

# Mercado de Capitales

Por: Francisco Piedrahita\*

Con motivo de los 30 años de la Facultad de Ingeniería Administrativa de la Universidad Nacional se me ha solicitado hacer algunos comentarios que tengan relación con el Mercado de Capitales en Colombia.

Vale la pena formularse, a este respecto, tres interrogantes:

1. ¿Existió en Colombia el Mercado de Capitales?
2. ¿Existe hoy en Colombia un Mercado de Capitales?
3. ¿Están dadas las condiciones para que pueda existir en Colombia un verdadero Mercado de Capitales?

Trataré de dar la respuesta más suscinta posible a estos tres interrogantes.

## 1. ¿Existió en Colombia un Mercado de Capitales?

Antiguamente las sociedades anónimas, que son las más representativas del desarrollo empresarial colombiano dada su gran contribución al producto interno, a la generación de empleo, a los impuestos, etc., se financiaban con recursos propios y con aportes de capital de los accionistas; en otras palabras, la utilización del crédito era relativamente moderada.

Hacia el año 1945 comienza el decaimiento de la sociedad anónima porque nace en el país el crédito de fomento con tasas de interés subsidiadas, lo cual hace que el costo del capital propio sea mucho más elevado que el del endeudamiento con tasas de fomento. Esta situación se torna más delicada cuando al comenzar la década del 50 se impone la doble tributación sobre los dividendos; es decir, que, sobre las utilidades que generaba la empresa, se gravaba tanto a la sociedad como al accionista que participaba de ellas.

El decaimiento de la sociedad anónima se intensifica cuando surgen alternativas de inversión con el doble sello

de la seguridad, por tratarse de papeles del Gobierno, y de la exención de impuestos.

Esto hizo que la participación de las acciones fuera cada vez menor tanto en el producto interno bruto como en el total del ahorro financiero del país. Llegó a ser el 2.5% del producto interno bruto en 1945, teniendo en cuenta solamente lo que en ese momento se reportaba en la Bolsa de Bogotá, ya que las operaciones que se realizaban en el mercado de Medellín se hacían por fuera de Bolsa ya que la Bolsa aún no existía en la ciudad.

En los últimos años de la década del 80 difícilmente el volumen de acciones llega al 0.1% del producto interno bruto. Si se analizan las cifras internacionales se ve que Colombia se encuentra prácticamente en el último lugar, aún comparándola con países de economías similares.

Los empresarios decidieron cambiar la Bolsa por la banca, es decir, cambiar las emisiones de acciones, la captación del ahorro del público a través de acciones que se transarán en Bolsa prefiriendo acudir a la banca, en solicitud de crédito, por el cual obviamente, tenían que pagar unas tasas de interés y reembolsarlo en plazos relativamente cortos. Esto tuvo un gran costo para las sociedades; ese costo fue el de haber dejado acabar el mercado de capitales y tener que vivir las empresas aprisionadas en el financiamiento de corto plazo, ya que en Colombia realmente no ha existido líneas de crédito a largo plazo. El sector privado tomó la decisión de renunciar al mercado y se lo entregó al Gobierno y a su competencia; por ello a comienzos de la década del año 1970 surgió tan fácilmente el UPAC.

La aceleración de la inflación, especialmente al comenzar la década del 70 y el nacimiento de mecanismos de corrección monetaria que se establecieron en Colombia ahogaron los esfuerzos que se habían hecho para implantar la financiación de largo plazo; hay que recordar que al comenzar la década del 70 se expedieron las primeras normas sobre bonos y muchas de las empresas utilizaron estas fuentes de recursos de mediano plazo.

No se puede desconocer que también en este decaimiento de la sociedad anónima tuvo alguna participación

\* Ingeniero Administrador, Universidad Nacional. Licenciado en Filosofía y Letras, Universidad Javeriana - Bogotá.

los inversionistas, especialmente los institucionales, es necesario suministrar mucha información con el fin de darle seguridad a las inversiones.

Terminando la década del 80 se toman medidas para darle un nuevo impulso al desarrollo del mercado de capitales, pero sigue siendo todavía el mercado de valores un mercado en gran medida de carácter monetario, cortoplacista en el que no hay proporcionalidad entre las tasas de largo y de corto plazo.

**3. Estando en los primeros meses de la década del 90 es necesario formularse la tercera pregunta. ¿Están dadas hoy las condiciones para que en Colombia se logre un desarrollo importante del mercado de capitales?**

Antes de aventurar una respuesta, es necesario hacer alguna reflexión sobre el contexto en que se están desarrollando los mercados de valores hoy en el mundo. En esta última década y en estos primeros meses del año 1990 se está produciendo en los mercados un proceso de globalización o de internacionalización en el mercado de capitales, que casi se identifica una tendencia hacia la existencia de un mercado mundial. El desarrollo del mercado se caracteriza también por una total automatización y por grandes volúmenes de información. Se puede afirmar que hoy es imposible la existencia de un mercado de valores que no esté alimentado por fuentes muy confiables de información.

De otro lado se ha producido un acelerado proceso de desregulación, lo cual no quiere decir que las normas para la operación de los mercados sean más laxas, antes por el contrario, son más estrictas pero se ha liberalizado y flexibilizado la reglamentación, con el fin de permitir una fácil circulación de capitales por estos mercados ampliados.

Se ha producido también lo que podríamos denominar la "titularización" en el sentido de que hoy prácticamente lo que se presta, no se da en dinero sino en papeles, títulos negociables que se llevan al mercado en los cuales se venden y se adquiere la liquidez que cada quien necesita.

También se ha caracterizado el mercado por un intenso proceso de innovación, que es tan intensa en el mercado financiero como lo es en el mercado de productos; la ingeniería financiera va tomando cada vez más cuerpo y uno de los aspectos claves en la estrategia de cualquier institución del mercado de valores, es precisamente la del diseño de nuevos productos.

Colombia, además de estar sometida a que tarde o temprano tenga que entrar en las corrientes que hoy se

observan en los mercados mundiales, vive, en este momento, un proceso de reacomodamiento institucional. Al comenzar el año 1990 el Presidente de la República sancionó la Ley 27, en la que se crean no solamente restricciones nuevas a las Bolsas de Valores en su organización interna, sino que se crean unos lineamientos sobre el mercado de valores y se crean mecanismos nuevos que pueden darle una gran dinámica al mercado de capitales.

Las condiciones o requisitos indispensables para que se dé un mercado eficiente de capitales son las siguientes:

1. Variedad de títulos y de emisores. Es muy difícil que haya un mercado muy dinámico con la participación de uno o dos valores; lo que le da importancia a un mercado es la variedad, la posibilidad de estructurar portafolios amplios, grandes, diversificados por actividades económicas, por sectores, por empresas grandes o pequeñas, por empresas conocidas o desconocidas, etc.

En Colombia será posible participar en el mercado no sólo con acciones ordinarias sino también con acciones preferenciales y sin derecho de voto; tenemos ahora los bonos ordinarios, los bonos obligatoriamente convertibles en acciones y más recientemente los bonos con cupón opcionalmente convertibles en acciones. La privatización de muchas de las empresas, tanto del Estado como de las que habían sido estatizadas y que ahora pretenden ser revertidas al sector privado, será una gran posibilidad de llevar al mercado nuevas opciones de inversión. En Colombia debe surgir necesariamente y, así lo prevé la Ley 27, un mercado para aquellas empresas medianas y pequeñas que no tienen el tamaño ni las características para participar en un mercado bursátil de primera línea, pero sí son grandes prospectos hacia el futuro por su tecnología y su potencial de desarrollo. Podrán participar en lo que hoy día se llama el "segundo mercado". También deben surgir las llamadas sociedades de riesgo, es decir, aquellas sociedades que tienen como finalidad invertir en empresas de gran potencial y futuro, pero con limitación de recursos, a las cuales se le inyecta el capital necesario, se le da el soporte administrativo financiero necesario sin extraer de ellas ni un solo peso de utilidad, hasta que, después de desarrollarlas durante tres, cuatro, o cinco años y llevarlas a la excelencia, se llevan al mercado obteniendo en ese momento la utilidad de todo el esfuerzo y contribución a su desarrollo.

Otro requisito importante es la información. En Colombia ya es absolutamente obligatorio que toda empresa que se encuentre inscrita en la Bolsa tenga que

tado con aportes de las empresas e invertido a largo plazo en el desarrollo del mercado de capitales del país, ya que parte importante de sus inversiones debe estar representada en acciones y bonos inscritos en Bolsa así como en otros papeles del mercado de capitales.

Se dio origen, además, a los fondos de pensiones que van a complementar la seguridad social oficial de Colombia. Son fondos que apenas comienzan a desarrollarse y que, se espera, tendrán en el futuro un gran poder dinamizador del mercado, en la misma forma que hoy lo tienen en países de naturaleza económica similar, como es el caso de Chile.

En los últimos años de la década hubo una emisión más intensa de acciones y de bonos obligatoriamente convertibles en acciones; fue el resultado de una intensa campaña para fomentar la capitalización de las empresas y castigar el endeudamiento. Desafortunadamente la oferta al gran público fue muy limitada y las nuevas acciones quedaron concentradas en los mismos accionistas; es decir, que si ya la sociedad anónima se había concentrado en las décadas anteriores, al hacer las nuevas emisiones y ser colocadas entre los actuales accionistas, el proceso de concentración continuó a pesar de los grandes estímulos otorgados por las reformas tributarias a la demanda de acciones. En otras palabras se presenta una fuerte restricción en la oferta de acciones.

En Colombia suceden curiosamente cosas muy raras. De una parte se ha generado un gran proceso de concentración: ello implica que en el mercado no existe la posibilidad de adquirir todas las acciones que se quiera. De otra parte, se han dado grandes estímulos a la demanda, lo cual indicaría que debiera existir una gran presión sobre el mercado en busca de acciones, especialmente por parte de los Fondos Mutuos de Inversión, de los Fondos de Pensiones, de los Fondos de Inversión, las Compañías de Seguros, etc. Sin embargo no se observa una gran presión en los precios.

Hoy muchos de los inversionistas institucionales están encontrando problemas en la inversión en acciones porque no encuentran en el mercado la cantidad necesaria ni la dispersión que quisieran tener en los portafolios.

Un somero análisis que se hiciera de todos los indicadores económicos, financieros y bursátiles de las empresas indicaría, a un inversionista bursátil medianamente ilustrado, que en el mercado hay gangas supremamente importantes. Desafortunadamente esas gangas no pueden realizarse porque no hay oferta. Este es uno de los grandes retos que tiene el Gobierno, estimular la oferta de acciones; pero es a la vez el gran reto que tienen los empre-

sarios para diseñar activos que lleguen al mercado para captar los recursos que les permitan crecer sanamente.

En los últimos años, si bien se ha dado una capitalización importante, también ha surgido nuevamente el mercado de los bonos de mediano plazo.

No hay que olvidar que el bono es un endeudamiento; que los intereses se deben pagar y que necesariamente afectan las utilidades de la empresa; que parte de esos intereses no serán deducibles como gasto; pero que si tienen la virtud de proporcionarle al empresario recursos captados directamente del mercado a plazos más razonables y a tasas de interés bastante más reducidas que aquéllas que ofrecen los intermediarios financieros.

La facilidad con la cual se han colocado los bonos en los mercados se debe también, precisamente, a la existencia de los inversionistas institucionales que tienen mentalidad de largo plazo en las inversiones, no están mirando la utilidad un poco especulativa del corto plazo sino que pretenden generar importantes patrimonios hacia el futuro.

Muchas de las empresas pueden haber preferido la emisión de bonos a la emisión de acciones, con el fin de no afectar o poner en peligro la propiedad, es decir, no ceder cuotas de poder en las empresas.

También a finales de la década del 80 se hace conciencia en Colombia sobre la importancia de la banca de inversión. Aquella banca especializada que proporciona asesoría a las empresas, hace la colocación en firme de papeles, hace las conversiones de deuda por capital, se involucra en todo el proceso de análisis de venta y de transformación de empresas. Ese tipo de banca adquiere vuelo tanto en el sector financiero como en algunas firmas comisionistas de Bolsa lo cual le va dando una mayor profesionalidad al mercado.

Podría resumirse en dos palabras la respuesta a este segundo interrogante. En Colombia a fines de la década del 80 se dan una serie de circunstancias que permiten iniciar el desarrollo del mercado de capitales en Colombia. En los últimos años de la década hay mayor presencia de papeles de mediano y largo plazo; se intensifica la conciencia empresarial sobre la importancia de participar activamente en el mercado de capitales, es decir, de captar directamente los recursos del mercado, de ganarse directamente los recursos del mercado, de ganarse directamente la confianza del mercado, con el fin de obtener el ahorro de largo plazo con menores tasas de interés. A su vez las empresas adquieren conciencia de que para participar en el mercado, para captar el ahorro que tienen

los inversionistas, especialmente los institucionales, es necesario suministrar mucha información con el fin de darle seguridad a las inversiones.

Terminando la década del 80 se toman medidas para darle un nuevo impulso al desarrollo del mercado de capitales, pero sigue siendo todavía el mercado de valores un mercado en gran medida de carácter monetario, cortoplacista en el que no hay proporcionalidad entre las tasas de largo y de corto plazo.

**3. Estando en los primeros meses de la década del 90 es necesario formularse la tercera pregunta. ¿Están dadas hoy las condiciones para que en Colombia se logre un desarrollo importante del mercado de capitales?**

Antes de aventurar una respuesta, es necesario hacer alguna reflexión sobre el contexto en que se están desarrollando los mercados de valores hoy en el mundo. En esta última década y en estos primeros meses del año 1990 se está produciendo en los mercados un proceso de globalización o de internacionalización en el mercado de capitales, que casi se identifica una tendencia hacia la existencia de un mercado mundial. El desarrollo del mercado se caracteriza también por una total automatización y por grandes volúmenes de información. Se puede afirmar que hoy es imposible la existencia de un mercado de valores que no esté alimentado por fuentes muy confiables de información.

De otro lado se ha producido un acelerado proceso de desregulación, lo cual no quiere decir que las normas para la operación de los mercados sean más laxas, antes por el contrario, son más estrictas pero se ha liberalizado y flexibilizado la reglamentación, con el fin de permitir una fácil circulación de capitales por estos mercados ampliados.

Se ha producido también lo que podíamos denominar la "titularización" en el sentido de que hoy prácticamente lo que se presta, no se da en dinero sino en papeles, títulos negociables que se llevan al mercado en los cuales se venden y se adquiere la liquidez que cada quien necesita.

También se ha caracterizado el mercado por un intenso proceso de innovación, que es tan intensa en el mercado financiero como lo es en el mercado de productos; la ingeniería financiera va tomando cada vez más cuerpo y uno de los aspectos claves en la estrategia de cualquier institución del mercado de valores, es precisamente la del diseño de nuevos productos.

Colombia, además de estar sometida a que tarde o temprano tenga que entrar en las corrientes que hoy se

observan en los mercados mundiales, vive, en este momento un proceso de reacomodamiento institucional. Al comenzar el año 1990 el Presidente de la República sancionó la Ley 27, en la que se crean no solamente restricciones nuevas a las Bolsas de Valores en su organización interna, sino que se crean unos lineamientos sobre el mercado de valores y se crean mecanismos nuevos que pueden darle una gran dinámica al mercado de capitales.

Las condiciones o requisitos indispensables para que se dé un mercado eficiente de capitales son las siguientes:

1. Variedad de títulos y de emisores. Es muy difícil que haya un mercado muy dinámico con la participación de uno o dos valores; lo que le da importancia a un mercado es la variedad, la posibilidad de estructurar portafolios amplios, grandes, diversificados por actividades económicas, por sectores, por empresas grandes o pequeñas, por empresas conocidas o desconocidas, etc.

En Colombia será posible participar en el mercado no sólo con acciones ordinarias sino también con acciones preferenciales y sin derecho de voto; tenemos ahora los bonos ordinarios, los bonos obligatoriamente convertibles en acciones y más recientemente los bonos con cupón opcionalmente convertibles en acciones. La privatización de muchas de las empresas, tanto del Estado como de las que habían sido estatizadas y que ahora pretenden ser revertidas al sector privado, será una gran posibilidad de llevar al mercado nuevas opciones de inversión. En Colombia debe surgir necesariamente y, así lo prevé la Ley 27, un mercado para aquellas empresas medianas y pequeñas que no tienen el tamaño ni las características para participar en un mercado bursátil de primera línea, pero si son grandes prospectos hacia el futuro por su tecnología y su potencial de desarrollo. Podrán participar en lo que hoy día se llama el "segundo mercado". También deben surgir las llamadas sociedades de riesgo, es decir, aquellas sociedades que tiene como finalidad invertir en empresas de gran potencia y futuro, pero con limitación de recursos, a las cuales se le inyecta el capital necesario, se le da el soporte administrativo financiero necesario sin extraer de ellas ni un solo peso de utilidad, hasta que, después de desarrollarlas durante tres, cuatro, o cinco años y llevarlas a la excelencia, se llevan al mercado obteniendo en ese momento la utilidad de todo el esfuerzo y contribución a su desarrollo.

Otro requisito importante es la información. En Colombia ya es absolutamente obligatorio que toda empresa que se encuentre inscrita en la Bolsa tenga que

entregar una cantidad importante de información; la misma Bolsa ha tenido como una de sus grandes preocupaciones suministrar a los inversionistas toda clase de informaciones e indicadores que le permitan a él, y por su propio análisis, tomar las mejores decisiones de inversión que estime conveniente.

2. Requisito indispensable es la absoluta neutralidad tributaria y reglamentaria; es decir, que no pueden existir en el mercado papeles con beneficios tributarios especiales porque obviamente sesgarían todo el proceso de inversión. Los papeles deben competir en un mercado totalmente neutro de tal manera que el inversionista tome sus decisiones de acuerdo con la información que tiene disponible y con el estudio de las normas contables que cada día tratan de estandarizarse más con el fin de permitir la comparación no solamente con los años anteriores sino con todas las empresas del mismo sector o subsector al que pertenece.
3. El mercado debe ser eficiente, es decir, que los precios deben reflejar la información pública disponible relacionada con los valores y cualquier cambio o acontecimiento debe transmitirse al precio de manera insegunda; desafortunadamente en Colombia existen mercados o se han tolerado la existencia de mercados de valores absolutamente ineficientes bien porque no cuentan con información, o bien porque la información realmente no se transmite a los precios en ese mercado. Uno de los retos que tienen las autoridades y las entidades rectoras de los mercados es propiciar la eficiencia, es decir, lograr que se cuente con la totalidad de la información y que esa información pueda reflejarse en los precios del mercado; cualquier nueva información debe producir ajustes instantáneos en los precios, esto quiere decir, en otras palabras, que el pasado no sirve mucho para predecir lo que será el futuro.
4. La información debe estar disponible para todos y sin costo alguno; no puede existir información privilegiada porque solamente beneficiaría a unos y posiblemente lo será en detrimento de los demás. Las Bolsas han defendido la absoluta transparencia de los mercados; desafortunadamente en Colombia existen todavía mercados que no gozan de esa absoluta transparencia. El mercado debe ser homogéneo y lo es cuando un número suficiente de inversionistas tiene la información; por eso un mercado con información privilegiada no puede tener homogeneidad de ninguna naturaleza.

Mencionábamos atrás que en la última década se ha dado desarrollo a los inversionistas institucionales;

estos inversionistas son los que hoy mueven aproximadamente las tres cuartas partes de los mercados de valores en el mundo y le han dado dinámica a los mercados, fundamentalmente porque mueven grandes cantidades de dinero, porque cuentan con divisiones especializadas que están utilizando permanentemente toda la información sobre los emisores de papeles, tienen una visión de largo plazo, y porque están equipados con herramientas y sistemas que les permiten tomar decisiones técnicamente y en forma muy rápida y eficiente.

5. Requisito indispensable es que haya regulaciones claras y estables e intermedios eficientes. Las regulaciones en el país son bastante claras; llevamos más de una década produciendo normas, reglas para lograr que ese mercado de valores sea absolutamente eficiente, transparente y competitivo. Existen normas para que los intermedios sean cada vez más modernos, más especializados, más fuertes internamente como empresas que buscan prestar buenos servicios y más seguros; además cada vez la vigilancia es más estrecha por parte de las autoridades. Existen vacíos normativos graves y por ello hay proliferación de intermedios con graves conflictos de interés y con privilegios de carácter operativo.
6. En los países socialistas no existen las Bolsas ni los mercados de valores; los países que están retornando a la democracia occidental casi que lo primero en que piensan es en la apertura de una Bolsa de Valores o en el establecimiento de mercados, como está sucediendo en algunos países de Europa Oriental y aun uno de los requisitos fundamentales para la existencia de los mercados es que haya una sólida economía de empresa privada; es que sin la inversión no hay mercado de capitales.

Podría entonces responderse a la tercera pregunta en el siguiente sentido: Colombia en estos momentos cuenta con todas las posibilidades para lograr un desarrollo importante en el mercado de capitales; existen las instituciones; existe la reglamentación; existen los intermedios; existe la modernización y el deseo de incorporar las novedades que se están produciendo en los mercados mundiales. La respuesta la tienen ahora los empresarios que son los que tienen que colocar sus papeles en el mercado, aprovechar los recursos del mercado para su propio desarrollo, deben ganarse la confianza de este mercado y aprovechar todo ese potencial de recursos que hay en el mercado.

Cuando estamos hablando de apertura económica, de la necesidad de modernizar las empresas, de incorporar

nuevas tecnologías, de conquistar mercados externos, de defenderse de la competencia internacional produciendo en igualdad de condiciones de costo, de eficiencia y de productividad, será necesario invertir grandes recursos en las empresas. Es el momento en que los empresarios con visión pueden hacerlo con facilidad, colocando acciones y valores en el mercado para comprometer el ahorro del público en el proceso de modernización y desarrollo empresarial que requiera esta década del 90. Por eso la respuesta en este momento la tienen los empresarios. Podría decirse que el Gobierno ya dio la

respuesta al mercado de capitales; que las Bolsas de Valores, que los intermediarios de valores, en gran medida, han dado la respuesta al mercado de capitales. Para que se cierre el círculo/la respuesta tienen que darla ahora los empresarios.

Si para un empresario americano, canadiense o japonés, su gran objetivo es llegar a que su acción se cotice en la bolsa, es decir, lograr comprometer los recursos del público para los desarrollos empresariales, tiene que llegar el momento en que ese sea el objetivo y la aspiración máxima en todo empresario colombiano.