialización de las teorías relacionadas con la Política Monetaria y Mercado de Valores han hecho énfasis en el impacto que producen las distintas formas de control Monetario sobre la evolución del sector financiero. La política Monetaria en Colombia, se ha caracterizado durante largos períodos por el uso excesivo de controles directos específicamente a través del manejo de los encajes, las inversiones forzosas y el control administrativo de las tasas de interés.

La selección de los instrumentos monetarios para aplicar en el sistema depende de las características propias del mismo. La Política de encaje en la década de los ochentas ha venido variando, ha sido inestable y en ocasiones incoherentes, hasta el punto de que se han tenido que reducir los encajes. Es así como en el año 1983 se legisló sobre el desmonte gradual de los recursos congelados por concepto del encaje marginal, ya que se consideró que las condiciones económicas y monetarias durante ese año eran favorables.

El instrumento monetario de mercado mas conocido consiste en la intervención que efectúan los Bancos Centrales en los mercados del dinero, comprando o vendiendo sus propios títulos o con letras de los gobiernos; estos valores se tranzan con el publico y/o el sistema financiero y se cono



cen como operaciones de mercado abierto (OMA). La tarea del Banco emisor para cumplir con este propósito ha sido complejo. Los títulos que mas se acercan en Colombia a los OMA, son los "Certificados de Cambio", Titulos de Participación y los títulos canjeables por certificados de cambio. Las primeros se emplearon con éxito como medio para esterilizar "temporalmente" la expansión originada en el incremento de las reservas internacionales. El primer paso en firme se da cuando en el año 1978, la Junta MOnetaria autorizó al Banco Central, para que colocara "Títulos de participación". Con las resoluciones 28 y 66 de 1986<sup>7</sup> de la Junta MOnetaria se crearon condiciones definitivas para la intervención del Banco de la República en el Mercado del dinero, ya que se autorizó la emisión de Títulos de participación de 7, 15, 30, 60 y 90 días de maduración, distinguiendose dos mercados, uno de corto plazo (exclusivo del sector financiero, con títulos hasta 30 días) y otro enfocado hacia los particulares con incidencia sobre el ahorro transferible. Al mismo tiempo, se permitió la emisión de títulos canjeables a 3 y 6 meses. La colocación de estos títulos estuvo limitada hasta comienzos de 1988, pero la condición básica, naturalmente, para contar con un mercado fuerte es que exista un nivel de altos ingresos que dejen un margen amplio para que la población ahorre en títulos, condición que no se cumple en países como Colombia.

Las necesidades financieras de una empresa en marcha pueden ser atendidas por sus administradores de muchas fuentes tanto internas como externas: Emitiendo acciones comunes o preferentes; reteniendo utilidades, celebrando operaciones de crédito a corto y largo plazo con los bancos de fomento y comerciales, vendiendo valores representativos de deuda a corto y largo plazo, realizando operaciones de arrendamiento o utilizando mecanismos de naturaleza híbrida como los bonos obligatoriamente convertibles en acciones. A pesar de la amplia gama de modalidades de inversión que hoy ofrece el mercado de valores, su utilización se ha visto limitada por diversos factores: unos relacionados directamente con las empresas como la estructura de su activo, la estabilidad y crecimiento de sus ventas, el margen de utilidad y su posición dentro del sector económico, otros, como la actitud de los propietarios y de los administradores respecto de la necesidad de asegurar el control y evitar riesgos, luego la competencia desleal de los diversos títulos la disponibilidad de recursos en el mercado y la actitud de los prestamistas hacia la empresa o el sector donde ella se encuentre ubicada y finalmente las medidas de política monetaria y fiscal que afectan al mercado de valores y otras fuentes de financiamiento..

Lo anterior ha ocasionado un progresivo debilitamiento en la estructura financiera de la Sociedad Anónima Colombiana,

caracterizado por el acelerado aumento de la participación de los créditos como fuente de financiación en detrimento de la retención de utilidades y los aportes de capital.

Este cambio en el modelo de financiamiento empresarial ha traído como consecuencia de una parte niveles altos y riesgosos de endeudamiento que han llegado a situarse por encima del 70% en la presente década. De otra parte se dió lugar a una presión permanente al alza sobre las tasas de interés, en la medida en que las empresas aumentaban su dependencia frente al crédito. Al final esta situación provocó la instauración del control administrativo de las tasas de interés, hoy vigente :

Los altos niveles de endeudamiento permiten concluir que el mercado de valores ha dejado de cumplir su función como fuente de financiación de las empresas, y las acciones han dejado de ser el título valor preferido de captación de ahorro.

Los novedosos servicios y las rentables alternativas de inversión que ofrecen hoy las entidades financieras junto con su orientación hacia el mercado, les ha permitido conseguir una clientela abundante y fiel y captar cada vez mayor porción del ahorro. Las emisiones de bonos y acciones en la competencia por atraer ese ahorro hacia

su inversión participaron en condiciones tributarias y de rentabilidad, inequitativas durante muchos años. Esta situación limitó el interés de nuevas personas naturales o jurídicas por ingresar en el mercado y favoreció el fenómeno de la descapitalización y la concentración accionaria.

La consolidación de grupos minoritarios en el poder y control de las empresas colombianas, mediante la concentración accionaria, ha ocasionado que políticas como la reforma tributarias, la reducción de las tasas de interés y los incentivos a la capitalización, resulten ineficaces en su intento por estimular la emisión primaria y por medio de ellas, que las empresas lleguen masivamente al ahorrador privado a través del mercado de valores.

El problema de la descapitalización empresarial para cualquier actividad deberá fundamentarse desde la perspectiva de fortalecimiento de un mercado de capitales de mediano y largo plazo.

Existe una estrecha relación entre el grado de concentración de la propiedad accionaria y el grado de dinamismo y profundidad del mercado. En el caso Colombiano, la exagerada concentración accionaria ha hecho que la transacción accionaria en bolsa sea limitada y poco dinámica, susceptible

### RECOMENDACIONES

Los objetivos de la política monetaria deben estar encaminados o acordes con los objetivos de las OMA ya que puede suceder que los objetivos de las OMAS sean para contraer la liquidez de la economía, mientras que los objetivos de la política monetaria sean para expandir el medio circulante. El gobierno, debe tener sumo cuidado al establecer su política monetaria ya que de ésta depende su buena gestión hacia los diferentes sectores productivos de la economía.

El manejo que la política monetaria dé a sus instrumentos de control debe estar coordinada con la situación global de la economía y tener en cuenta la interdependencia de sus sectores. De tal forma que el objetivo de desarrollar uno de ellos no ocasione el deterioro o estancamiento de otros. La política monetaria, debe guiarse además de los objetivos a corto plazo que son su esencia, también por objetivos a largo plazo orientados hacia el desarrollo uniforme de la economía, sin caer en consideraciones de parcialidad que ocasionen distorsiones en el comportamiento de la eco-

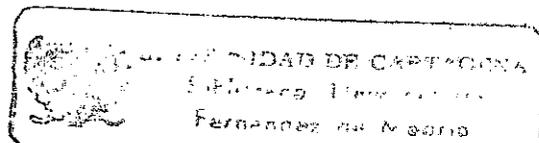
276

nomía nacional.

Los recursos canalizados a través del crédito de fomento, aunque orientados a fortalecer la capitalización y mejorar la condición financiera de las empresas, constituye un costo y una carga para los intermediarios, de quienes obtienen sus recursos directamente en el mercado del dinero, con iguales condiciones a las demás formas de captación y no como el resultado del sacrificio de la rentabilidad para los intermediarios financieros ni del costo social que generarían su financiación a través de su emisión.

Debe estar orientada hacia dos objetivos fundamentales que son: A) La neutralidad en el tratamiento tributario sobre las diferentes formas de inversión y de organización empresarial que participan en el mercado de valores.

B) El segundo objetivo debe estar orientado hacia la racionalidad en la base de los impuestos de rentas y patrimonio de cuyo recaudo depende una parte considerable de los ingresos de la nación. Tal racionalidad, puede alcanzarse mediante la continuidad en el ya iniciado proceso de ajuste por inflación, extendiendo éste a los activos depreciables y similares, a los inventarios y a otros bienes de capital. De esta forma se asegura que el calculo de la renta gravable real no se vea afectado por la tasa de inflación y se evita una sobre imposición de gra



vamen del ingreso producido por los activos mencionados y una discriminación tributaria contra las inversiones de éstos activos.

Hasta ahora la participación del gobierno y la democratización del Mercado de Valores se ha realizado a través de los incentivos fiscales y las facilidades de acceso del crédito del fomento. La continuidad de ésta política debe tener en cuenta las necesidades y limitaciones fiscales del Estado y crear las condiciones para que estas coincidan con una situación macroeconómica favorable a la inversión y a la producción que garanticen su eficacia. De ahí que resulte indispensable el éxito de las políticas económicas sobre reducción de las altas tasas de interés, control de la inflación y muy especialmente el reestablecimiento a niveles aceptables de los bajos índices de utilidades y por consiguiente de la rentabilidad de las empresas. Todo lo cual permita convertir a las acciones en una alternativa rentable de inversión y una opción atractante de Capitalización.

En el caso de los empresarios, se hace necesario una mayor disponibilidad de esto a contribuir al proceso de democratización mostrándose más decididos a capitalizarse mediante la creciente emisión de acciones y su colocación entre los pequeños accionistas y fondos de inversión, sin nece-

sidad de perder el control sobre las direcciones de sus empresas, utilizando para ellos el mecanismo de las acciones preferenciales recientemente aprobada por ley en el Congreso de la República.

Por el especial significado económico y social de las actividades que tienen como escenarios el mercado de Valores, las personas e instituciones que en él participan deben estar sometidas a una estrecha regulación y supervisión por parte del estado para efectos de su creación y funcionamiento.

Esto con la finalidad de conservar la confianza en el mercado bursátil y que opere de acuerdo con las normas que los regulan. La actividad del estado en este sentido debe estar orientada a garantizar la integridad de los bienes económicos que allí se negocian y disminuir de esta forma los riesgos de inversión en él, para ello es necesario que existan todos los medios técnicos, y de divulgación, que gracias a la más moderna tecnología, aseguren la transparencia del mercado y el acceso al conocimiento de la situación real de las instituciones, de las personas, y la calidad moral caso de los comisionistas, que en él participan.

## BIBLIOGRAFIA

ARANGO FONEGRA, Sebastián. "Un perfil tributario de las personas Jurídicas : 1965-1985". Foro Nacional de las Bolsas de VALores, Medellín, 1986.

BANCO DE LA REPUBLICA, Informes anuales del Gerente a la Junta Directiva. Bogotá, Colombia.

BANCO DE LA REPUBLICA, Revistas, Bogotá Colombia.

BOLSA DE OCCIDENTE S.A., " La bolsa de Valores y su función en el mercado de capitales", CALI. 1986

BRAVO ARTEAGA, Juan Rafael. "Marco Legal y tributario de las Inversiones en Colombia". Foro Nacional de las Bolsas de valores. Medellín, 1986.

BUENO MIRANDA, Jaime. "Incentivos para el desarrollo del mercado de capitales en Colombia". Foro Nacional de las Bolsas de valores. Medellín. 1986

280

BUENO MIRANDA, Jaime. "Información de carácter tributario sobre el mercado de capitales". Foro Nacional de las Bolsas de valores. Medellín. 1986.

CAÑOLA CRESPO, Jairo, "Economía Monetaria y sistema financiero en Colombia". Editorial Eafit. 2da. Edición. Medellín, Colombia.

CARDENAS, Mauricio; PERRY, Guillermo. "Diez años de reforma tributarias en Colombia". Editorial Universidad Nacional. Bogotá, 1986

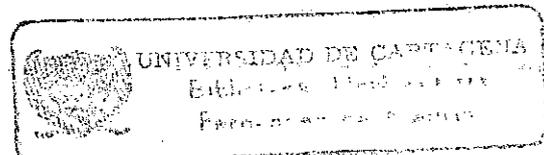
CARRIZOSA, Mauricio, "Las tasas de interés y el ahorro financiero en Colombia ". Bogotá . 1.985.

CASTAÑEDA, Carlos. "Administración Financiera de Empresas". Editorial Ecue. Bogotá D.E. Colombia. 1.986.

CLEMENT, Noris C; POOL, John C; CARRILLO, M. Mario.  
" Economía, enfoque: América Latina. Mc Graw-Hill.  
Segunda Edición. 1.982.

COMISION NACIONAL DE VALORES., Boletines, Bogotá, Colombia.

COMISION NACIONAL DE VALORES, Informes anuales al Presidente de la República. Bogotá, Colombia.



COMISION NACIONAL DE VALORES, "Jurisprudencia, Doctrina y Conceptos". Vol IV. 1987, Bogotá Colombia.

COMISION NACIONAL DE VALORES, "El mercado Público de Valores en Colombia, principales disposiciones legales vigentes". Segunda Edición. 1987, Bogotá Colombia.

ECONOMIA COLOMBIANA. Revistas. Julio 1986, Agosto-Septiembre 1986, Abril 1988, Mayo-Junio 1988. Bogotá, Colombia

EL COLOMBIANO. "En el mercado hay mas dinero que acciones" Sección Económica. Febrero 7 de 1990. Bogotá, Colombia.

EL ESPECTADOR. "Entre títulos, escándalo y rentabilidad" Sección económica. Diciembre 24 de 1989. Bogotá, Colombia.

ENSAYOS SOBRE POLITICA ECONOMICA. Revistas. Junio de 1986, Diciembre de 1988. Banco de la República, departamento de Investigaciones Económicas. Bogotá Colombia.

GAVIRIA CADAVID, Fernando. "Moneda, Banca y Teoría Monetaria" Editorial Fondo de Promoción de la Cultura. Tercera Edición. 1985.

GOMEZ, Jaime Alberto. "El Régimen Tributario de la Sociedad Anónima abierta" Foro nacional de las Bolsas de Valores. Medellín. 1986.

HERRERA, Santiago. "El mercado de capitales y la Política Financiera en Colombia". Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas. Bogotá 1988.

INFANTE VILLARREAL, Arturo. "Evaluación financiera de Proyectos de Inversión". Editorial Norma 1988.

LA REPUBLICA. "La Apertura y democratización, el futuro de la Bolsa de Bogotá". Sección Económica. Diciembre 11 de 1989.

LANCASTER, Kelvin. "Economía moderna. Editorial Alianza. Universidad Textos.

LEGIS EDITORES S.A. "Régimen del Impuesto a la renta y Complementarios". Bogotá, Colombia.

LEGIS EDITORES S.A. "Régimen Fianciero y Cambiario", Bogotá, Colombia.

LORA T., Eduardo. "Dinero, Actividad económica y precios" Centro de investigaciones para el desarrollo, Editorial Universidad Nacional de Colombia, 1986

LOW MURTRA, Enrique, "La doble tributación de sociedades y socios y la capitalización de las empresas". Foro Nacional de las Bolsas de Valores. Medellín, 1986.

Mc LURE, Charles.; Zodrow, Jorge R., "Reforma tributaria y política financiera en Colombia" XI Simposio sobre Mercado de capitales. Cali 1988.

OIKOS, Revista. "La política monetaria colombiana: 1982-1986" Julio-diciembre de 1987. Medellín, Colombia.

OCAMPO, José Antonio. "El proceso ahorro-inversión y sus determinantes en Colombia". XI Simposio sobre mercado de capitales. Cali, 1988.

OSPINA SARDI, Jorge, "Política macroeconómica, Política Fiscal y crecimiento." XI Simposio sobre Mercado de capitales. Cali, 1988.

PLATA URICOCHA, Fernando. "El mercado de valores al alcance de todos. Cincuenta años de la bolsa de Bogotá. 1928-1978, Bogotá 1978.

RICO CALVANO, Florentino. Documento. "El mercado de capitales en Colombia y el financiamiento de la deuda Externa" Universidad de Cartagena, Fac. de Ciencias Económicas. Cartagena, Colombia 1983.

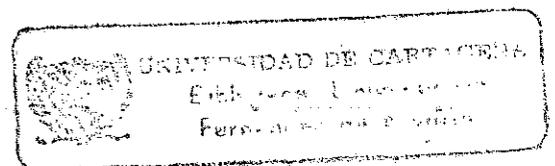
ROSSETTI, José Paschool. " Introducción a la Economía, Enfoque Latinoamericano. Séptima Edición 1983.

SERPA ALVAREZ, Pablo. "Elementos básicos para la comprensión de la teoría monetaria" 1987.

TORRES GARCIA, Guillermo. "Historia de la Moneda en Colombia" Editorial FAES. Segunda Edición. 1980.

WONNOCOTT, Paul.; WONNOCOTT Ronald.; Mc. Graw Hill. Segunda Edición.

ZARTA, Alvaro. Documento "Las tasas de interés en Colombia Estructura de vencimiento" 1980.



### ELIMINACIÓN DE UNA BRECHA DEFLACIONARIA

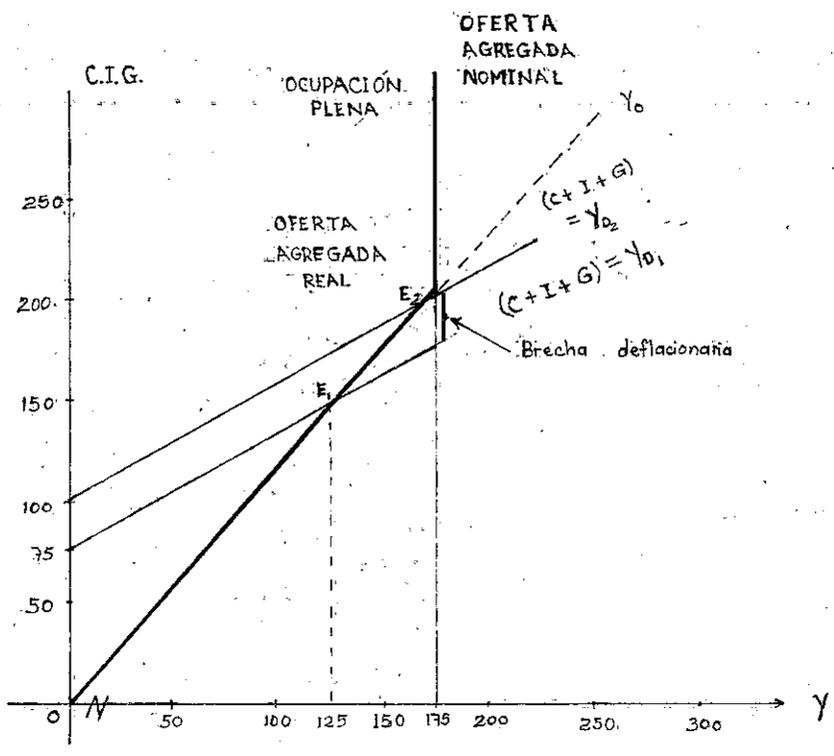


Figura I-1

### ELIMINACION DE UNA BRECHA INFLACIONARIA

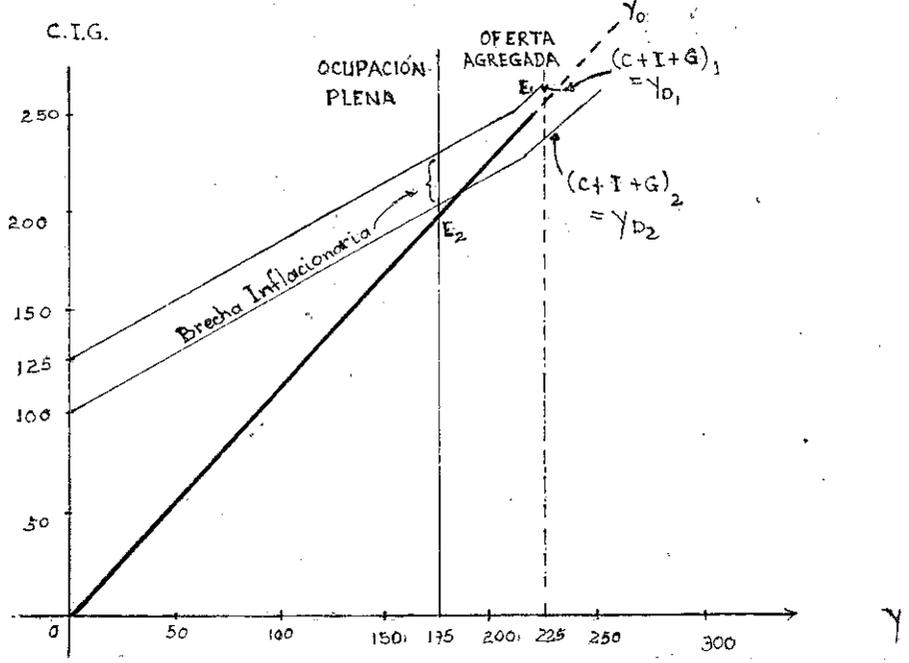


Figura I-2

286

TABLA 2-1

TASAS DE INTERES NOMINAL Y REAL

	<u>Tasa Nominal 1/</u> <u>de interés</u>	<u>Inflación 2/</u> <u>Esperada</u>	<u>Inflacion 3/</u> <u>Observada</u>	<u>Tasa Real 4/</u> <u>de Interés</u>	<u>Tasa Real 5/</u> <u>de Int.Ex-post.</u>
1970	11.9	14.0	7.6	-1.8	4.0
1971	14.8	13.5	11.5	1.2	1.8
1972	15.4	20.0	18.3	-3.8	-2.5
1973	19.0	23.8	27.9	-3.9	-7.0
1974	25.4	28.7	36.0	-2.6	-7.8
1975	25.2	24.3	25.4	0.7	0.2
1976	28.1	20.2	22.9	6.6	4.2
1977	26.7	24.9	26.7	1.4	0.0
1978	28.8	16.8	17.6	10.3	9.5
1979	33.4	25.2	27.8	6.5	4.4
1980	35.8	22.5	24.2	10.9	9.3
1981	37.5	22.1	24.1	12.6	10.8
1982	37.9	22.7	25.7	12.4	9.7
1983	33.7	21.3	21.7	10.2	9.9
1984	34.8	18.5	18.3	13.8	13.9
1985	35.3	22.9	24.9	10.1	8.3
1986	31.2	20.7	22.0	8.7	7.5
1987	31.1	22.7	24.9	6.9	5.0
1988	35.4	26.0	29.2	7.4	4.8

1/ Fuente: 1980-1988 promedio de la tasa de CDT de la encuesta del Banco de la República. 1988 hasta Junio.

1970-1979 Carrizosa, M. op. cit. Rentabilidad del CAT a 120 días

2/ Fuente: Metodología de Steiner, R. "La inflación y la Tasa Nominal de Interés; el cálculo se efectuó con el IPM.

3/ Se refiere a la variación porcentual anual del IPM.

4/ Calculada como  $\frac{1 + (1)}{1 + (2)}$

5/  $\frac{1 + (1)}{1 + (3)}$

CUADRO 2-2

ESTRUCTURA DE LAS FUENTES DE FINANCIACION E INDICE DE ENDEUDAMIENTO DE LAS  
SOCIEDADES ANONIMAS (1950 - 1989)

ITEMS	P R E S T A M O S (1)			aportes de Capital	Utilidades Retenidas	Indice de * Endeudamiento
	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO	TOTAL			
1950-1954	N.D	N.D	27.4%	33.5 %	39.1 %	
1960 - 1964	N.D	N.D	42.1 %	27.8 %	30.1	
1970 - 1974	N.D	N.D	46.7%	6.5%	46.8 %	56.68 %
1974 - 1978	N.D	N.D	58.6 %	4.8 %	36.6 %	56 %
1981	N.D	N.D	67.3	2.8 %	29.9 %	64 %
1982	50.03 %	21.5%	71.8 %	6.8 %	21.4 %	63.39 %
1983	45.7 %	22.5 %	68.3 %	10.7 %	21.0 %	63.95 %
1984	45.0 %	23.1 %	68.1 %	12.1 %	19.8 %	63.26 %
1985	46.8 %	24.6 %	71.4 %	12.4 %	16.2 %	63.49 %
1986	43.6 %	27.1 %	70.7 %	13.1 %	16.2 %	61.86 %
1987	44.1 %	27.1 %	71.2 %	12.7 %	16.1 %	57 %
1988	42.9 %	24.7 %	67.7 %	12.3 %	20.0 %	53.6 %
1989 * (2)	45.49 %	24.37 %	69.56 %	11.44 %	18.67 %	60.93 %

Fuente : Informes suministrados por las sociedades inscritas y cálculos de la CNV

\* (1) Índice de endeudamiento =  $\frac{\text{Pasivo total}}{\text{Activo Total}} \times 100$

\* (2) Datos promedios calculados por los autores.

TASAS DE INTERES EN MERCADO LIBRE ( 1950 - 1984 )

CUADRO 2-3

AÑO	MERCADO DE HIPOTECA (1)	PAPELES COMERCIALES (2)	MUESTRA DE ACCIONES (3)	CAT 120 DIAS (4)	CDT 90 DIAS BAUCOS (5)	TITULOS DE PARTICIPACION (6)	COMPAÑIAS DE FINANCIEROS COMERCIALES (7)
1950	12.0		11.5				
1951	13.0		11.5				
1952	12.7		9.8				
1953	13.3		9.7				
1954	13.2		9.7				
1955	14.0		10.5				
1956	13.2		9.8				
1957	14.1	12.2	9.6				
1958	13.3	12.1	9.9				
1959	13.5	11.9	10.0				
1960	14.2	11.9	10.5				
1961	13.1	13.4	11.6				
1962	13.1	13.2	11.1				
1963	12.4	13.3	13.2				
1964	12.7	11.6	12.3				
1965	11.6	13.1	15.7				
1966	13.5	13.9	19.1				
1967	13.7	13.2	18.9				
1968	14.8	15.4	16.5	18.2			20-24 13/4
1969		13.2	12.7	13.2			20-24 13/4
1970		16.4	12.5	11.9			20-24
1971			15.2	14.8	5.7, 13.5/		20-24
1972		20.8	17.3	16.4	5.7, 13		20-24
1973		19.1	18.9	19.0	5.7, 13		24-30
1974		21.2	21.0	25.4	24.6/	21.0	24-30
1975		23.2	25.7	25.2	24	21.0	24-30

CONTINUACION CUADRO 2-3.

AÑO	MERCADO DE HIPOTECAS (1)	PAPELES COMERCIALES (2)	MUESTRA DE ACCIONES (3)	CAT 120 DIAS (4)	CDT 90 DIAS BANCOS (5)	TITULOS DE PARTICIPACION (6)	COMPANIA DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL (7)
1976		21.1	22.5	28.1	24	21.6	24-30 14/
1977			17.2	26.7	24	21.6	24-30
1978			12.6	18.8	22.7	21.6 10/	22.15/
1979			13.1	33.4	23.0	25.2 11/	23.16/
1980			18.2	45.8	34.6 9/	33.5	34-40 16/
1981			15.7	50.0	37.4	31.6	34-40
1982			13.4		38.0	29.7	34-40
1983			18.3		33.8	25.5	34-40
1984			14.5		34.8		34-40

1- INFORME ANUAL DEL GERENTE A LA JUNTA DIRECTIVA BAUCO DE LA REPUBLICA.

2- COTIZACIONES EN LA BOLSA DE BOGOTA.

3- COTIZACIONES EN LA BOLSA DE BOGOTA.

4- COTIZACIONES EN LA BOLSA DE BOGOTA.

5- RESOLUCION 69 - 18/7/71 JUNTA MONETARIA.

6- RESOLUCION 51 - 14/7/74 JUNTA MONETARIA.

7- RESOLUCION 23 - 31/5/78 JUNTA MONETARIA.

8- DECRETO 432 - 26/2/79

9- BAUCO DE LA REPUBLICA MUESTRA SEMANAL.

10- ZARZA A. (1980) P. 52.

11- BOLETIN MENSUAL DE LA BOLSA DE BOGOTA. COTIZACIONES DE OFERTA DIRECTA.

12- DE POMBO J. (1972). P. 1519 Y 2012. A. Y SCHLISSINGER, D. (1970). P. 536.

14- ESTIMATIVO BASADO EN ZARZA, A (1980) P. 52

15- DECRETO 984 - 31/5/78

16- DECRETO 26/2/79

16- ESTIMATIVO BASADO EN OBSERVACIONES DIRECTAS.

17- SIGUEN EL AUTORE, LOS DATOS RELATIVOS A LA REUTABILIDAD DE LAS ACCIONES, TIENEN CREDITABILIDAD HASTA ESTE AÑO YA QUE DESPUES FUERON UNICADOS POR MANIPULACIONES Y OTROS ESPECULATIVOS DE LOS ACCIONISTAS MAYORITARIOS QUE CONTROLAN LA SOCIEDAD ANOQUIMA.

CUADRO 3-1

COMPOSICION DE LAS FUENTES DE RECURSOS DE LOS FONDOS  
FINANCIEROS %

	1970	1975	1980	1986
Títulos FFAP (1)	24.6	65.5	45.4	38.0
Títulos agroindustria les	—	—	14.0	6.4
Encaje Entidades fin. (2)	—	3.2	18.8	4.7
Otros (3)	75.4	31.8	21.8	17.9

- (1) Antes de 1974 corresponde a títulos de L. Res. 77/70, de la Junta Monetaria, después a títulos clase A.
- (2) Antes de 1973 (Res.30) corresponde a títulos de la Resolución 33 de 1974 de la Junta Monetaria.
- (3) Incluye recursos externos y otras disponibilidades como los bonos del 18% de la Les. 51 de 1970 capitalización de utilidades, aportes del Gobierno Nacional y otros.

SECRETARÍA DE ECONOMÍA  
 DIRECCIÓN GENERAL DE ESTADÍSTICA  
 PUEBLO NUEVO, CANTON DE CARTAGENA

## CUADRO 3-2

## CREDITO NETO DEL BANCO DE LA REPUBLICA A LOS FONDOS

## FINANCIEROS

(millones de pesos)

	Disponibilidades	Financiamiento	Neto
1970	949.1	1.261,7	312.6
1975	7.093.4	9.461.4	2.548.0
1980	32.863.2	32.231.1	- 628.1
1986	127.342.3	114.864.0	- 12.478.3

Fuente : Banco de la República

Nota: Son promedios anuales calculados con base en datos de fin de mes.

CUADRO 3-3

COSTO DE CAPTACION Y COLOCACION DE LOS RECURSOS DE LOS FONDOS-FINANCIEROS

(3)

	1983	1984	1985	1986
FFAP				
1. Captación (1)	13.40	14.93	15.72	19.71 (3)
2. Colocación (2)(4)	16.66	17.11	17.15	18.00
Diferencia	3.26	2.18	1.43	-1.71
FIP				
1 Captación (1)	20.40	21.10	22.70	21.10
2 Colocación (2)	23.07	23.09	24.03	24.15
Diferencia	3.27	2.79	1.33	3.05
FFI				
1 Captación (1)	23.60	23.60	23.70	21.70
2 Colocación (2)	21.80	21.97	21.82	21.67
Diferencia	- 1.8	- 1.63	- 1.88	-0.03
FCE				
1 Captación (1)	26.46	25.20	24.00	21.30
2 Colocación (2)	13.59	16.83	16.01	18.09
Diferencia	- 15.41	- 8.37	- 7.99	+ 3.21

- (1) Calculado ponderando la participación de los recursos
- (2) Calculando ponderando por los saldos de cartera
- (3) Incluyendo sobrecosto de siete puntos de los Títulos Clase A.
- (4) No se incluyen los redescuentos de la Caja Agraria Por consiguiente las tasas de redescuento promedio estan sobreestimados.

Fuente (1) Revista Banco de la República.

CUADRO 3-4

SUBSIDIO OTORGADO MEDIANTE EL CREDITO DE FOMENTO DE LOS FONDOS FINANCIEROS

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Tasa Activa de Mercado	Tasa de Cred. de Fomento	Tasa de Subsidio	Recursos Redescotados	Subsidio Total	Subsidio Real
	%	%	%	Mill \$	Mill \$	Mill \$ de 1978
1976	38.1	21.0	17.1	15.437	2.640	4.024
1977	36.7	17.6	19.1	27.125	5.181	6.153
1978	38.8	17.4	21.4	38.360	8.209	8.209
1979	43.4	20.9	22.5	47.500	10.689	8.298
1981	47.5	22.7	24.8	67.348	16.702	8.151.3
1980	45.8	22.7	23.1	52.349	12.093	7.455.6
1982	47.9	22.6	25.3	93.059	23.771	9.331.3
1983	43.7	21.5	22.2	122.535	27.203	9.174.7
1984	44.8	22.6	22.2	157.492	34.963	9.969.5
1985	45.3	22.6	22.7	192.147	43.617	10.155.3
1986	41.2	22.6	18.6	245.266	45.619	8.783.0
1987	41.4	31.4	10.0	305.067	30.507	4.736.0
1988	42.3	33.5	8.8	338.703	29.806	3.879.0

FUENTES Y METODOLOGIA

- 1) Tasa de CDT más diez puntos de margen de intermediación; 1987 y 1988 correspondes a la tasa de colocación de la Superintendencia Bancaria
- 2) Promedio ponderado por la participación de cada uno de los fondos en total de recursos redescotados. Fuentes: 1980-1988: Calculos efectuados con base en datos reportados por Maria Claudia Correa en un memorando interno sobre el credito de fomento. 1976-1979; carrisoasa. "Las tasas de interes y el Ahorro Financiero en Colombia", Banca y Finanzas, Septiembre de 1985.
- 3) (1) - (2)
- 4) Revisitas del Banco de la Republica ; datos a fin de año
- 5) (3) - (4)
- 6) (5) deflatada por IPC
- 7) Datos a Julio 15

CUADRO 3-5

FUENTES DE FINANCIACION DE LA SOCIEDAD ANONIMA EN COLOMBIA.

1941 - 1968

(Porcentajes)

	1941 1945	1945 1952	1953 1959	1960 1968
Aumentos de Capital	44.5	43.7	28.1	19.6
Préstamos	53.8	35.4	32.6	45.5
Fuentes Internas	21.7	20.9	39.3	34.9

Fuente : Pieschacón, P. "La Política económica y el Mercado bursátil en El Mercado de Capitales en Colombia, Ahorro y Crédito. 1973

FONDO DE CAPITALIZACION EMPRESARIAL APROBACIONES POR ACTIVIDAD ECONOMICA JULIO DE 1983 - JUNIO de 1.988

cifras en millones de pesos

SECTOR	NUMERO DE EMPRESAS	MONTO DEL CREDITO	PARTICIPACION
<b>ACCIONES</b>			
Transp. Aéreo	1	600.0	1.62%
Manufactura	152	17.181.0	46.46%
Comercio	391	2.873.5	7.77%
Construcción	22	1.715.3	4.64%
Agrícola	14	1.630.8	4.41%
Turismo (1)	1	292.5	0.79%
Financiero (1)	1	37.5	0.10%
SUB-TOTAL	227	24.330.6	65.79%
<b>ABONOS OBLIGATORIAMENTE CONVERTIBLES EN ACCIONES</b>			
Manufactura	351	9.333.8	25.29%
Comercio	61	2.039.4	5.51%
Construcción	3	320.0	0.87%
Agrícola	1	400.0	1.08%
Servicios (1)	1	78.0	0.21%
Turismo (1)	1	46.8	0.13%
SUB_ TOTAL	47	12.238.0	35.09%
<b>INCREMENTOS DE CAPITAL</b>			
Manufactura	10	415.4	1.12%
SUB-TOTAL	10	415.4	1.12%
TOTAL	264	36.984.0	100.00%

FUENTE : BANCO DE LA GUAYLECA.

CARACTERÍSTICAS Y COTIZACIONES DE LOS PRINCIPALES VALORES EN LA BOLSA DE BOGOTÁ

CUADRO 4-1

CUADRO 4-1

I - ACCIONES (1)

246

NOMBRES DE LOS TITULOS	Capital pagado (en miles de pesos)	Reserva legal (en miles de pesos)	Ultimo dividendo ordinario repartido (2)	Valor nominal de cada acción, \$	COTIZACIONES, \$					
					AGOSTO				SEPTIEMBRE	
					2a. semana	3a. semana	4a. semana	5a. semana	1a. semana	2a. semana
Banco de la República .....	12.526	5.457	5.50 S	100.00	150.00*	153.00v	146.00	146.00*	148.00v	145.00
Banco de Bogotá .....	9.180	5.850	0.18 M	10.00	36.25	36.00	31.19	32.23	30.84	30.16
Banco de Colombia .....	6.865	7.526	0.15 M	10.00	35.51	35.46	33.06	32.25	31.38	31.60
Banco de los Andes .....	2.750	439	0.60 S	11.00	22.50	22.50*	21.80	20.00	19.33	19.60
Banco Comercial Antioqueño .....	6.818	5.521	0.20 M	12.50	36.56	36.52	35.00	34.00	32.53	33.38
Banco Central Hipotecario .....	10.002	739	0.28 S	10.00	(—)	(—)	(—)	(—)	(—)	(—)
Banco Industrial Colombiano .....	4.119	224	.....	10.00	13.56	13.48	12.10	12.05	12.00	12.00
Banco Prendario Municipal .....	300	49	0.20 S	5.00	(—)	(—)	4.60c	(—)	5.00	5.00*
Avianca .....	4.000	674	0.18 M	10.00	28.25	27.75	26.89	26.19	26.19*	27.50
Bolsa de Bogotá .....	1.363	177	0.08 M	10.00	31.00*	28.50	27.00	27.00	27.00	27.00*
Cervecería Germania .....	1.958	269	1.20 A	10.00	(—)	(—)	(—)	(—)	(—)	(—)
Cervecería Unión .....	3.000	1.153	0.20 M	5.00	56.00	55.98	55.98*	(—)	(—)	(—)
Cia. Colombiana de Tabaco .....	7.112	3.556	0.14 M	2.50	31.26	31.20	28.42	27.55	26.53	26.81
Cia. Colombiana de Seguros .....	1.500	902	0.22 M	5.00	52.00	51.00	48.00	48.00*	48.00	46.00
Cia. Suramericana de Seguros .....	4.770	14	.....	10.00	15.82	15.01	13.48	13.22	(—)	13.26
Cia. de Inversiones Bogotá .....	5.090	75	0.04 M	5.00	9.44	9.24	8.28	8.09	7.61	7.07
Cia. Nacional de Chocolates .....	1.570	543	0.12 M	10.00	28.95*	(—)	(—)	(—)	(—)	(—)
Cia. de Samacá .....	750	250	0.15 M	10.00	22.50*	(—)	(—)	(—)	20.00	20.00*
Cina Colombia .....	2.402	495	0.15 M	5.00	(—)	22.55	22.55*	(—)	21.50	21.55*
Colider .....	16.978	3.123	0.15 M	5.00	25.07	24.83	23.06	22.73	20.00	20.12
Compañía de Bavaria .....	45.401	4.966	0.65 S	10.00	22.37	22.26	20.53	20.09	19.95	20.30
Diamante .....	3.594	814	0.17 M	10.00	34.53	34.97	33.20	33.25	31.00	33.12
Emp. Colombiana de Curtidos .....	2.600	388	0.15 M	10.00	31.93	31.93	31.93*	28.75	28.75*	29.80c
Emp. Nac. Manuf. de Cemento .....	500	49	0.025 M	1.00	4.47	4.37	4.50	4.01	3.80	3.80
Empresa de Energía Eléctrica .....	9.426	4.539	0.05 M	5.00	8.14	8.23	7.74	7.65	7.49	7.60
Empresa Siderúrgica .....	4.131	3	.....	10.00	10.50*	(—)	(—)	(—)	(—)	(—)
Fac. de Cemento Samper (P) .....	6.890	600	0.12 M	2.50	9.10	9.10*	(—)	(—)	(—)	(—)
Fac. de Cemento Samper (O) .....	1.497	111	0.12 M	2.50	9.23	8.59	7.83	7.31	6.71	6.61
Fac. de Galletas y Conf. Noel .....	1.000	133	0.14 M	10.00	(—)	(—)	(—)	(—)	15.70	15.70*
Fac. de Paños Colombia .....	230	22	0.08 M	5.00	14.25	14.25*	(—)	14.00	11.00*	14.00
Fac. de Ladrillo "Moore" .....	9.105	3.454	0.025 M	2.00	3.00	3.00*	2.90	2.90*	(—)	(—)
Fabricante .....	2.816	55	0.30 M	10.00	56.50	56.50	51.75	52.97	52.00	52.50
Hoteles Granada y Regina .....	605	91	0.07 M	10.00	11.14	11.25	11.18	11.18*	(—)	11.00
Inusa .....	10.000	142	0.20 M	10.00	(—)	(—)	(—)	(—)	(—)	(—)
Industria Rayón .....	950	.....	0.10 M	10.00	14.48	14.00	12.52	11.90	11.95	11.81
Icodel .....	1.200	3	.....	10.00	6.18*	(—)	(—)	4.00	4.30	4.00
Industrias del Mangle (Pry) .....	1.500	492	.....	10.00	(—)	(—)	(—)	(—)	7.00	7.00*
Industrias del Mangle (Ord.) .....	2.065	309	0.24 T	10.00	6.50*	(—)	(—)	6.12	5.91	5.91*
Ingenio Central San Antonio .....	1.172	264	0.15 M	10.00	13.50*	13.50	12.50	12.00	12.00	12.25
La Garantía, A. Dishington .....	242	19	0.10 M	10.00	(—)	23.75	23.75*	(—)	(—)	(—)
La Industria Harinera .....	250	25	0.04 M	2.50	(—)	(—)	(—)	(—)	(—)	(—)
La Urbana .....	4.122	60	0.05 M	5.00	7.65	7.42	7.42*	6.82	6.92	7.00
Mármoles y Cementos del Nare .....	1.000	67	0.10 M	10.00	(—)	(—)	(—)	16.10	16.10*	(—)
Manuf. de Cuero "La Corona" .....	4.060	290	0.13 M	10.00	17.50*	17.27	17.00	17.00	17.00	16.00
Naviera Colombiana .....	2.500	.....	0.07 M	5.00	11.92	11.45	10.33	10.18	10.13	9.67
Pedregales Ariguani .....	4.004	.....	.....	1.00	1.95	1.85	1.66	1.46	1.41	1.46
Pedregales Petroliferos Col. .....	2.388	228	.....	1.00	1.09	1.06	0.95	0.80	0.80	0.84
Sociedad Ind. de Alicachin .....	2.000	56	0.08 M	5.00	12.31	12.46	11.23	10.69	10.53	10.53
Talleres Centrales, S. A. .....	5.320	635	0.10 M	10.00	23.00*	22.00	21.00	20.00	20.00	20.00
Talleres "El Condor" .....	1.824	912	0.15 M	10.00	30.10*	29.50	29.50*	28.60	28.60*	28.95
Talleres Obregón .....	1.070	13	0.18 M	10.00	28.00	28.15	28.15*	27.00	27.00*	(—)
Yadriera de Colombia .....	.....	.....	0.08 M	10.00	12.54	12.70	12.00	11.33	10.39	10.22

297

CUADRO 4-2

Disposiciones Legales	- 30 días		+ 30 días		Ahorro		Fiduciaria		Ahorros		Exigibilidades a - y + de 30 días en moneda extranjera reducida a moneda legal
	Elevado	Reducido	Ele. Redu- vado	Redu- cido	Ele. Redu- vado	Redu- cido	Ele. Redu- vado	Redu- cido	Est. Pub.		
Oct. 8/75 - A partir de Nov. 17/75 (+1) ....		36 *		29		20		21	40-60-80 (3)		
Res. 7/76 - A partir de Feb. 1/76 (+ 3 1/2, +1, +1, +1, +1) .....				29		20		21	80		
	-Fb. 1/76	39 1/2*									
	-Ms. 1/76	40 1/2*									
	-Ab. 1/76	41 1/2*									
	-My. 1/76	42 1/2*									
	-Ju. 1/76	43 1/2*									
Res. 42/77. A partir Julio 1/77 (+1 +1 +1)	-Jl. 1/77	44 1/2*									
	-Ag. 1/77	45 1/2*									
	-Sp. 1/77	46 1/2*									

Resolución 50/74: Fijó un encaje escalonado para los Depósitos de Establecimientos Públicos del orden nacional, así:

Entre Set. 1º y 30/74 .....	15%
Entre Oct. 1º y 31/74 .....	30%
Entre Nov. 1º/74 y Feb. 28/75 .....	45%
Entre Mzo. 1º y 31/75 .....	60%
A partir de Abr. 1º/75 .....	80%

Resolución 59/75: A partir del 18 de septiembre/74, esta Resolución fijó un encaje del 5% sobre los depósitos que los bancos reciban del Banco de la República, para compensar las bajas por retiros de depósitos en cuenta corriente de la Rama Ejecutiva del Poder - Ministerios, Departamentos Administrativos y Ministerio Público. Estos depósitos deberán restituirse al Banco de la República a más tardar en 24 cuotas iguales a partir del mes siguiente de su constitución.

- \* 18% para los primeros \$ 50 millones. A partir de Feb. 1º/76 sube a \$ 100 millones. (Res. 7/76).
  - (1) - (2) Si invierten en PAS.
  - (3) 40 a partir de Nov. 1º/75.
  - 60 a partir de Dic. 1º/75.
  - 80 a partir de Ene. 1º/76.
  - (4) Res. 27/71, Abr. 6/71.
  - (5) Res. 35/71, Nov. 2/71.
  - (6) Res. 37/72, Jul. 17/72.
  - (7) Res. 79/73, Dic. 19/73. Fijó el encaje sobre variaciones porcentuales del saldo de Deudores Varios en M/Extranjera respecto al saldo de Sept. 30/73.
  - (8) Res. 62/74, Set. 18/74. Para los rubros del activo: correspondientes extranjeros y disponibilidades casa matriz y sucursales extranjeras.
- Fuente: Departamento de Crédito, Banco de la República.

Resolución 51/75: Fijó en el 10% el encaje para los Certificados de Depósito a Término, constituidos a partir de Ago. 14/74 y elevó del 1 al 10% el encaje para los Certificados de Depósito a Término, constituidos con anterioridad al 14 de agosto de 1974 (Res. 12/74). Este incremento del encaje fue gradual a partir del 1º de Set./74 a razón de 1 punto mensual, hasta llegar al 1º de mayo/75 cuando quedaron todos con el 10%.

Resolución 65/75: Señala a partir de Nov. 20/75 un Encaje Marginal del 100% sobre aumento de Depósitos antes y después de 30 días, Certificados de Depósito a Término y Depósitos de Ahorro, permitiendo invertir en PAS los aumentos registrados en Certificados de Depósito a Término y Depósitos de Ahorro, por la Resolución 7/76 se eliminó el Encaje Marginal.

Resolución 3/77: Encaje Marginal 100%, a partir de febrero 2/77, sobre aumento de Depósitos antes y después de 30 días en Moneda Legal, excluidos Ahorros y Certificados de Depósito a Término.

(9) Res. 71/74. Se limitó el encaje fijado en las Resoluciones 79/73 y 62/74 al monto resultante sobre las cifras a Oct. 16/74 y liberó dicho encaje por sextas partes a partir del 1º de noviembre de 1974, quedando eliminado desde el 1º de abril de 1975.

(10) 6 puntos sobre renglones del pasivo: 3 puntos en Nov. 15/76 y 3 puntos a partir de Dic. 15/76; además encaje del 100% a partir de enero 19/77 sobre los aumentos de dichos rubros con base a Oct. 22/76, sobre lo que exceda de US\$ 10 millones.

(11) Eleva a 18 puntos sobre lo que exceda de US\$ 2.5 millones a razón de 2 puntos mensuales a partir de marzo 19 de 1977.

(12) El encaje será del 6% para los primeros US\$ 2.5 millones; sobre el excedente se aplicarán los porcentajes señalados en la Resolución 3/77. Para el mes de agosto/77 se aplicarán el 6% y el 18% respectivamente.

Inversiones del encaje - Diciembre de 1976

Instituciones	Diciembre 1976		Bonos Financiero Industrial y Agraria (Ley 90/48)	Pagos-vivienda social Instituto de Crédito Territorial (Ley 21/63)	Operaciones especiales de crédito (1)	Cédulas del Banco Central Hipotecario	Títulos del Fondo Financiero de Obras Públicas	Total de inversiones computables	Encaje monetario
	Diciembre 1975	Diciembre 1976							
A) Encaje Ordinario									80
1) Depósitos oficiales .....	80	80							
2) Exigibilidades en moneda extranjera antes y después de 30 días reducidas a moneda legal (Resoluciones 66 y 67/76) .....		6							6
B) Encaje marginal en moneda nacional									
1) Sobre exigibilidades en moneda extranjera para antes y después de 30 días reducidas a moneda legal .....		100(10)							100

458

IV-CORPORACIONES FINANCIERAS

A) Encaje Ordinario	80	80							80
1) Depósitos oficiales .....	80	80							
2) Exigibilidades en moneda extranjera antes y después de 30 días reducidas a moneda legal (Resoluciones 66 y 67/76) .....		6							6
B) Encaje marginal en moneda nacional									
1) Sobre exigibilidades en moneda extranjera para antes y después de 30 días reducidas a moneda legal .....		100(10)							100

\* Difiere para cada banco. (1) Para financiar capital de trabajo de empresas dedicadas a la producción de bienes de exportación. (2) Para los primeros \$ 50 millones de exigibilidades el encaje es de 18%. (3) Para los primeros \$ 100 millones de exigibilidades el encaje es de 18%. (4) Se computa solamente sobre los depósitos a término. (5) Las inversiones en títulos del Fondo de Contratistas de Obras Públicas que poseían los bancos en agosto 14 de 1974, son computables hasta su vencimiento final. (6) El Banco Popular hace esta inversión en Bonos de Vivienda y Ahorro del Instituto de Crédito Territorial. (7) La Resolución 56 de 1975 dispuso un reajuste mensual inversión en Bonos de Vivienda y Ahorro del Instituto de Crédito Territorial. (8) Se refiere a los depósitos constituidos por el Banco de la República según la Resolución 59 de 1974, para compensar el retiro de los depósitos de establecimientos públicos. (9) La Resolución 8 de 1975 fijó este encaje en \$ 15.00 por dólar depositado, la Resolución 54 de 1976 redujo este encaje a \$ 5.00 por cada dólar que deposite el Banco de la República. (10) Se aplicarán así: 3 puntos a partir del 15 de noviembre y 3 a partir del 15 de diciembre. (11) Para incrementos de saldos presentados en noviembre 20 de 1975. (12) Para incremento de los saldos a partir del 22 de octubre de 1976. Se hará exigible el 1º de enero de 1977 para saldos superiores de US\$ 10 millones. Están exentas las obligaciones contraídas con instituciones internacionales de financiamiento. (13) El 50% de este encaje puede ser mantenido en bancos del país. (14) El encaje para estas instituciones debe ser invertido en títulos de valor constante emitidos por el FAVI.

Fuente: Departamento de Investigaciones Económicas. Banco de la República.

258

TIPO MUESTRA DE LAS INVERSIONES FINANCIERAS Y DEL ENCAJE DE LOS BANCOS Y CAJAS AGRARIAS

Fin de :	BANCOS COMERCIALES Y CAJAS AGRARIAS		BANCOS COMERCIALES
	Inversiones y encaje/ Captaciones (1)	Inversiones y encaje/ Colocaciones (2)	Inversiones y encaje/ Colocaciones (2)
1970.....			61.54%
1971.....			56.91%
1972.....			52.42%
1973.....			72.36%
1974.....			67.32%
1975.....			63.34%
1976.....	51.10%	58.62%	67.89%
1977.....	54.52%	58.44%	63.72%
1978.....	55.60%	62.65%	70.95%
1979.....	59.76%	63.24%	62.14%
1980.....	51.85%	62.25%	71.03%
1981.....	46.41%	56.68%	64.34%
1982.....	44.14%	50.45%	57.96%
1983.....	39.84%	43.64%	50.00%
1985.....	37.04%	43.47%	51.05%
1986.....	38.95%	45.71%	53.73%
1987.....	37.66%	43.11%	59.72%

(1) Inversiones y encaje - Inversiones constitutivas del encaje - Inversiones obligatorias + Reserva.

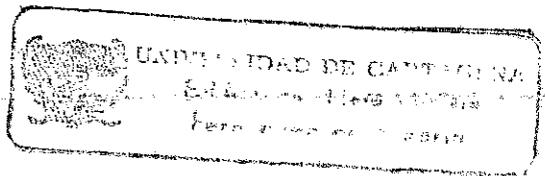
Captaciones = Depósitos en Cuentas Corrientes + Depósitos de ahorros + CDT.

Reserva = Reserva Funcional = Reservas para encajes de los bancos comerciales y la Caja Agraria, consistentes en caja y depósitos en el Banco de la República.

La Reserva de la Caja Agraria puede estar ligeramente sobrestimada para 1970-1971.

2) Colocaciones = Cartera total + Deudores varios M/L + Inversiones voluntarias.

Fuente: Revista del Banco de la Republica 1974-1978 y balances mensuales de los bancos comerciales y la Caja Agraria.



IMPORTANCIA DE LAS INVERSIONES SUSTITUTIVAS DENTRO DEL ENCAJE  
 TOT L  
 INVERSIONES / ENCAJE

FIN DE :	BANCOS CO- MERCIALES	BANCOS COMERCIALES Y CAJA AGRARIA.
1976.....	9.4%	8.7%
1977.....	14.5%	13.5%
1978.....	13.0%	12.5%
1979.....	12.2%	13.0%
1980.....	11.9%	12.3%
1981.....	16.3%	16.1%
1982.....	13.2%	17.3%
1983.....	25.6%	24.7%
1984.....	37.3%	35.8%
1985.....	38.4%	37.1%
1986.....	37.5%	36.5%
1987.....	36.3%	35.1%

Inversiones= Inversiones sustitutivas del Encaje.  
 Encaje= Inversiones + Reservas bancarias.  
 La Reserva de la Caja Agraria puede estar algo sobre estimada.  
 Fuente: Revista del Banco de la Republica 1974-1988

CUADRO 5-1

PARTICIPACION DE FAMILIAS DEL BANCO DE LA REPUBLICA  
(Millones de pesos y porcentajes)

Periodo	Participación del Banco de la República en las transacciones bursátiles		
	Total	Total	
	Negociaciones (1)	Divisas de la Rep. (2)	Porcentaje
1980.....	49.347	49.347	100.0
1981.....	91.727	69.071	69.6
1982.....	89.505	58.662	66.6
1983.....	94.481	44.709	47.3
1984.....	151.944	63.263	41.6
1985.....	317.296	239.827	73.3
1986.....	357.721	198.584	55.5
1987.....	557.694	305.080	54.7
1988.....	493.959	191.052	38.7
1989.....Proyectado	463.357	210.710	47.0

- 1) Incluye transacciones en las Bolsas de Bogotá Medellín y Cali.
- 2) Incluye Certificados de cambios, títulos de participaciones y títulos canjeables.

Fuente Boletines mensuales bolsa de valores

OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO (MILLONES DE PESOS)

CUADRO  
5-3

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
TITULOS DE PARTICIPACION. INCLUYE: BANCOS Y COFI- NANCIERAS, FEDECAFE Y OTRAS ENTIDADES.	21.372	18.562	17.878	3.488	2	2	80.130	126.485	96.391	118.627
TITULOS CAUJEABLES FEDECAFE, BANCOS, EMPRESAS INTERMEDIARIOS, ESTABLE - CUMENTOS PUBLICOS. RES. 237 71/84. RES 66/84.	9.511	9.745	13.967	13.834	26.880	41.585	137.800	87.211	281.708	204.411
CERTIFICADOS DE CAMBIO	13.396	16.806	31.804	20.224	15.551	72.564	34.809	19.631	24.229	49.676
T.R.E.C.										
T.R.E.U.							87.297	115.583	138.573	178.607

FUENTE: BALANCE BANCO DE LA REPUBLICA (1980-1989)  
\* ESTIMADO POR LOS AUTORES.

CUADRO 6-1

SERIES HISTÓRICAS DE TRIBUTACION

	Impuesto a la Renta			Impuestos a la producción y consumo		
	\$ Corrientes 1/	Baseles 2/	% PIB 3/	Corrientes 4/	Baseles 2/	% PIB 3/
1924	0.7			0.4		
25	0.7	21.7	0.107	0.7	21.2	0.107
26	1.1	29.2	0.135	1	26.8	0.123
27	1.2	33.4	0.141	1.3	34.2	0.153
28	2.7	54.6	0.214	2	52.9	0.196
29	2.6	72.6	0.275	4.2	119.7	0.455
1930	3.3	115.7	0.444	3.1	106.7	0.418
31	7.3	100.0	0.29	2.5	136.7	0.474
32	1.5	77.7	0.233	2.6	134.7	0.491
33	1.7	85.4	0.295	2.4	130.6	0.457
34	2.0	77.4	0.235	3.2	115.9	0.376
35	4.3	160.3	0.477	3.4	118.8	0.377
36	12.9	425.7	1.706	3.8	125.4	0.379
37	15.5	476.7	1.478	4.4	141.0	0.419
38	18.2	530.0	1.649	5.3	151.4	0.427
39	19.5	531.7	1.399	6.2	170.7	0.445
1940	21.9	995.1	1.531	6.4	173.9	0.447
41	22.7	427.1	1.698	7.2	203.3	0.515
42	27.5	721.3	1.795	6.4	167.9	0.417
43	27.2	393.3	1.471	6.6	144.1	0.357
44	29.6	564.8	1.530	7.4	145.0	0.341
45	44.1	700.0	1.575	8.4	130.5	0.307
46	54.3	800.0	1.644	11.8	172.7	0.354
47	83.0	1050.3	2.077	19.2	241.3	0.478
48	94.0	1043.6	2.017	21.6	256.4	0.456
49	119.9	1279.7	2.176	22.5	235.7	0.435
1950	142.0	1278.7	2.555	25.2	277.6	0.454
51	167.0	1410.5	2.750	16.5	134.1	0.266
52	187.0	1493.6	2.723	16.7	149.1	0.271
53	286.0	2030.5	3.301	23.0	175.5	0.307
54	391.0	2491.0	4.021	25.3	161.1	0.260
55	468.0	2857.4	4.336	30.5	187.6	0.282
56	498.0	2927.1	4.216	41.7	243.0	0.3612
57	549.0	2721.2	3.927	21.5	100.8	0.155
58	712.0	3225.2	5.522	4.5	21.0	0.044
59	873.0	3437.2	4.360	6.7	26.5	0.034
1960	1028.0	3623.4	4.637	15.4	65.0	0.072
61	1043.0	3161.2	3.834	25.3	74.4	0.092
62	1065.0	2952.6	3.34	10.6	29.9	0.034
63	1416.0	3140.4	3.34	24.7	54.7	0.061
64	1965.0	4018.4	4.15	55.6	113.7	0.115
65	2017.0	3869.2	3.85	46.9	90.1	0.095
66	2312.0	3653.6	3.46	704.9	1113.8	1.069
67	2930.0	4176.8	3.81	1051.1	1542.6	1.392
68	3613.0	4699.5	4.07	1489.4	1937.3	1.684
69	4458.0	5086.7	4.09	1820.7	2374.9	1.696
1970	5617.0	5617.0	4.23	1842.0	1842.0	1.39
71	6484.0	5638.3	4.00	2508.0	2180.9	2.55
72	7674.0	5851.1	3.68	3270.0	2471.2	1.56
73	8766.0	5609.5	3.47	3782.0	2420.7	1.45
74	12726.0	5543.4	33.24	5363.0	2771.7	1.62
75	18063.0	7551.1	4.31	9321.0	3896.6	2.21
76	27620.0	7270.9	3.94	12278.0	4328.0	2.35
77	23814.0	6991.9	3.66	16278.0	4911.5	2.57
78	30459.0	7136.8	3.44	23116.0	5416.2	2.61
79	38341.0	6983.8	3.20	31193.0	5681.8	2.60
1980	47871.0	6904.5	3.04	41635.0	6005.1	2.64
81	53845.0	6155.8	2.65	59193.0	6767.2	2.81
82	66267.0	5915.7	2.57	71450.0	6378.4	2.72
83	98979.0	7115.2	3.00	85691.0	6159.9	2.60
84	119242.0	7248.4	2.94	115487.0	6995.8	2.82

- 1/ Impuesto a la Renta (sin recargos) en pesos corrientes. Hasta 1961 según recomendaciones de Contaduría. Desde 1962 se trata de recaudos de la DIN.
- 2/ Se usa como deflactor el índice de precios de los servicios del gobierno (Fuente Cuentas Nacionales).
- 3/ PIB e impuestos en términos reales.
- 4/ Incluye: Impuesto al consumo (rige 1917-1931), el impuesto de fumaros y saipes (rige 1924-1956), impuesto de grasas y lubricantes (rige 1932-1956), impuesto de cigarrillos (rige desde 1932), impuesto a la gasolina (rige 1927-1958 y 1963 en adelante), impuesto sobre bebidas, grasas y lías (rige desde 1932) y el impuesto al kilo de piel de ganado ovino (desaparece en 1956). A partir de 1965 incluye el impuesto a las ventas.

FUENTE: Hasta 1960 según recomendaciones de Contaduría y desde 1970 según recaudos de la DIN.

CUADRO 6-2

COMPOSICION DE LOS IMPUESTOS

(Como % de los ingresos tributarios)

	Impuesto a la Renta	Impuestos a la producción y el consumo
1924	3.01	1.72
25	2.08	2.08
26	2.76	2.51
27	2.69	2.91
28	6.26	3.91
29	4.98	8.23
1930	10.48	9.84
31	8.42	9.16
32	5.59	9.7
33	5.16	7.9
34	4.93	7.88
35	8.88	7.02
36	21.0	6.19
37	21.8	6.19
38	25.4	7.39
39	23.19	7.45
1940	30.98	9.05
41	27.4	8.89
42	36.3	8.44
43	29.4	7.14
44	27.63	7.09
45	30.88	5.22
46	35.84	7.79
47	22.73	7.57
48	33.27	7.65
49	37.37	7.01
1950	34.34	5.09
51	28.53	2.78
52	30.66	2.28
53	38.31	1.28
54	41.10	2.66
55	45.35	2.96
56	47.55	3.98
57	52.5	2.36
58	52.75	2.61
59	54.18	2.42
1960	53.29	0.80
61	52.53	1.27
62	54.98	0.56
63	56.16	0.98
64	50.49	1.43
65	48.28	1.13
66	37.55	1.45
67	42.35	15.19
68	42.68	17.59
69	41.43	16.91
1970	47.46	15.56
71	45.26	17.5
72	45.96	19.4
73	41.4	17.87
74	39.26	19.68
75	46.56	24.73
76	40.78	22.91
77	37.77	26.53
78	35.69	27.38
79	32.78	26.67
1990	28.8	25.05
81	25.94	29.05
82	26.52	28.5
83	32.6	28.23
84	28.19	26.86

EFECTOS DE LA APLICACION DE LA LEY DE IMPUESTOS A LAS SOCIEDADES LEY 75 de 1.986

BASE TRI- BUTARIA (1)	TASA DE TRIBUTACION 1987	IMPUESTOS TOTALES (2) 1987	IMP. REGI- MEN ANTE- RIOR (3)	DIFERENCIA (4)
3.765,3	63.7%	1.311.0	1.591.1	185.1
192.5	84.3%	217.0	77.0	140.
356.5	72.5%	330.0	382.6	52.6
62.357.2	30.1%	21.591.3	24.742.9	3.303.6
62.271.5	-	23.427.3	26.908.6	3.481.3

- 1) Base tributaria+ (Impuestos tot.1- Impuestos financiero) / tasa de tributación .  
Tasa de tributación en 1987= 32%
- 2) Impuestos totales que pagaron Las Sociedades en 1987, según cifras de los informes trimestrales a 31 de Dicho año.
- 3) Impuestos del Regimen anterior : Tasa de tributación antes de la reforma = 40%
- 4) Diferencia entre el impuesto que se pagó con la reforma y el que se hubiera pagado en caso de no haberse efectuado ésta.

NOTAS : Informes trimestrales a Diciembre 31 de las Sociedades Inscritas en bolsa calculos de la División Técnica de la Comisión Nacional de Valores.

308

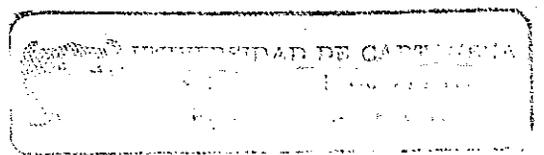
CUADRO 7-1	OFERTAS PUBLICAS PRIMARIAS AUTORIZADAS.									
	CLASE DE TITULOS	DATOS \$ M M				PARTICIPACION		% DE VARIACION.		
		I SEM /89	I SEM /88	I SEM /89	I SEM /88	I SEM /87	I SEM /88	I SEM /89	87 - 88	
ACCIONES	45.05	97.67	10888	37.5	30.7	17.5	116.8	11.5		
B.O.C.E.A.S.	3062	0	6650	25.5	0.0	10.7	-100.0			
RENTA FIJA Y DESCUENTO	4454	21.999	44750	37.1	69.3	71.8	393.9	105.4		
BONOS ORDINARIOS	3214	799	22950	26.7	2.5	36.8	-75.1	2112.3		
BONOS DE GARANTIA ESPEC	0	2.000	0	0.0	6.3	0.0		-100.0		
BONOS DE GARANTIA G/PAL	1240	16200	6800	10.3	51.0	10.9	1206.5	-58.0		
SUB TOTAL DE BONOS	4454	18900	29750	37.1	59.8	47.8	326.6	56.6		
CERTIFICADOS ELECTRICOS	0	0	15000	0.0	0.0	24.1				
TITULOS ELECTRICOS	0	0	0	0.0	0.0	0.0				
BONOS CAFETEROS	0	0	0	0.0	0.0	0.0				
BONOS I. F. I.	0	0	0	0.0	0.0	0.0				
CEDULAS DE INV. B.C.H.	0	0	0	0.0	0.0	0.0		-100.0		
PAPELES COMERCIALES	0	3000	0	0.0	8.4	0.0		-100.0		
BONOS DIST. ESP. BOGOTA	0	0	0	0.0	0.0	0.0				
TOTAL	12021	31766	62188	100.00	100.0	100.0	164.3	96.1		

FUENTE. BOLETIN ECONOMICO (BIC), # 183, 1990 P06.18.

CUADRO 7-3

MERCADO BURSÁTIL NACIONAL

TÍTULOS	ACUMULADO DEL AÑO A SEPTIEMBRE			%Variación	
	1989	P.%	1988		P.%
Acciones y derechos	21.640.8	4.66	15.606.9	3.89	38.66
Títulos de Ahorro					
Cafetero	4.319	0.93	7.147.1	1.78	-39.56
Papeles de la FEN	28.856.1	6.22	15.723.0	3.92	N.S
TAN	9.304.4	2.09	14.863.6	3.70	-37.40
Cedulas BCH	5.735.6	1.24	5.734.2	1.43	0.03
Bonos empresas privadas	28.782.9	6.20	4.961.8	1.24	N.S
C.D.T.	169.374.9	36.50	133.575.3	33.29	26.80
CERT Y CAT	22.275.9	4.80	11.776.4	2.94	89.16
Certificados de Cambio	23.946.6	5.16	20.934.9	5.22	14.39
Títulos canjeables	37.932.9	8.17	46.801.1	11.66	-18.95
Títulos de participación	2.703.6	0.58	88.006.0	21.93	-96.93
B.O.C.A.	1.977.4	0.43	219.2	0.05	N.S
Pagarés	47.131.4	10.16	22.225.6	5.54	112.06



CONTINUACION CUADRO 7-3

Acceptaciones Bancarias	54.998.1	11.85	10.528.3	2.62	N.S
Otros *	5.037.3	1.09	3.127.9	0.78	61.05
Total	464.017.6	100.0	401.231.1	100.0	15.65

\* Incluye: Papeles comerciales, Bonos Oficiales y Certificado cafeteros

BOCA : Bonos obligatoriamente convertibles en acciones

N.S. : Variación no significativa.

Fuente : Informes suministrados por las Bolsas de Valores, Cálculos de la C.N.V.

UTILIDAD NETA A 31 DE DICIEMBRE DE CINCUENTA SOCIEDADES ANONIMAS  
NO FINANCIERAS INSCRITAS EN BOLSA

CIFRAS EN MILLONES DE PESOS

AÑOS	SECTOR MANUFACTURA			SECTOR COMERCIO			OTROS SECTORES			TOTAL DE LA MUESTRA		
	Valor nominal	Valor real (*)	Variación real (%)	Valor nominal	Valor real (*)	Variación real (%)	Valor nominal	Valor real (*)	Variación real (%)	Valor nominal	Valor real (*)	Variación real (%)
1970	1.430.4	1.430.4	-	45.6	45.6	-	80.5	80.5	-	1.556.5	1.556.5	-
1971	1.407.0	1.186.3	-17.06%	47.7	40.2	-11.80%	91.0	76.7	-4.69%	1.545.7	1.303.3	-16.27%
1972	1.603.2	1.117.2	-5.83%	58.7	40.9	1.71%	79.4	55.3	-27.89%	1.741.3	1.213.4	-6.89%
1973	2.064.3	1.082.5	-3.11%	79.0	41.4	1.27%	97.2	51.0	-7.88%	2.240.5	1.174.9	-3.18%
1974	2.611.1	1.005.4	-7.12%	114.2	44.0	6.15%	127.3	49.0	-3.83%	2.852.6	1.098.4	-6.51%
1975	2.478.7	797.8	-20.86%	146.9	47.3	7.52%	159.0	51.2	4.40%	2.784.6	896.2	-18.41%
1976	3.184.8	805.5	0.96%	200.4	50.7	7.20%	177.4	44.9	-12.33%	3.562.6	901.0	0.53%
1977	3.740.9	793.9	-1.43%	221.9	47.1	-7.08%	397.0	84.3	87.79%	4.359.8	925.3	2.69%
1978	5.168.4	902.1	13.63%	311.6	54.4	15.50%	296.3	51.7	-38.61%	5.776.3	1.008.3	8.97%
1979	7.269.9	983.7	9.05%	282.4	38.2	-29.74%	-120.9	-16.4	-131.63%	7.431.4	1.005.6	-0.26%
1980	7.002.5	755.7	-23.18%	359.0	38.7	1.39%	291.2	31.4	292.10%	7.652.7	825.9	-17.87%
1981	7.435.7	649.6	-14.04%	359.4	31.4	-18.96%	193.6	16.9	-46.18%	7.988.7	697.9	-15.49%
1982	2.627.4	184.2	-71.64%	255.4	17.9	-42.96%	-960.2	-67.3	-498.07%	1.922.6	134.8	-80.68%
1983	2.927.8	174.0	-5.53%	-883.6	-52.5	-393.30%	-2.974.2	-176.8	-162.59%	-930.0	-55.3	-141.01%
1984	9.005.0	441.7	153.79%	126.6	6.2	111.82%	-2.382.8	-116.9	33.89%	6.784.8	332.8	701.97%
1985	16.232.5	647.5	46.58%	698.0	27.8	348.34%	-4.234.6	-168.9	-44.51%	12.695.9	506.4	52.16%
1986	27.836.8	892.7	37.88%	967.8	31.0	11.48%	762.4	24.4	114.48%	29.567.0	948.2	87.24%
1987	57.319.4	1.468.5	64.50%	1.597.6	40.9	31.88%	1.126.6	28.9	18.05%	60.043.6	1.538.3	62.24%
Variación promedio anual	-	-	9.22%	-	-	2.38%	-	-	-25.15%	-	-	35.84%

(\*) Deflactado por el índice de precios al por mayor del comercio en general (base, 1970 = 100).  
FUENTE: Informes suministrados por las sociedades inscritas. Cálculos de la Comisión Nacional de Valores - División Técnica.

Cuadro 8- 3

RENTABILIDAD ANUAL EFECTIVA DE LA ACCION

1980 - 1988

Rango de Rentabilidad Anual efectiva		Porcentaje de acciones en el rango		
Desde	Hasta	1980-1983	1987	1988
Igual o menor a	0,00%	55%	18,5%	19,9%
0,01%	10,00%	6%	9,6%	13,0%
10,01%	20,00%	15%	2,7%	9,6%
20,01%	30,00%	3%	6,2%	8,9%
30,01%	50,00%	15%	18,5%	22,6%
50,01%	100,00%	6%	20,5%	11,6%
Más de	100,00%	-	24 %	14,4%

Fuente ; Los datos de periodo 1980-1983 se basan en los resultados de una investigación adelantada por estudiantes de la Universidad de los Andes, facultad de administración, Bogotá, 1984 : "La política de dividendos de la Sociedad Anónima en Colombia 1979-1983". Los datos correspondientes a 1987 y 1988 fueron tomados de un estudio elaborado por la División Técnica de la Comisión Nacional de Valores , Bogotá, julio de 1984: "Políticas de capitalización y Dividendos en las Sociedades anónimas con posterioridad a la reforma tributaria de 1986.

AÑOS ITEMS TITULOS	PLAZO	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
		RENTA EFFECTIVA ANUAL						
<b>SECTOR PRIVADO</b>								
ACEPTACIONES BANCARIAS.	HASTA 60 DIAS	---	---	---	---	25.73%		
	DE 61 a 120 DIAS	---	---	---	---	31.65%		
	DE 121 a 180 DIAS	---	---	---	32%	32.94%		
BONOS DE GARANTIA REAL	12 MESES	---	---	---	33.41%	35%		
BONOS PRIVADOS	DE 71 a 90 DIAS	---	---	---	---	34.98%		
	DE 91 a 108 DIAS	---	---	---	---	34.95%		
BONOS OBLIGATORIOS, CONVERTIBLES EN ACCIONES.	60 MESES	---	---	---	37.64%			
CERTIFICADOS DE DEPOSITO A TERMINOS	90 DIAS	38.12%	38.08%	35.5%	30.41%	30.15%	31.3%	37.7
	DE 91 a 180 DIAS	---	---	---	31.40%	30.65%		
	DE 181 a 270 DIAS	---	---	---	38.08%	33.05%		

CUADRO  
8-4/

CONTINUACION:  
RENTABILIDAD DE ALGUNOS TITULOS DE RENTA FIJA QUE  
PARTICIPAN EL MERCADO PUBLICO DE VALORES (1983-1989) 312

TITULOS	ITEMS PLAZO	AÑOS						
		1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
		RENTABILIDAD EFECTIVA ANUAL						
SECTOR PUBLICO.								
TITULOS CAUJEDILES	HASTA 90 DIAS	32.57%	---	---	34.34%	27.87%	---	---
	DE 91 a 180 DIAS	---	---	---	---	27.10%	---	---
TITULOS DE AHORROS CAFETEROS	DE 361 a 540 DIAS	---	---	---	---	35.25%	---	---
	DE 541 a 720 DIAS	---	---	---	---	35.28%	---	---
	DE 721 a 900 DIAS	---	---	---	---	35.55%	---	---
	DE 901 a 1080 DIAS	---	---	---	---	35.21%	---	---
CERTIFICADOS ELECTRICOS VALORIZABLES	HASTA 90 DIAS	---	---	---	27.84%	---	---	---
	6 MESES	---	33.98%	32.2%	28.2%	27.5%	31.9%	31.9%
TITULOS ENERGETICOS DE RENTABILIDAD CRECIENTE	HASTA 90 DIAS	---	---	---	---	29.77%	---	---
	DE 90 a 180 DIAS	---	---	---	---	32%	---	---
	DE 181 a 270 DIAS	---	---	---	---	33.64%	---	---
	DE 271 a 360 DIAS	---	---	---	---	30.82%	---	---
	DE 361 a 540 DIAS	---	---	---	---	50.99%	---	---
CERTIFICADOS DE AHORRO NACIONAL CLASE A	HASTA 90 DIAS	---	28.65%	28.6%	24.9%	27.64%	24.9%	24.9%
	DE 91 a 180 DIAS	34.10%	30.84%	---	26.78%	30.12%	---	---
	DE 271 a 360 DIAS	---	32.25%	---	---	20%	---	---

CUADRO  
8-4

CONTINUACION

313

AÑOS ITEMS TITULOS	PLAZO	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
		EFECTIVA ANUAL	EFECTIVA ANUAL	EFECTIVA ANUAL	EFECTIVA ANUAL	EFECTIVA ANUAL	EFECTIVA ANUAL	EFECTIVA ANUAL
TITULOS DE AHORRO NACIONAL CLASE B	HASTA 90 DIAS DE 91 A 180 DIAS DE 181 A 270 DIAS	---	---	---	30.92%	28.47% 28.91% 28.82%		
CERTIFICADO DE DESARROLLO TURISTICO								
TITULOS DE PARTICIPACION	HASTA 90 DIAS DE 91 A 180 DIAS	---	---	---	---	29.86% 29.66%		
CERTIFICADOS DE CAMBIO	90 DIAS	23.53%			33.26%			
BONDOS I PI LEY 20		37.93%			47.91%	34.69%		
BONDOS DE FOMENTO INDUSTRIAL								
CEDULAS B.C.H. 12.5% CEDULAS B.C.H. CONFIALES 18% CEDULAS B.C.H. CORTO PLAZO						16.95% 25.85% 30.24%		
CERTIFICADOS ELECTRICOS	HASTA 90 DIAS DE 91 A 180 DIAS	40.15% 55.27%						
BONDOS DE DESARROLLO ECONOMICO		24.18%						
CERTIFICADOS CAFETEROS	HASTA 90 DIAS DE 91 A 180 DIAS	36.40% 30.86%	29.85%		30.00%			

CUADRO 8-5 A

MERCADO BURSATIL NACIONAL

Cifras en Millones de Pesos Corrientes

TITULOS	1,979	1,980	1,981	1,982	1,983	1,984	1,985	1,986	1,987	1,988
<b>SECTOR PRIVADO</b>										
ACCIONES	7,932	8,845	18,064	5,966	5,430	5,336	4,775	10,394	20,820	21,108
BONDOS OBLIG. CONV. EN ACCIONES	0	0	0	0	0	200	66	2,085	613	296
BONDOS ORDINARIOS	0	0	0	0	120	177	422	1,159	2,442	10,372
C.D.T.	891	539	1,647	2,004	4,352	10,908	28,505	92,988	148,911	167,905
PAPELES COMERCIALES	0	0	300	829	103	9	3	0	0	377
PAGARES	0	0	0	0	0	331	907	2,510	10,012	27,969
ACEPTACIONES BANCARIAS	0	0	0	0	0	0	0	427	1,810	19,467
SUB-TOTAL	8,822	9,384	20,011	8,800	10,006	16,961	34,679	109,562	184,307	258,169
<b>SECTOR PUBLICO</b>										
BONDOS OFICIALES	1,390	319	659	267	560	134	239	1,717	1,211	4,435
CAT Y CERT	12,120	2,363	3,220	4,919	4,630	8,957	12,489	12,071	13,369	18,227
CEBULAS B.C.H.	1,014	1,297	1,428	2,049	3,171	5,269	6,451	4,757	6,833	7,494
CERTIFICADOS CAFETEROS	0	0	2,176	10,656	18,380	44,016	7,398	301	179	1
CERTIFICADOS DE CAMBIO	19,564	19,062	26,234	38,646	26,195	49,911	218,366	84,334	56,340	27,509
TITULOS DE DES. TURISTICO	14	43	31	152	131	123	272	44	129	26
TITULOS CANJEABLES	0	0	0	7,371	16,705	3,778	1,079	75,518	117,543	54,838
TITULOS DE PARTICIPACION	3,781	28,110	37,831	12,062	1,421	131	0	11,015	104,373	91,320
TITULOS F.E.N.	0	0	0	0	12,896	13,600	25,930	22,903	13,956	23,036
TITULOS DE AHORRO NACIONAL	0	0	0	0	383	9,480	20,382	23,697	20,274	18,169
T.A.C.	711	108	111	0	0	0	0	7,756	32,259	9,150
TITULOS DE CREDITO	0	0	0	0	0	0	0	0	0	847
TITULOS DE FON. AGROPECUARIO	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
TITULOS FINAN. AGROINDUSTRIALES	4	5	2	0	0	0	0	0	0	0
C.A.V.C.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	76.7
SUB-TOTAL	27,597	51,312	71,693	76,321	94,476	134,997	292,606	246,112	366,467	255,125
<b>T O T A L E S</b>	<b>36,420</b>	<b>60,697</b>	<b>91,704</b>	<b>85,121</b>	<b>94,482</b>	<b>151,958</b>	<b>327,285</b>	<b>357,675</b>	<b>550,774</b>	<b>513,314</b>

FUENTE: INFORMES SUMINISTRADOS POR LAS BOLSA DE VALORES.  
CALCULOS DE LA C.N.V. - DIVISION TECNICA

CUADRO  
B-58

MERCADO BURSÁTIL NACIONAL  
PARTICIPACION PORCENTUAL %  
1979 - 1989

315

TITULOS	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
SECTOR PRIVADO											
ACCIONES	21.779	14.342	12.678	4.008	5.777	3.511	1.459	1.506	3.125	4.111	
BONDS OBLIGATORIAMENTE CONVERTIBLES EN ACCIONES	0	0	0	0	0	0,131	0,020	0,583	0,111	0,057	
BONDS ORDINARIOS	0	0	0	0	0,127	0,116	0,128	0,324	0,472	1,059	
C.D.T.	1.476	0.888	1.196	1.354	4.406	7.178	9.109	25.997	27.056	32.709	
PAPELES COMERCIALES	0	0	0,327	0,974	0,211	0,006	0,009	0	0	0,141	
PAGARES	0	0	0	0	0	0,217	0,277	0,701	1,819	5,478	
ACEPTACIONES BANCARIAS	0	0	0	0	0	0	0	0,119	0,328	6,740	
SUBTOTAL	24.225	15.460	27.821	10.338	10.590	11.161	10.595	50,651	33,463	50,298	
SECTOR PUBLICO											
BONDS OFICIALES	1070	0.525	0.718	0.312	0.592	0.088	0.043	0.480	0.218	0.864	
CAT Y CERT	5820	3.901	3.511	3.778	4.990	6.041	3.815	3.374	2.427	3.55	
CECULAS B.C.H.	1.784	2.136	1.657	2.407	3.356	3.467	1.971	1.329	1.240	1.459	
CERTIFICADOS CAPEBROS	0,1	0	2,572	12,518	19,483	28,965	1,260	0,084	0,006	—	
CERTIFICADOS DE CAMBIO	53,127	31,405	28,607	46,401	21,724	31,846	46,720	23,518	0,032	5,359	
TITULOS DE DESARROLLO TURISTICO.	0,068	0,070	0,038	0,178	0,138	0,081	0,083	0,012	10,224	0,005	
TITULOS	0	0	0	8,874	11,680	2,486	0,329	22,251	21,841	10,685	
TITULOS DE PARTICIPACION	10,381	46,312	41,258	14,170	1,504	0,086	0	3,019	18,950	17,190	
TITULOS F.E.M	0	0	0	0	3,679	8,749	7,922	6,403	2,633	4,487	
TITULOS DE AHORRO NACIONAL	0	0	0	0	0,411	6,238	6,227	6,625	5,682	5,539	
T.A.C.	1,952	0,138	0,121	0	0	0	0	2,168	5,857	1,781	
TITULOS DE CREDITO	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,165	
TITULOS DE FOMENTO AGROPECUARIO	0	0	0	0	0	0	0	0	0	—	
TITULOS DE FINANCIACION AGROINDUSTRIALES	0,010	0,009	0,002	0	0	0	0	0	0	0	
C.A.V.C.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	13,775	
SUBTOTAL	15,774	84,786	78,178	89,661	89,409	88,868	89,704	69,368	66,536	79,701	
TOTALES	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	

FUENTE

INFORMES SUMINISTRADOS POR LA BOLSA DE VALORES.  
CALCULOS DE LA C.M.V. - DIVISION TECNICA.  
\* DATOS A SEPTIEMBRE DE 1989.

CUADRO 8-6

MERCADO BURSATIL NACIONAL

Cifras en Millones de Pesos Constantes de 1.979(\*)

TITULOS	1,979	1,980	1,981	1,982	1,983	1,984	1,985	1,986	1,987	1,988
<b>SECTOR PRIVADO</b>										
ACCIONES	7,932	7,054	11,663	3,092	2,385	1,934	1,413	2,463	3,885	3,085
BONOS OBLIG.CONV. EN ACCIONES	0	0	0	0	0	73	20	494	116	41
BONOS ORDINARIOS	0	0	0	0	53	64	125	275	462	1,541
C.D.T.	891	430	1,063	1,039	1,912	3,954	8,438	22,037	28,193	24,541
PAPELES COMERCIALES	0	0	194	430	46	3	1	0	0	121
PAGARES	0	0	0	0	0	120	269	595	1,895	4,081
ACEPTACIONES BANCARIAS	0	0	0	0	0	0	0	101	343	4,307
SUB-TOTAL	8,822	7,484	12,920	4,560	4,395	6,148	10,266	25,965	34,894	37,741
<b>SECTOR PUBLICO</b>										
BONOS OFICIALES	390	255	425	138	246	49	71	407	229	646
CAT Y CERT	2,120	1,888	2,079	2,549	2,034	3,102	3,697	2,861	2,531	2,660
CECULAS B.C.W.	1,014	1,034	922	1,062	1,393	1,910	1,510	1,127	1,294	1,095
CERTIFICADOS CAFETEROS	0	0	1,405	5,522	8,074	15,955	2,190	71	54	0
CERTIFICADOS DE CAMBIO	19,564	15,202	16,938	20,026	11,506	18,092	64,642	19,986	10,667	4,021
TITULOS DE DES. TURISTICO	14	35	20	79	58	44	81	11	24	4
TITULOS CANJEABLES	0	0	0	3,923	7,339	1,369	319	18,845	22,254	8,016
TITULOS DE PARTICIPACION	3,781	22,419	24,425	6,250	624	47	0	2,610	19,761	13,349
TITULOS F.E.N.	0	0	0	0	5,665	4,930	7,676	5,428	2,642	3,367
TITULOS DE AHORRO NACIONAL	0	0	0	0	170	3,436	6,034	5,616	3,839	2,656
T.A.C.	711	86	72	0	0	0	0	1,838	6,107	1,338
TITULOS DE CREDITO	0	0	0	0	0	0	0	0	0	124
TITULOS DE FOM. AGROPECUARIO	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TITULOS FINAN.AGROINDUSTRIALES	4	5	1	0	0	0	0	0	0	0
SUB-TOTAL	27,597	40,924	46,288	39,549	37,111	48,935	66,619	58,800	69,362	37,283
<b>T O T A L E S</b>	<b>36,420</b>	<b>48,408</b>	<b>59,208</b>	<b>44,109</b>	<b>41,506</b>	<b>55,083</b>	<b>96,885</b>	<b>84,765</b>	<b>104,276</b>	<b>75,025</b>

(\*) Deflactado por el Índice de Precios al por mayor del comercio en general- Base 1970=100

FUENTE: INFORMES SUMINISTRADOS POR LAS BOLSA DE VALORES

CALCULOS DE LA C.N.V. - DIVISION TECNICA

317

CUADRO 8-7 A

8-8

OFERTAS PUBLICAS AUTORIZADAS POR LA C.N.V.

Cifras en Millones de Pesos Constantes de 1.979(\*)

TITULOS	1,980	1,981	1,982	1,983	1,984	1,985	1,986	1,987	1,988
<b>SECTOR PRIVADO</b>									
ACCIONES	1,566	3,260	3,283	7,273	2,931	2,721	3,550	4,859	3,525
BONOS OBLIG.CONV. EN ACCIONES	0	0	0	848	5,798	4,727	4,854	1,337	424
BONOS ORDINARIOS	0	0	0	0	0	53	64	719	793
BONOS DE GARANTIA GENERAL	40	452	52	1,362	399	1,184	0	1,475	2,453
BONOS EN DOLARES	0	1,055	0	0	0	0	0	0	0
PAPELES COMERCIALES	0	323	1,244	0	0	0	0	0	439
C.D.T.	0	323	0	0	0	0	0	0	0
TITULOS EDUCATIVOS UNIANDES	0	34	0	0	0	0	0	0	0
SUB-TOTAL	1,606	5,446	4,578	9,483	9,128	8,684	8,567	8,390	7,644
<b>SECTOR PUBLICO</b>									
ACCIONES	0	0	0	0	0	0	0	0	26
CERTIFICADOS ELECTRICOS	0	0	0	3,075	2,900	0	0	3,124	2,412
BONOS IFI	1,196	968	1,555	0	362	296	237	1,893	0
CERTIFICADOS CAFETEROS	0	6,456	2,591	2,197	0	0	0	0	0
CEDULAS B.C.H.	0	646	0	879	4,712	0	3,555	0	0
TITULOS ENERGETICOS (T.E.R.)	0	0	0	0	725	0	948	1,893	1,462
BONOS DE DEUDA PUBLICA	0	0	0	0	0	0	0	0	292
BONOS CAFETEROS	0	0	0	0	0	2,368	0	0	0
SUB-TOTAL	1,196	8,071	4,146	6,150	8,700	2,664	4,740	6,910	4,193
<b>TOTAL</b>	<b>2,802</b>	<b>13,517</b>	<b>8,724</b>	<b>15,633</b>	<b>17,828</b>	<b>11,347</b>	<b>13,307</b>	<b>15,300</b>	<b>11,836</b>

(t):Deflectado por el indice de Precios al por mayor del comercio en general- Base 1970=100  
 FUENTE: COMISION NACIONAL DE VALORES - DIVISION TECNICA

CUADRO B-7B	OFERTAS PRIMARIAS DE ACCIONES AUTORIZADAS POR LA COMISION NACIONAL DE VALORES, REALIZADAS POR SECTORES ECONOMICOS PARA CADA AÑO ENTRE 1980 Y 1989. CIFRAS EN MILLONES DE PESOS.													
	AÑOS		1980		1981		1982		1983		1984		1985	
	SECTORES	VALOR	P/.	VALOR	P/.	VALOR	P/.	VALOR	P/.	VALOR	P/.	VALOR	P/.	VALOR
AGRICULTURA SILVICULTURA Y PESCA	N.d	-	N.d	-	3405	6.33	5420	5.27	1.0212	12.62	9586	10.44		
EXPLORACION DE MINAS Y CAUTERAS	N.d	-	N.d	-	208	0.32	2943	1.97	5750	1.11	1644	1.78		
ENERGIA	N.d	-	N.d	-	0	0	5325	3.22	0	0	0	0		
MANUFACTURA	N.d.	-	N.d	-	2.4736	39.09	8.1182	52.66	4.3461	52.33	2.1941	23.87		
ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS.	N.d	-	N.d	-	1.2688	20.05	2.2938	19.89	2022	8.68	2.9894	32.52		
COMERCIO	N.d	-	N.d	-	1470	2.32	6565	3.84	3773	4.66	4775	5.19		
HOTELERIA Y TURISMO	N.d	-	N.d	-	6540	10.32	1.1932	7.24	6849	8.47	1.5335	16.68		
TRANSPORTE	N.d	-	N.d	-	5275	8.32	4137	2.60	576	0.46	1715	1.86		
OTROS SERVICIOS NO FINANCIEROS.	N.d	-	N.d	-	9029	14.15	9333	5.64	2433	4.24	4011	4.22		
TOTAL	1.964	100	5.049	100	6.3351	100	16.5565	100	8.0866	100	9.1899	100		

P/.: PARTICIPACION PORCENTUAL

N.d.: NO DISPONIBLE

\* : DATOS A SEPTIEMBRE 30 DE 1989

FUENTE INFORME DE LAS SOCIEDADES EMISORAS.  
CALCULOS DE LA DIVISION TECNICA DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES.

387

CONTINUACION.

CUADRO B-4B	1986		1987		1988		1989 *		
	AÑOS		AÑOS		AÑOS		AÑOS		
	CAUDALIDADES	VALOR	P.I.	VALOR	P.I.	VALOR	P.I.	VALOR	P.I.
SECTORES.									
AGRICULTURA CULTURA Y PESCA	4300	2,79	2445	0,95	59	0,02	119,0	0,79	
EXPLORACION DE MINAS Y CANTERAS.	6228	4,04	7873	3,07	2.4100	9,91	2900,0	18,25	
ENERGIA	0	0	0	0	0	0	0,0	0	
MANUFACTURA	4.9640	32,23	9.2657	36,11	9.6102	39,5	6.567,9	40,1	
ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS	5.4560	35,43	11.3897	44,27	3.0262	12,44	5.132,5	19,72	
COMERCIO	2.0622	13,59	2.6324	10,26	8.3248	34,22	2.588,6	15,8	
HOTELERIA Y TURISMO	0	0	2071	0,81	565	0,23	765,0	4,81	
TRANSPORTE	1.8649	12,11	68	0,03	500	0,12	30,0	0,19	
OTROS SERVICIOS FINANCIEROS	0	0	1.1588	4,61	8621	3,54	60,0	0,38	
TOTAL	15.400,5	100	25.6623	100	24.3257	100	15.883,8	100	

ESTADO DE BANCOS  
#40-1-112-1111  
1987-1988

## CUADRO 8-8 8-7A

## OFERTAS PUBLICAS AUTORIZADAS POR LA C.N.V.

Cifras en Millones de Pesos Corrientes

TITULOS	1,980	1,981	1,982	1,983	1,984	1,985	1,986	1,987	1,988
<b>SECTOR PRIVADO</b>									
ACCIONES	1,964	5,049	6,335	16,557	8,087	9,190	15,401	25,663	24,114
BONOS OBLIG. CONV. EN ACCIONES	0	0	0	1,930	15,995	15,968	20,480	7,062	2,900
BONOS ORDINARIOS	0	0	0	0	0	178	279	3,798	3,424
BONOS DE GARANTIA GENERAL	50	700	100	3,100	1,100	4,000	0	7,790	16,852
BONOS EN DOLARES	0	1,635	0	0	0	0	0	0	0
PAPELES COMERCIALES	0	500	2,400	0	0	0	0	0	3,000
C.D.T.	0	500	0	0	0	0	0	0	0
TITULOS EDUCATIVOS UNIANDES	0	52	0	0	0	0	0	0	0
SUB-TOTAL	2,014	8,436	8,835	21,587	25,182	29,336	36,151	44,313	52,290
<b>SECTOR PUBLICO</b>									
ACCIONES	0	0	0	0	0	0	0	0	181
CERTIFICADOS ELECTRICOS	0	0	0	7,000	8,000	0	0	14,500	14,500
BONOS IFI	1,500	1,500	3,000	0	1,000	1,000	1,000	10,000	0
CERTIFICADOS CAFETEROS	0	10,000	5,000	5,000	0	0	0	0	0
CEDULAS R.C.H.	0	1,000	0	2,000	13,000	0	15,000	0	0
TITULOS ENERGETICOS (T.E.R.)	0	0	0	0	2,000	0	4,000	10,000	10,000
BONOS DE DEUDA PUBLICA	0	0	0	0	0	0	0	0	2,000
BONOS CAFETEROS	0	0	0	0	0	8,000	0	0	0
SUB-TOTAL	1,500	12,500	8,000	14,000	24,000	9,000	20,000	36,500	28,681
<b>TOTAL</b>	<b>3,514</b>	<b>20,936</b>	<b>16,835</b>	<b>35,587</b>	<b>49,182</b>	<b>38,336</b>	<b>56,151</b>	<b>80,813</b>	<b>80,971</b>

FUENTE: COMISION NACIONAL DE VALORES-DIVISION TECNICA

321

CUADRO 8-9	COLOCACION DE OFERTAS PUBLICAS DE ACCIONES POR TIPO DE ACCIONISTA, AUTORIZADAS POR LA COMISION NACIONAL DE VALORES DURANTE 1987 Y 1988 HASTA EL MES DE JUNIO DE 1989.			
	TIPO DE ACCIONISTA	1987		1988 HASTA JUNIO DE 1989
SECTORES	SUSCRIPCION DE TERCEROS P/.	SUSCRIPCION DE ACCIONISTAS P/.	SUSCRIPCION DE TERCEROS P/.	SUSCRIPCION DE ACCIONISTAS P/.
MANUFACTURA	10.89%	89.11%	4.34%	90.83%
AGRICULTURA	0.00%	100.00%	14.41%	82.29%
MINERIA	23.85%	46.15%	1.48%	98.22%
COMERCIO	12.18%	87.82%	3.14%	96.86%
HOTELERIA Y TURISMO	6.59%	93.41%	4.62%	95.38%
TRANSPORTE	28.69%	61.31%	0.00%	100.00%
OTROS SERVICIOS	20.50%	79.50%	4.89%	92.11%
ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS	14.43%	82.57%	21.49%	48.51%
PROMEDIO TOTAL	14.92%	85.08%	12.58%	84.42%

FUENTE

INFORME DE LAS SOCIEDADES EMISORAS.  
CALCULOS DE LA DIVISION TECNICO DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES.

## COMPOSICION DEL CAPITAL ACCIONARIO DE LAS EMPRESAS

## INSCRITAS EN LAS BOLSAS DE VALORES

1985 - 1987

Cuadro 8 - 10

Sectores Participación de accionistas minoritarios en el total de acciones. \*

	1985	1986	1987
Sector Manufacturero	44,43 %	33,10 %	-
Sector Agrícola	16,56 %	26,88 %	-
Sector Explotación de Minas y Canteras	27,71 %	28,16 %	-
Sector Comercio y Hoteles	35,38 %	47,70 %	-
Sector Administración de Negocios e Inmuebles	53,86 %	51,94 %	-
Sector Construcción e Ingeniería	47,10 %	52,24 %	-
Promedio Total	33,45 %	42,94 %	31,7 %

\* Calculado como la participación en el total de acciones en circulación de las acciones en poder de accionistas que individualmente tienen el 3% o menos.

Fuente : Informes trimestrales suministrados por las sociedades inscritas en las bolsas de valores y formularios de actualización del registro nacional de valores.

Los datos de 1985 y 1986 fueron tomados de un estudio realizado por la división técnica de la comisión nacional de valores en 1986 sobre una muestra de 96 empresas industriales. El resultado de 1987 corresponde a un estudio adelantado en 1988, por la misma división, sobre 270 sociedades con títulos inscritos en el registro Nacional de valores.

## CUADRO 8-11

NUMERO DE SOCIEDADES ABIERTAS O CON COMPROMISO DE APERTURA  
1983-1986

CONDICION	1983	1984	1985	1986
Sociedades abiertas	46	51	69	72
Compromisos de apertura	12	12	1	2

FUENTE: Comisión Nacional de Valores - División Técnica.

CUADRO 8-12

**CLASIFICACION DE LAS SOCIEDADES ABIERTAS  
SEGUN NUMERO DE ACCIONISTAS**

<b>Rango según número de accionistas</b>			<b>% sobre total sociedades abiertas</b>
De 100	a	200	41.10
De 201	a	1.000	15.07
De 1.001	a	5.000	26.03
De 5.001	a	20.000	12.32
Más de		20.000	5.48

**FUENTE:** Informes suministrados por las sociedades anónimas abiertas.  
Cálculos de la Comisión Nacional de Valores - División Técnica.

CUADRO 8-13

**PARTICIPACION TOTAL DE ACCIONISTAS CON 3% O MENOS  
DE LAS ACCIONES DE LAS SOCIEDADES ABIERTAS**

<b>NATURALEZA</b>	<b>1983</b> %	<b>1984</b> %	<b>1985</b> %	<b>1986</b> %
Empresas privadas	56.2	64.2	65.4	62.4
Sociedades de economía mixta	90.2	90.2	91.9	96.2
Promedio general	74.4	74.6	76.0	73.7

FUENTE: Informes suministrados por las sociedades anónimas abiertas.  
Cálculos de la Comisión Nacional de Valores - División Técnica.

CUADRO 8-14  
PROMEDIO GENERAL DE LOS INDICADORES BURSATILES  
PARA LAS SOCIEDADES ANONIMAS ABIERTAS

INDICADOR	1983	1984	1985	1986
Liquidez bursátil	8.5%	8.8%	8.1%	5.3%
Número de transacciones en el año	251	236	204	142

FUENTE: Informes suministrados por las sociedades anónimas abiertas.  
Cálculos de la Comisión Nacional de Valores - División Técnica.

## FONDO DE CAPITALIZACION EMPRESARIAL

Aprobaciones por actividad económica - (julio 1983 - diciembre 31 1986)

CIFRAS EN MILLONES DE PES

SECTOR	No. de empresas	Monto del crédito	Participación %
<b>ACCIONES</b>			
Transporte aéreo	1	600.0	2.47
Manufactura	99*	8.197.3	33.79
Comercio	14*	1.005.6	4.14
Construcción	18	1.329.3	5.48
Agrícola	10	947.8	3.91
Turismo <sup>1</sup>	1	246.4	1.02
Financiero <sup>1</sup>	1	37.5	0.15
<b>Subtotal</b>	<b>143</b>	<b>12.363.9</b>	<b>50.96</b>
<b>BONOS OBLIGATORIAMENTE CONVERTIBLES EN ACCIONES</b>			
Manufactura	33*	9.137.8	37.66
Comercio	6*	2.039.4	8.41
Construcción	3	320.0	1.32
Agrícola	1	400.0	1.65
<b>Subtotal</b>	<b>41</b>	<b>11.897.2</b>	<b>49.00</b>
<b>TOTAL</b>	<b>184</b>	<b>24.261.1</b>	<b>100.00</b>

\* En el sector manufacturero y comercial se descuentan dos y una empresa, quedando en total 130 y 19 respectivamente debido a que una misma sociedad tuvo acceso al Fondo para emisión de acciones y de bonos.

<sup>1</sup> Línea transitoria, Resolución número 55 de 1985. Junta Monetaria.

FUENTE: Banco de la República.

## CUADRO No. 8-16

## FONDO DE CAPITALIZACION EMPRESARIAL

Aprobaciones por tipo de sociedad - (julio 1983 - mayo de 1986)

CIFRAS EN MILLONES DE PES

CLASE DE SOCIEDAD	No. de empresas	Monto del crédito	Participación %
ABIERTAS	41	11.542.8	47.58
CERRADAS	121	10.832.3	44.65
EN PROCESO DE APERTURA	16	1.886.0	7.77
<b>TOTAL</b>	<b>184</b>	<b>24.261.1</b>	<b>100.00</b>

CUADRO 8-17

FONDO DE CAPITALIZACION EMPRESARIAL  
AFROBACIONES POR TIPO DE SOCIEDAD  
Julio de 1.983 Junio de 1.987

CLASE DE SOCIEDAD	NUMERO DE EMPRESAS	MONTO DEL CREDITO	PARTICIPACION %
ABIERTA	58	15790.3	42.70%
CERRADA	200	18892.3	51.08%
EN PROCESO DE APERTURA	16	1886.0	5.10%
LIMITADA	10	415.4	1.12%
TOTAL	284	36983.9	100.00%

FUENTE: Banco de la República  
Cálculos de la Comisión Nacional de Valores - División Técnica

329

INDICE DE CONCENTRACION DE GINI DE LAS SOCIEDADES

INSCRITAS EN EL REGISTRO NACIONAL DE VALORES

DATOS A 31 DE DICIEMBRE DE 1987

- 1 : Máxima Concentración
- 0 : Máxima Desconcentración

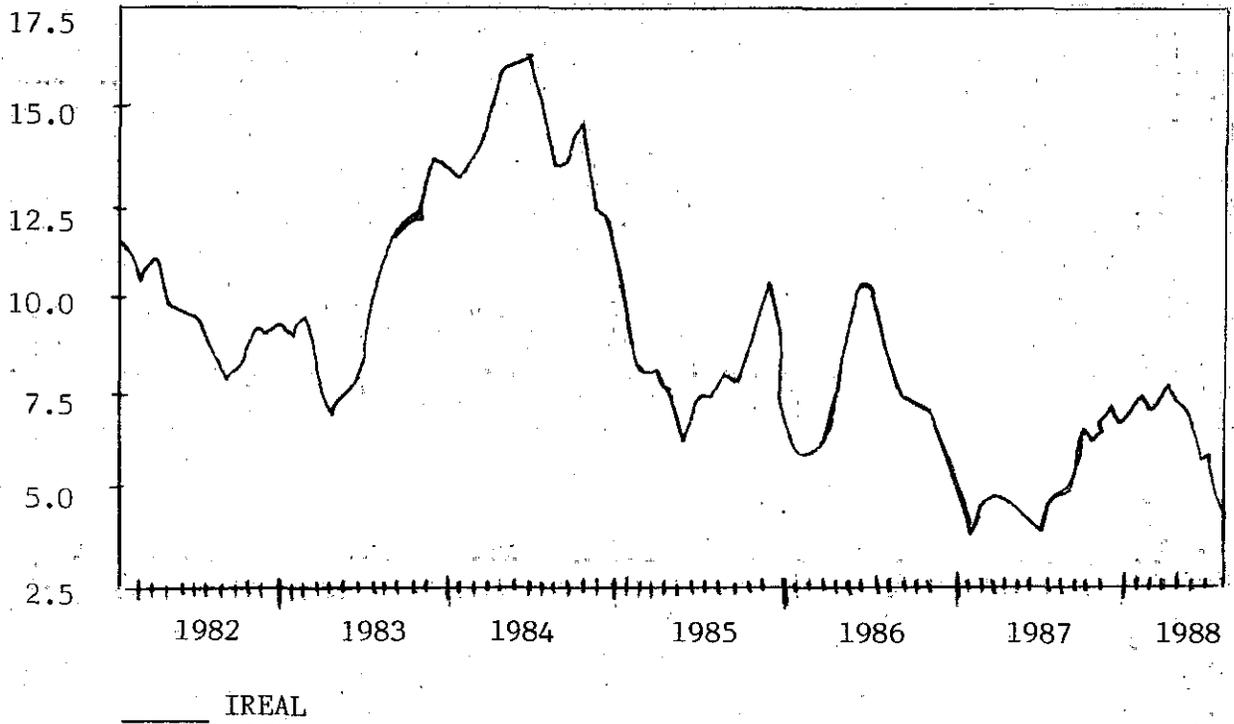
Cuadro 8 - 18

Sector Económico	Indice de GINI
Industria Manufacturera	0,5999
Agricultura, Silvicultura y Pesca	0,7007
Explotación de Minas y Canteras	0,5751
Comercio	0,4900
Hoteles	0,7848
Sociedades de Inversión y Servicios	
Varios	0,5146
Distribución de Combustibles	0,8437
Transportes	0,5898
Establecimientos Financieros	0,6579
Fondos Ganaderos	0,3420
Promedio Total	0,71

Fuente : Resultados del estudio "concentración de la Propiedad Accionaria en Colombia", realizado por la División Técnica de la Comisión Nacional de Valores en 1988 sobre una muestra de 270 sociedades con títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores.

FIGURA 2-1

TASA REAL DE INTERES



Fuente: Tabla 1

FIGURA 2-2

TASA EFECTIVA ANUAL - C.D.T. 90 DIAS

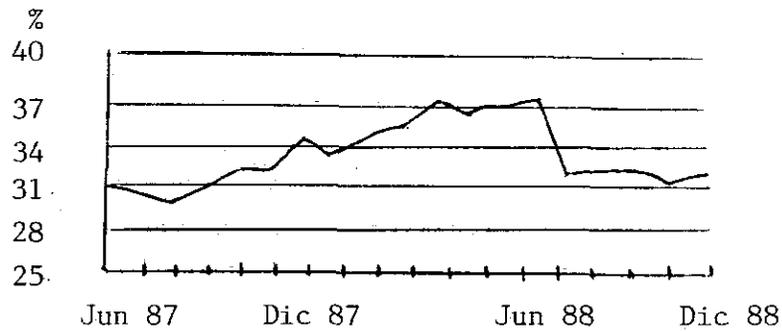
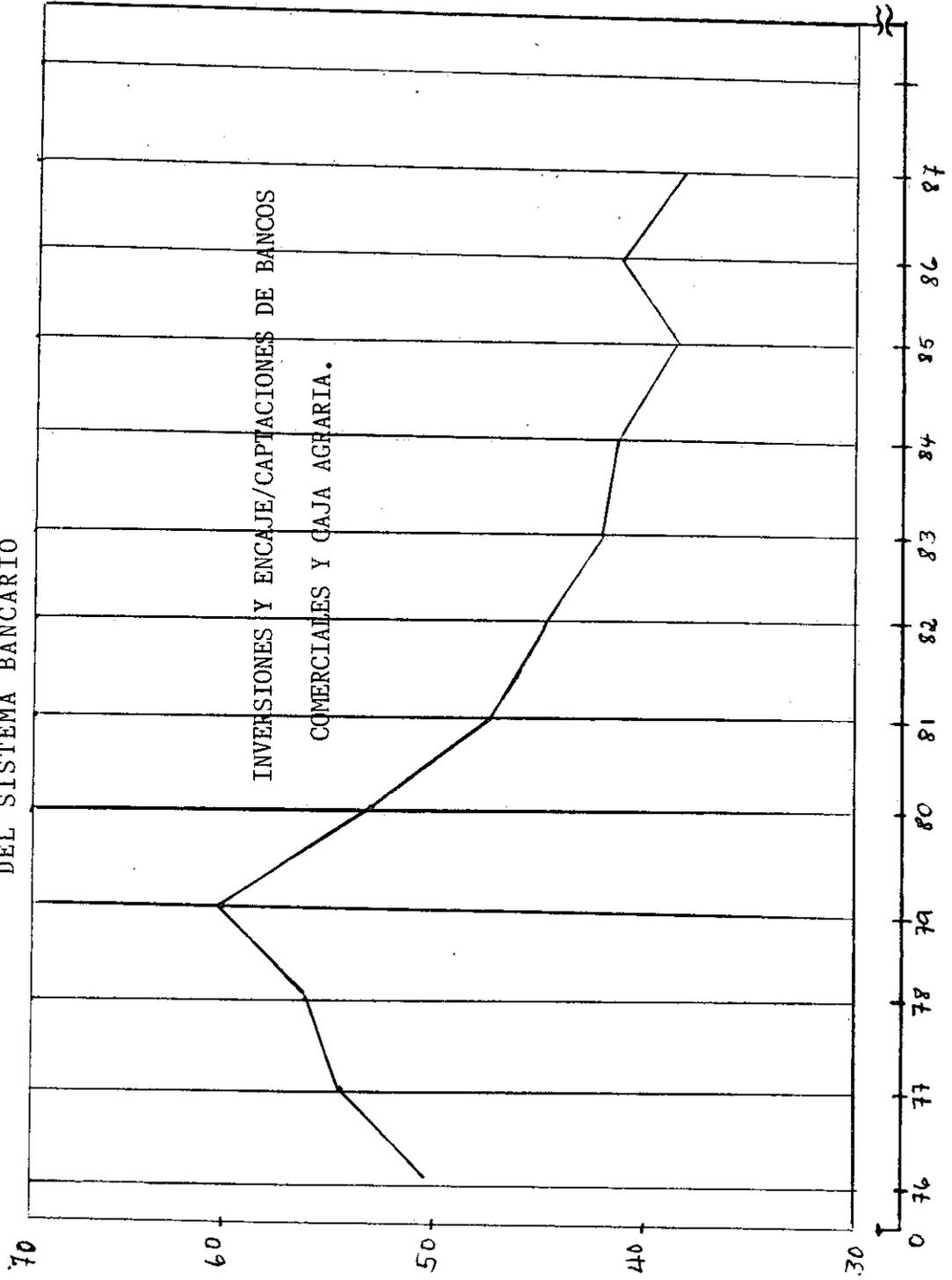


GRAFICO 4-1

IMPORTANCIA DE LAS INVERSIONES FORZOSAS Y DEL ENCAJE  
DEL SISTEMA BANCARIO

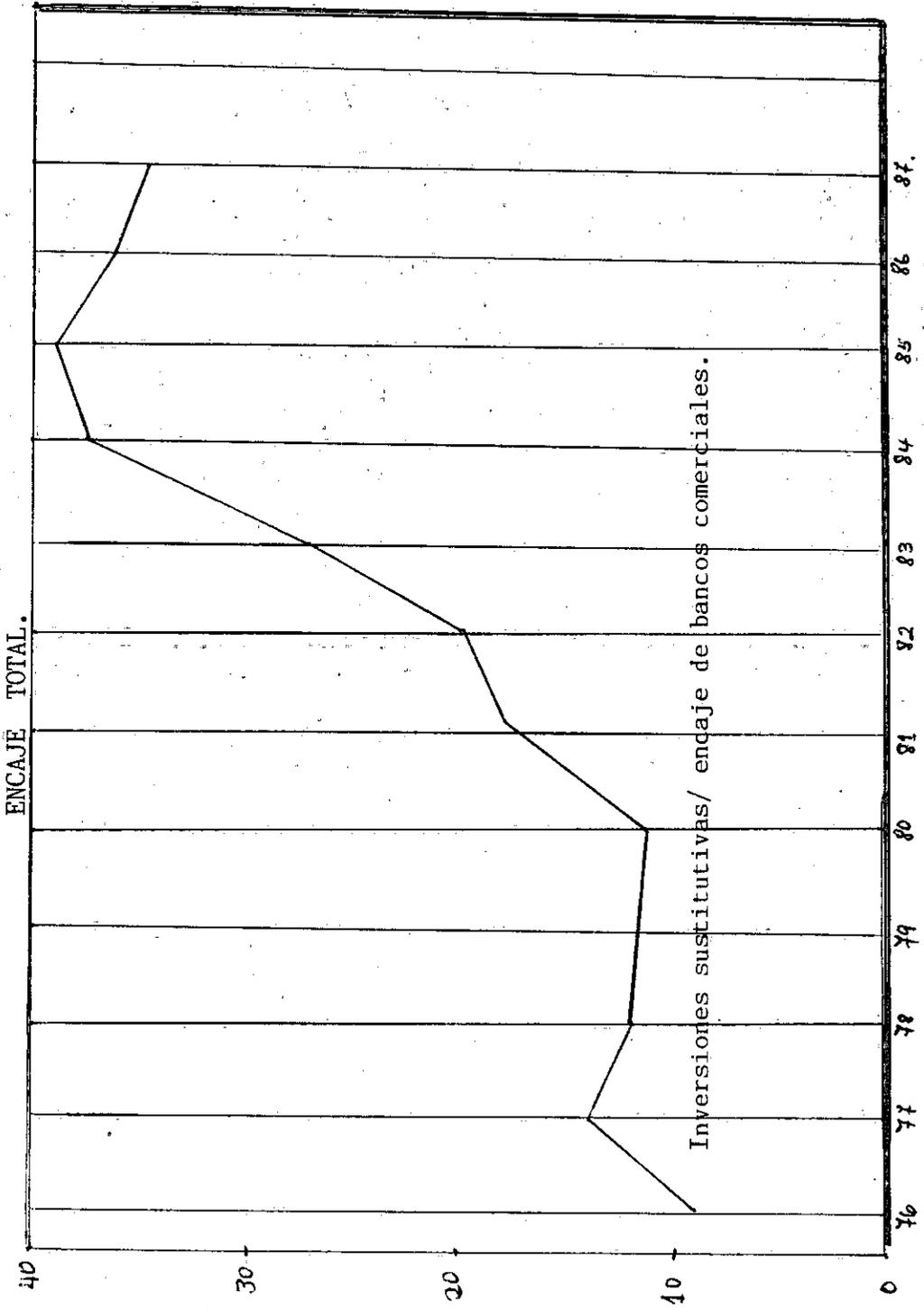


Fuente : Revista del Banco de la República 1974-1988 y Balances mensuales de

Los bancos comerciales y Caja Agraria.

GRAFICO 4-2

IMPORTANCIA DE LAS INVERSIONES SUSTITUTIVAS DENTRO DEL ENCAJE TOTAL.

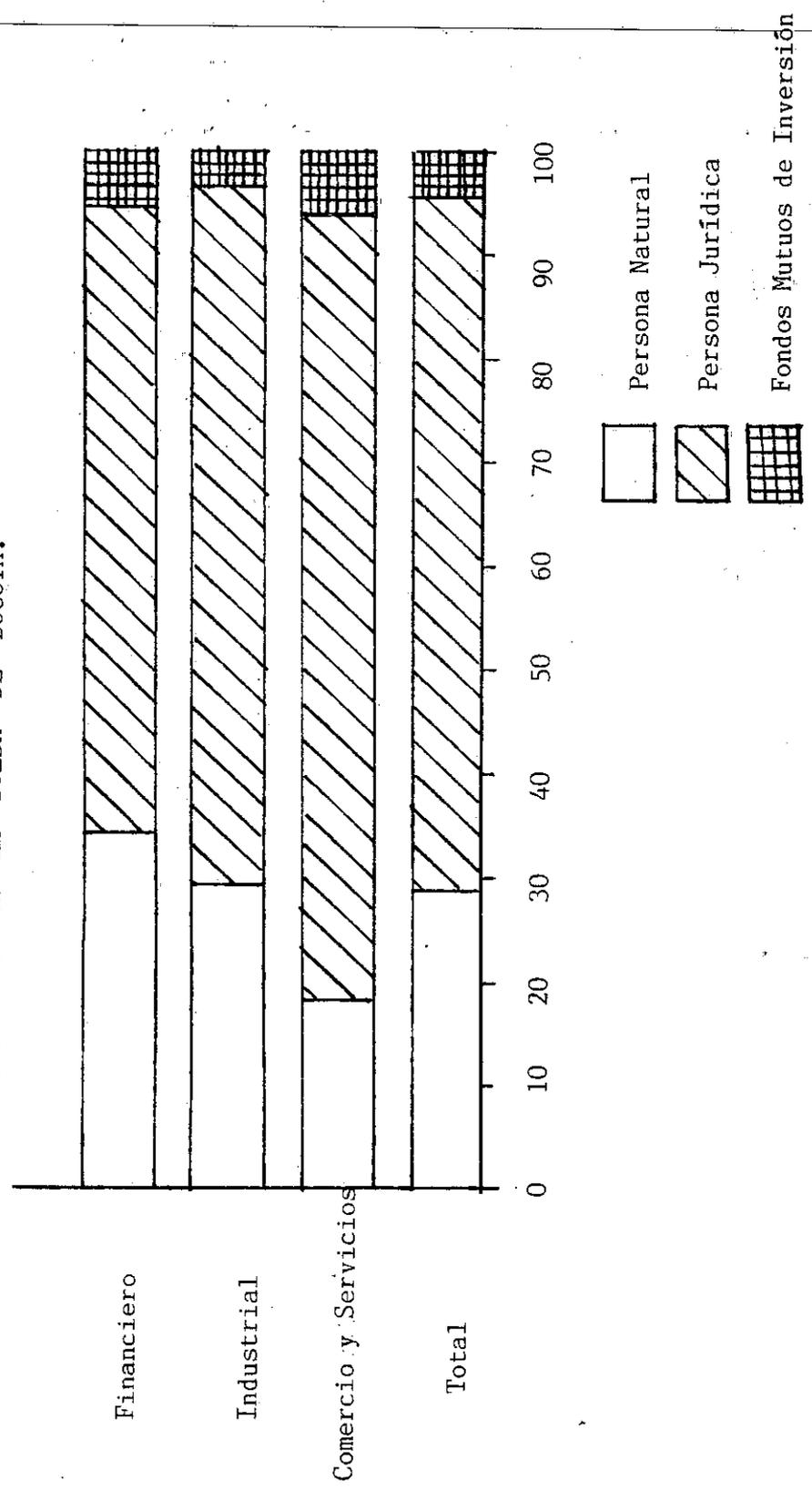


Fuente : Revista del Banco de la República 1974-1988

GRAFICA 8-2

DISTRIBUCION PORCENTUAL DE LA PROPIEDAD ACCIONARIA DE LAS COMPAÑIAS

INSCRITAS EN LA BOLSA DE BOGOTA.

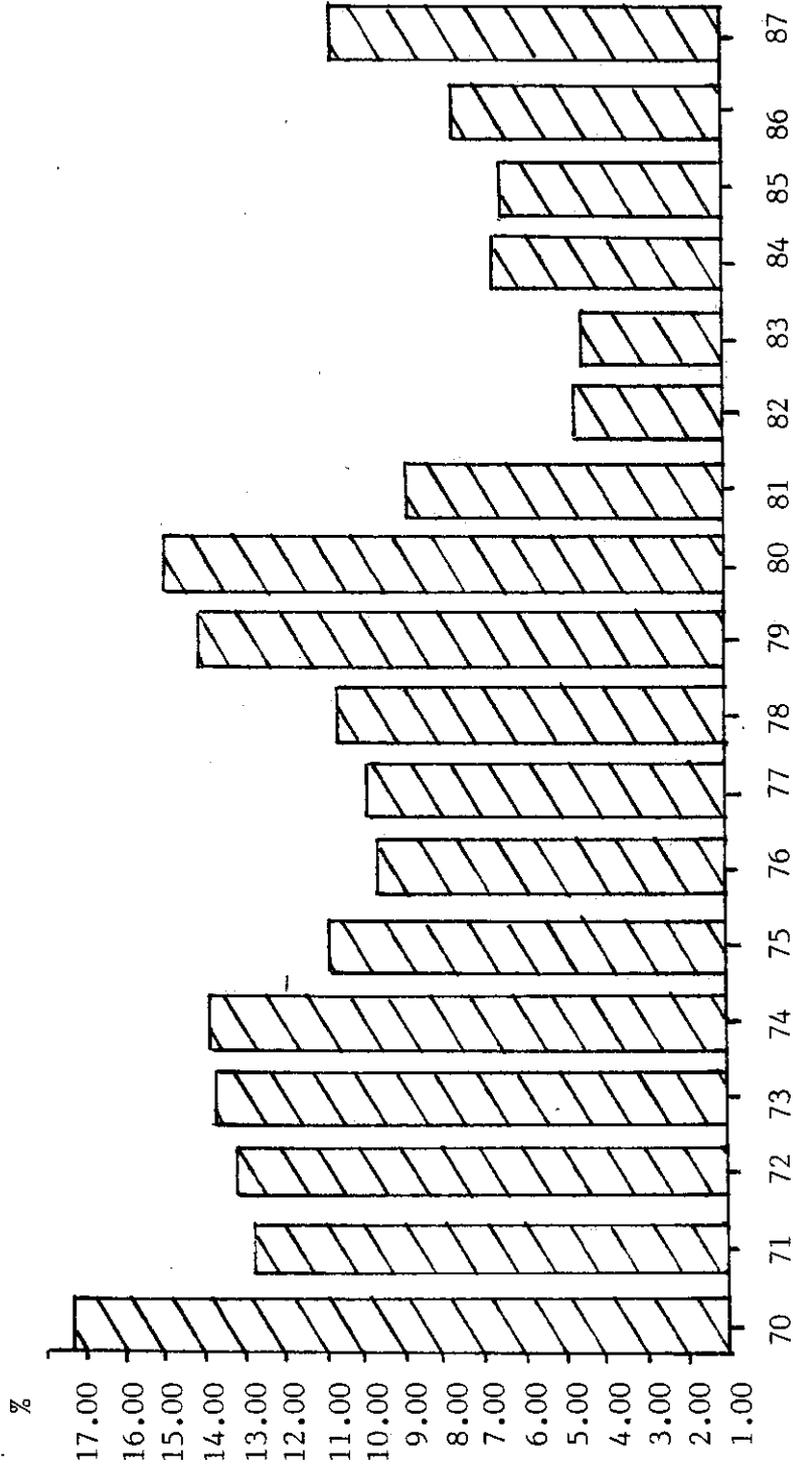


Fuente : Bolsa de Bogotá

GRAFICA 8-1

MARGEN DE UTILIDAD

Durante el Período 1970-1987



Fuente : Comisión Nacional de Valores

*Handwritten signature or mark at the bottom of the page.*

Anexo 4-1.

Podemos analizar los CDT en los Bancos Comerciales, por lo menos desde el año en que se institucionalizaron los encajes como inversión, que fué en el año 1987, tenemos un porcentaje de 10,5% manteniendose constante este porcentaje, lo que nos indica una política estable en tal sentido.

En las Corporaciones Financieras, también ha sucedido lo mismo, se han mantenido estable en un porcentaje de 6.5% con tendencias al aumento para la década del 90's.

En las Corporaciones de Ahorro y vivienda, estos CDT's han disminuido en cuanto a su participación en DCT de 3 meses en el año 1987, marcaban un porcentaje de 6.0% y para el año 1989, se notaba una disminución en 2,5%, lo que indica que en éstas instituciones no tuvo mucho auge la medida tomada por Junta Monetaria. LO mismo sucede con los CDT's a 6 meses de 3.0% pasaron a 1.0% en el año 1989. En cuanto a los de 12 meses o plazo fijo de un año, sucedió igual situación, lo que nos indica su baja participación en el mercado del dinero a través de estas Corporaciones de Ahorro y Vivienda.

TAZAS DE INTERES EN MERCADO LIBRE (1950-1984)

UNIDAD  
2-3

2324

AÑO	MERCADO DE HIPOTECA (1)	PAPELES COMERCIALES (2)	MUESTRA DE ACCIONES (3)	CAT. 120 DIAS (4)	CDT. 90 DIAS BONCOS (5)	TITULOS DE PARTICIPACION (6)	COMPANIAS DE FINANCIAMIENTOS COMERCIAL (7)
1950	12.0		11.5				
1951	13.0		11.5				
1952	12.7		9.8				
1953	13.3		9.7				
1954	13.2		9.7				
1955	14.0		10.5				
1956	13.2		9.8				
1957	14.1	12.2	9.6				
1958	13.3	12.1	9.9				
1959	13.5	11.9	10.0				
1960	14.2	11.9	10.5				
1961	13.1	13.4	11.6				
1962	13.1	13.2	11.1				
1963	12.4	13.3	13.2				
1964	12.7	12.6	12.3				
1965	11.6	13.1	15.7				
1966	13.5	13.9	19.2				
1967	13.7	13.2	18.9				
1968	14.8	15.4	16.5	18.2			20-24 13/1*
1969		13.2	12.7	13.2			20-24 13/1
1970		16.4	12.5	11.9			20-24
1971			15.2	14.8	5.7, 13.5/		20-24
1972		20.8	14.3	15.4	5.7, 13		20-24
1973		19.2	18.9	19.0	5.7, 13		24-30
1974		21.2	21.0	25.4	24 6/1	21.0	24-30
1975		23.2	25.7	25.2	24	21.0	24-30

AÑO	MERCADO DE HIPOTECAS (1)	PAPELES COMERCIALES (2)	MUESTRA DE ACCIONES (3)	CAT. 120 DIAS (4)	CDT 90 DIAS. BANCOS (5)	TITULOS DE PARTICIPACION (6)	COMPANIA DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL. (7)
1976		21.1	22.5	28.1	24	21.6	24-30 141 991
1977			17.2	26.7	24	21.6	24-30
1978			12.6	28.8	22.7	21.6	22 151
1979			13.1	33.4	23.8	35.2	23 161
1980			18.2	45.8	34.6	33.5	34-40 161
1981			15.7	50.0	37.4	31.6	34-40
1982			13.4		38.0	29.7	34-40
1983			18.3		33.8	25.5	34-40
1984			14.5		34.8		34-40

1- INFORME ANUAL DEL GERENTE A LA JUNTA DIRECTIVA BAUCO DE LA REPUBLICA.

2- COTIZACIONES EN LA BOLSA DE BOGOTA.

3- COTIZACIONES EN LA BOLSA DE BOGOTA.

4- COTIZACIONES EN LA BOLSA DE BOGOTA.

5- RESOLUCION 69 - 18/7/71 JUNTA MONETARIA.

6- RESOLUCION 51 - 14/7/74 JUNTA MONETARIA.

7- RESOLUCION 23 - 31/5/78 JUNTA MONETARIA.

8- DECRETO 432 - 26/2/79

9- BAUCO DE LA REPUBLICA MUESTRA SEMANAL.

10- ZARTA A. (1980) P. 52.

11- BOLETIN MENSUAL DE LA BOLSA DE BOGOTA. COTIZACIONES DE OFERTA DIRECTA.

12- DE POMBO J. (1942). P. 1579 Y 2012. A. Y SCHLESSINGER, D. (1970). P. 536.

14- ESTIMATIVO BASADO EN ZARTA, A (1980) P. 52

15- DECRETO 984 - 31/5/78

16- DECRETO 26/2/79

16- ESTIMATIVO BASADO EN OBSERVACIONES DIRECTAS.

17- SEGUN EL AUTOR, LOS DATOS RELATIVOS A LA RENTABILIDAD DE LAS ACCIONES, TIENEN CREDITABILIDAD HASTA ESTE AÑO YA QUE DESPUES FUERON VICIOSOS POR MANIPULACIONES Y OTROS ESPECULATIVOS DE LOS ACCIONISTAS MAYORITARIOS QUE CONTROLAN LA SOCIEDAD ANONIMA.

OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO (MILLONES DE PESOS)

387

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
TITULOS DE PARTICIPACION. INCLUYE: BANCOS Y COFI- NANCIERAS, FEDECAFE Y OTRAS ENTIDADES.	11.372	18.561	17.878	3.488	2	2	80.130	126.485	96.391	118.627
TITULOS CANJEABLES FEDECAFE, BANCOS, EMPRESAS INTERMEDIARIOS, ESTABLE - CIMIENTOS PUBLICOS RES 23% 71/84. RES 66/84.	9.511	9.745	23.967	13.834	26.880	41.585	137.800	87.211	284.708	204.444
CERTIFICADOS DE CAMBIO	13.396	16.806	31.804	20.224	25.551	72.564	34.809	19.631	24.229	49.676
T.R.E.C.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
T.R.E.N.	-	-	-	-	-	-	87.297	115.583	138.573	178.607

FUENTE: BALANCE BANCO DE LA REPUBLICA (1980-1989)

\* ESTIMADO POR LOS AUTORES.

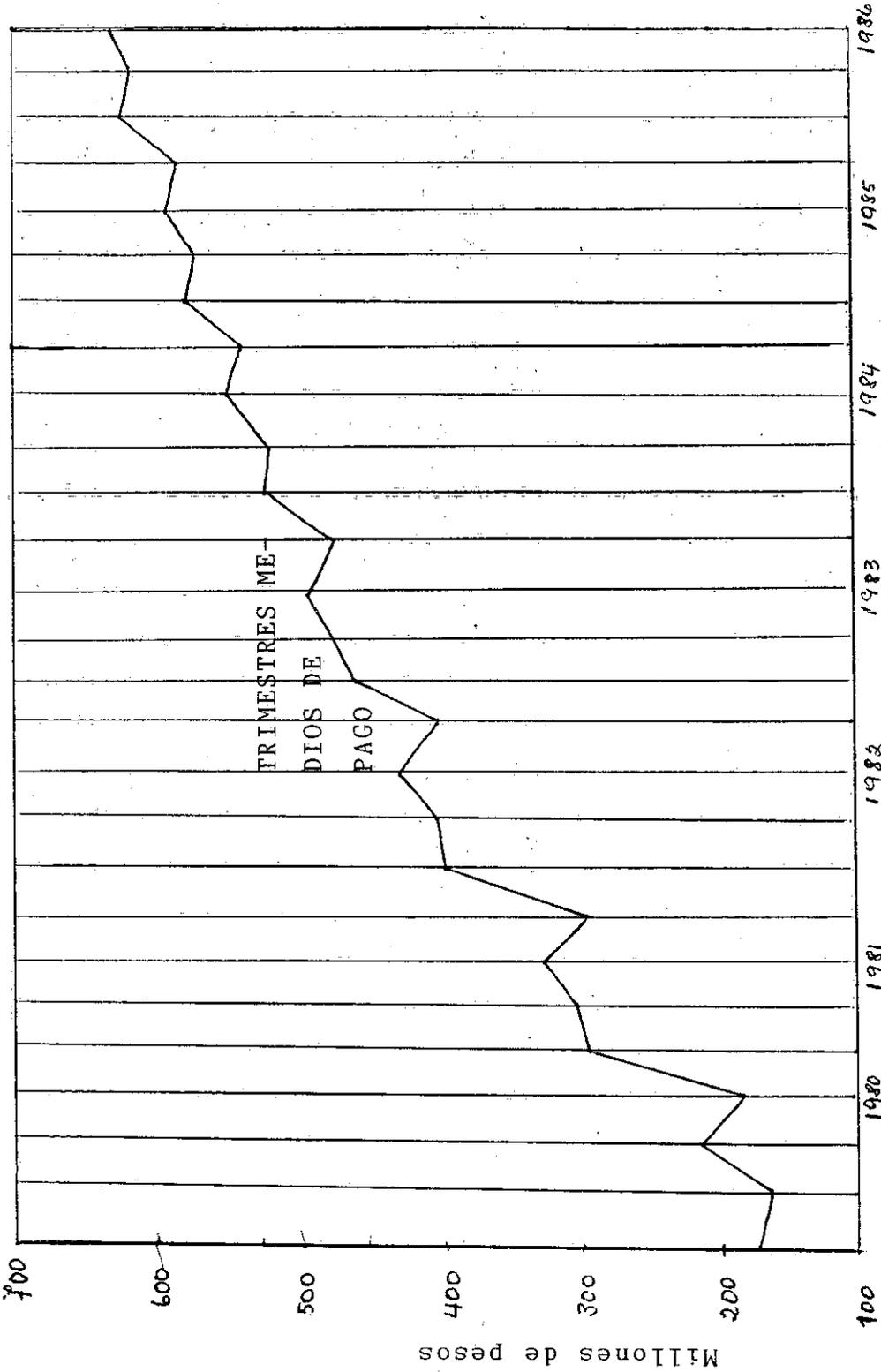
OFERTAS PUBLICAS PRIMARIAS AUTORIZADAS.

35A

CLASE DE TITULOS	DATOS \$ MM			PARTICIPACION			% DE VARIACION	
	I SEM /87	I SEM /88	I SEM /89	I SEM /87	I SEM /88	I SEM /89	87 - 88	88 - 89
ACCIONES	45,05	97,67	10888	37.5	30.7	17.5	116.8	11.5
B.D.C. I.A.S.	3062	0	6650	25.5	0.0	10.7	-100.0	
RENTA FIJA Y DESCUENTO.	4454	21,999	44,750	37.1	69.3	71.8	393.9	103.4
BONOS ORDINARIOS	3214	799	22950	26.7	2.6	36.8	-75.1	2172.3
BONDOS DE GARANTIA ESPEC	0	2,000	0	0.0	6.3	0.0		-100.0
BONDOS DE GARANTIA G/PAL	1240	16200	6800	10.3	51.0	10.9	1206.5	-58.0
SUB TOTAL DE BONOS	4454	18900	29750	37.1	59.8	47.8	326.6	56.6
CERTIFICADOS ELECTRICOS	0	0	15000	0.0	0.0	24.1		
TITULOS ELECTRICOS	0	0	0	0.0	0.0	0.0		
BONDOS CAFETEROS	0	0	0	0.0	0.0	0.0		
BONDOS I.F.I.	0	0	0	0.0	0.0	0.0		
CEDULAS DE INV. B.C.H.	0	0	0	0.0	0.0	0.0		-100.0
PAPELES COMERCIALES	0	3000	0	0.0	8.4	0.0		-100.0
BONDOS DIST. ESP. BOGOTA	0	0	0	0.0	0.0	0.0		
TOTAL	12021	31766	62188	100.00	100.0	100.0	164.3	96.1

EVOLUCION DE LOS MEDIOS DE PAGO

(1980-1986 SEP)



**CRONOGRAMA DE ACTIVIDADES**

Año Mes Semanas	1989												1990																	
	Julio			Agosto			Septiembre			Octubre			Noviembre			Diciembre			Enero			Febrero			Marzo					
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4		
Actividades	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4		
Realización del trabajo	—																													
Acopio de información	—																													
Elaboración del anteproyecto	—																													
Evaluación por parte de la Universidad	—																													
Desarrollo de los capítulos	—																													
Revisión y presentación del informe final	—																													

## PRESUPUESTO DE GASTOS

## CONCEPTO:

Asesorías	200.000
Transporte fuera de la ciudad	140.000
Transporte Interno	50.000
Fotocopias	50.000
Alimentación	150.000
Textos y Revistas	80.000
Preparativos tesis	<u>180.000</u>
	\$ 850.000
Imprevistos (10%)	85.000
Total Gastos	\$ 935.000