

**PABLO SERPA ALVAREZ**

# **EL MERCADO DE VALORES.... ¿ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA EL SECTOR EMPRESARIAL COLOMBIANO?**

Es propósito del presente trabajo, entregar algunos elementos de juicio a los lectores con los que puedan construir una opinión objetiva acerca de lo que ha sido el comportamiento del mercado de valores frente al proceso de financiación del sector empresarial colombiano.

A nivel de los países desarrollados, el mercado de valores se ha convertido en una alternativa fundamental para el financiamiento del sector empresarial, no obstante, en el marco de los países en desarrollo, caso Colombia, el mercado de valores no ha sido lo suficientemente vigoroso como para atender esta necesidad, lo cual ha originado una deformación en la estructura de financiación empresarial, al punto que la empresa ha desarrollado una marcada preferencia por el crédito como fuente primordial de financiación.

El incipiente crecimiento del mercado de valores en Colombia ha estado caracterizado por una estructura de contrastes en donde coexisten una alta concentración de la propiedad accionaria en la sociedad anónima y una ausencia casi absoluta de participación de la pequeña y mediana empresa en dicho mercado.

El panorama anterior se ensombrece más si observamos que, históricamente, la política Económica ha favorecido abiertamente al endeudamiento por vía de la intermediación financiera, lo cual queda evidenciado en el manejo inconsistente de políticas como la monetaria y fiscal, las cuales no han favorecido la democratización del

---

*El Autor es Economista, Magister en Docencia Universitaria y Director del Programa de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Cartagena*

mercado accionario y, por el contrario, han arraigado vicios, como el de la desviación del ahorro hacia fines especulativos, cerrándole espacios al protagonismo que merece el mercado accionario.

Con base en lo anterior cabe preguntarse, ¿Estará el Mercado de Valores en capacidad de superar los inconvenientes que le plantea el manejo de Políticas tales como la monetaria y fiscal, para convertirse en una gran alternativa de financiamiento para el sector empresarial?

Este interrogante se pretende resolver a través de: primero, abordar históricamente la problemática del mercado y, segundo, hacer un análisis de las características contemporáneas del mismo enfatizando en la estructura de financiamiento de la empresa Colombiana.

## **IDENTIFICACIÓN DEL MERCADO DE VALORES**

Este mercado hace parte, junto con el mercado de dinero, del gran mercado de recursos de Financiamiento.

A diferencia del Mercado de Dinero o, de activos de gran liquidez, se caracteriza porque los recursos que maneja son pagaderos a plazos mayores de un año, o sea, maneja créditos en el mediano y largo plazo.

La ventaja del mercado de valores frente a otros mercados de recursos está dada por su condición de mecanismo directo de financiación.

## **COMPORTAMIENTO HISTÓRICO DEL MERCADO.**

En 1923, fecha en que se organiza el sistema bancario colombiano, a través de la misión KENMERER, el movimiento de valores en el país era muy incipiente y estaba concentrado en las tres principales ciudades, Bogotá, Medellín y Cali; mientras que en el resto del país, las finanzas estaban en manos de un pequeño grupo de comerciantes tradicionales, de banqueros y de industriales emprendedores cuyo radio de acción era solamente local. En consecuencia, era un mercado mal estructurado, en donde solo unas pocas personas ejercían el oficio de comisionistas con la sola garantía de su nombre y prestigio. No existía una fluida información, la cual se considera fundamental para la transparencia del mercado y, como resultado de ello, no existía un clima de confianza en el inversionista.

Estas falencias le abrieron espacio a la idea de crear las bolsas de valores; creación que se justificó, además, porque inicialmente la organización bancaria limitó al sector en su operatividad; al extremo que a los Bancos Comerciales solo se les permitió realizar créditos a corto plazo. Esta situación propició una rigidez de financiamiento en el largo plazo. Como quiera que para esa época en el país se dio comienzo a un proceso de fusión empresarial, apareció la figura de la Sociedad Anónima y empezó a afianzarse la colocación de acciones, convirtiéndose éstas en fuente de recursos de capital atractiva. Es pertinente anotar que,

para este período emergieron los bancos también con el carácter de sociedad Anónima, incluso, el mismo Banco de la República nació como una Sociedad Anónima Suigénensis.

A comienzos de la década de los treinta, se inició una etapa de auge de la sociedad anónima, motivada, por una parte, por el reacomodamiento de la norma constitucional que forzó la reforma de 1936, a través de la cual se le creó condiciones a un mayor intervencionismo estatal en la economía y, de otra parte, porque en la época de la crisis (años treinta) los industriales nacionales empezaron a perder una importante fuente de recursos como lo era el crédito externo. Esta situación trajo consigo nuevas fusiones y consolidaciones que generaron un mayor movimiento del mercado accionario.

De esta forma, la sociedad anónima industrial se convirtió en la figura más moderna puesta a disposición del capital financiero a través de la cual nació la posibilidad que el ahorro se convirtiera en una verdadera fuente de financiamiento para el sector productivo del país.

No obstante lo anterior, a mediados de los años cuarenta se produjo una retorcida en el mercado accionario debido, en buena parte, a la actuación de los industriales, quienes se convirtieron en un gremio con opinión de peso frente al gobierno, situación que aprovecharon para influir y lograr el otorgamiento de crédito a largo plazo, lo que a su vez le restó posibilidades al mercado accionario como fuente de financiamiento.

En este discurrir histórico cabe anotar el hecho destacado de la reforma que experimentó la estructura del Banco de la República en 1951, cuando asumió el papel de Banca de Fomento con la consabida responsabilidad de jalonar el financiamiento de la actividad productiva. Entre 1951 y 1955, el mercado de valores experimentó un notorio auge para luego, en 1956, dar muestras de debilidades como consecuencia del mal trato fiscal que se le dio al mercado al instaurar la doble tributación de los dividendos (se gravó la renta de las sociedades y la renta personal). Más adelante, a comienzos de la década del setenta, se reactivó el proceso de industrialización al crearse nuevas empresas que entraron a participar en el mercado.

Entre 1972 y 1976, se produjo un sensible bajón en la demanda por acciones debido a la pésima rentabilidad del mercado, pero, con la bonanza cafetera, ocurrida entre 1976 y 1977, se reactivó la demanda agregada, lo cual influyó sobre el buen comportamiento de la economía que, obviamente, se tradujo en mayores transacciones en el mercado accionario. Este movimiento del mercado de valores de la época fue estimulado por las medidas adoptadas por la autoridad monetaria consistentes en negociar títulos valores, dentro del marco de las operaciones de mercado abierto, para evitar la potenciación de la oferta monetaria.

A partir de 1979 comenzó un despertar, dentro de las limitaciones que impone el subdesarrollo, del

mercado de valores evidenciado en la proliferación de bonos ordinarios, bonos convertibles en acciones y papeles comerciales. A comienzos de la década de los ochenta se introdujo en el mercado de divisas los títulos canjeables.

El gobierno en el afán por financiar sus programas entró a emitir títulos de deuda pública de gran acogida por su bajo riesgo y gran rentabilidad, caso TAN y los certificados Eléctricos Valorizables.

Dentro de este análisis del evolucionar del mercado de valores no puede obviarse el reconocimiento al importante papel que jugaron las aceptaciones bancarias como nuevas posibilidades de financiación a los proveedores de bienes inmuebles a partir de 1986.

En 1987, el Banco de la República permitió que los títulos valores correspondientes a inversiones del encaje de las instituciones financieras se negociaran en Bolsa, ampliándose de esta manera la gama de documentos transables que viabilizan el financiamiento.

Desde 1988 hasta nuestros días, el mercado de valores colombiano ha estado inmerso dentro de una dinámica que bien pudiera catalogarse como fundamental para lograr su despegue. En consecuencia, desde el punto de vista histórico, es indudable que el período por el que actualmente atraviesa el mercado constituye un punto de "quiebre" en lo que hasta hace poco era la tendencia de nuestro mercado de valores.

## CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO CONTEMPORÁNEO

Se ha observado que, la utilización de las distintas modalidades de financiamiento en nuestro país, ha estado supeditada a la dinámica y estructura del sector financiero, a la del mercado de capitales, a los comportamientos de los índices de precios y al sistema tributario.

Históricamente el costo de los recursos se ha convertido en una restricción fundamental para el mercado de valores.

El Costo del Capital que, a la larga viene siendo el rendimiento mínimo que debe generar una inversión para cubrir los gastos originados en el proceso productivo, incluyendo los impuestos y los costos financieros, lleva implícito un factor de riesgo o grado de incertidumbre que, obviamente, varía dependiendo del tipo y del monto del financiamiento escogido por la empresa.

Como es bien sabido, el proceso de obtención de financiación, a través del incremento de las cuentas del patrimonio del balance de la empresa, se asimila al concepto de Capitalización. Los mecanismos más utilizados para lograr dicha financiación son: la emisión de acciones, el empleo de las valorizaciones y la retención de utilidades.

En Colombia, a partir de 1986, se observó una tendencia hacia el acercamiento de los Costos del

Capital accionario y los Costos del Capital deuda. Este propósito se reforzó con la puesta en práctica, en 1992, de la medida " Ajustes Integrales por Inflación", medida que permite que la totalidad del componente inflacionario de los intereses, cuando la empresa se financia con deuda, se haga no deducible para efectos tributarios, logrando que la base gravable alcance el 100% de la parte inflacionaria de los intereses.

En virtud a que se considera que el mercado de valores colombiano actualmente está siendo objeto de grandes transformaciones que le permitirán su posicionamiento frente a la empresa como fuente de financiamiento, me permito puntualizar los aspectos fundamentales que le caracterizan a efectos de poder dimensionar el potencial del mismo.

Inicialmente vale la pena indagar acerca de cuáles son las razones por las que se está logrando este cambio... El elemento de política económica que, en el corto plazo, se ha convertido en un determinante fundamental para devolverle la importancia al mercado dentro del proceso de asignación del ahorro, ha sido la eliminación del subsidio de tasas de interés. Esto ha hecho que sean las consideraciones sobre la eficiencia, el costo, la agilidad y transparencia de los diversos canales de financiación las que orienten al empresario acerca de cuál o cuáles fuentes de financiación escoger. La eliminación del subsidio de tasas de interés ha puesto a las bolsas de valores en pie de igualdad para

competir con otras fuentes de financiamiento.

En realidad, en los últimos años se han tomado medidas que han hecho de las acciones un activo totalmente exento de impuestos; por ejemplo, no se grava su tenencia, ni las utilidades que genera su venta a través de las bolsas de valores, ni los dividendos que produce. Solamente persiste el impuesto de venta en cabeza de la sociedad anónima, advirtiendo que esto no es traumático ya que las ventas generadas por la valorización de los activos en una economía inflacionaria se hallan exentas cuando sus activos tienen como contrapartida recursos de patrimonio.

Se han venido tomando medidas para que el mercado de valores tenga suficiente capacidad de movilización de recursos, a tal punto que pueda absorber sin problemas y sin sobrecostos las eventuales emisiones de títulos por parte de las empresas. En esta dirección aparecieron medidas como la autorización a los Bancos para actuar en el mercado de valores y la apertura del mercado a la inversión extranjera, entre otras.

Particularmente toca resaltar la innovación en nuestro medio de los Fondos de Pensiones, llamados a cumplir no solo una función económica, como inversionistas institucionales en el mercado de valores, sino, además, una gran función social al coadyuvar al logro de la seguridad social.

En términos generales, el empresario colombiano tiene y tendrá en el mercado de valores la respuesta a las necesidades financieras que le crea el momento actual, para lo cual cuenta con una serie de proyectos como el de la titularización, o sea, la movilización de activos líquidos a través de la venta de títulos valores representativos de dichos activos, como es el caso de las hipotecas.

Además de lo anterior, el mercado de valores, a través de las bolsas de valores, está apuntando al fortalecimiento de los mercados de Futuro de Acciones, de tasas de interés y de divisas, mercados que hacen posible la transferencia de riesgo entre inversionistas. El propósito es lograr que estos mercados, al igual que en los países desarrollados, sean tan importantes como los de contado y sean, además, necesarios para garantizar la presencia permanente en el mercado de los grandes inversionistas institucionales.

El actual mercado de valores colombiano, no ha perdido de vista el gran propósito de integración que asiste al mundo y por eso ha venido fortaleciendo el proyecto de integración con el mercado de valores de otros países y particularmente con Venezuela para poder estar a la altura de las necesidades de nuestra clase empresarial<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> *Hernán Beltz Peralta. Ante el Siglo XXI. Bolsa de Valores. Bogotá 1993.*

## PERSPECTIVAS DEL MERCADO

El entorno económico del país ha estado influenciado por las reformas que ha planteado el nuevo paradigma de política económica, reformas que le han dado el carácter de urgente a la modernización del sistema productivo. Tal modernización requiere, como es obvio, de la movilización de un mayor volumen de recursos de financiamiento.

También es obvio pensar que, es poco probable que nuestros empresarios logren satisfacer plenamente sus necesidades de recursos financieros a través del sistema de crédito interno tradicional. Ante esta perspectiva, a los empresarios se les vuelve cada vez más un imperativo la necesidad de acceder a vías alternativas de financiamiento como las que ofrece el mercado abierto. En realidad, el mercado abierto le brinda a los empresarios la oportunidad de captar recursos financieros bien sea por la vía de la titularización o por la vía de la capitalización.

La titularización ofrece como ventajas, por un lado, que los recursos de préstamos son más baratos que el crédito bancario y, de otro lado, su estructura de plazos es mucho más flexible que la del crédito bancario.

La capitalización, que es la otra fuente de recursos financieros que ofrece el mercado abierto a los empresarios, se ha vuelto una de las más ventajosas y en consecuencia más atractiva, debido a la implementación de la medida que exoneró del pago de

impuestos a las ganancias ocasionales que se obtengan vía enajenación de acciones, cuando dicha enajenación se efectúa a través de bolsas de valores.

La Capitalización se fortaleció aún más en 1990, cuando con la Ley 27 de ese año, se autorizó la emisión de acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto. La emisión de este tipo de acciones sirvió, primero, para acabar con un conflicto de poder al permitirle tranquilidad a aquellos empresarios celosos de perder el control político de sus empresas al emitir acciones y, segundo, para reactivar la oferta accionaria.

Por todo lo anterior, se puede concluir que el mercado de valores del país está perfilado como la fuente más abundante y barata en recursos financieros por, entre otras, las siguientes razones:

- 1) El gran potencial que ofrecen los Fondos de Cesantías. Los recursos de los Fondos, por reglamentación de la Superintendencia de valores, deberán obligatoriamente invertirse a través de Bolsa.
- 2) El proceso de democratización que se está llevando a cabo a través de los Fondos de Valores. Por intermedio de estos fondos las bolsas de valores han logrado y lograrán atraer hacia sí una gran franja de los pequeños y medianos inversionistas, aumentando la cobertura del mercado.
- 3) La transferencia y eficiencia del mercado de valores frente al de

intermediación financiera. Lo anterior se constituye en prenda de garantía para que en el mercado de valores se pueda obtener un precio más equitativo tanto para comprador como para vendedor.

- 4) Finalmente, hay una situación que favorece la prospección del mercado y es el despertar de nuestros empresarios, quienes han comenzado a sobreponerse al temor que tenían frente a la financiación por medio de la emisión de acciones.

Por todo lo antes anotado estamos obligados a pensar que el mercado de valores colombiano debe ser la gran tabla de salvación financiera del sector empresarial.

## BIBLIOGRAFÍA

-LOMBANA Ximona y GONZÁLEZ Alejandro. Financiamiento de la inversión: Motivación de los agentes y Concurrencia al Mercado de Recursos de Financiamiento. Bolsa de Valores de Santafé de Bogotá 1.993.

-BELTZ PERALTA Hernán. Ante el siglo XXI. Bolsa de Valores de Bogotá. 1993.

-Revistas Banco de la República. 1996.