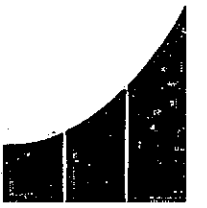
FUNDACION PARA LA EDUCACION SUPERIOR Y EL DESARROLLO



DESARROLLO RECIENTE Y PERSPECTIVAS DEL MERCADO ACCIONARIO EN COLOMBIA

(Informe Revisado)

FEDESARROLLO
Roberto Steiner
Olga Lucía Jaramillo

Santafé de Bogotá, Noviembre de 1994

Apartado Aéreo 75074 Fax 212 60 73 Cables: FEDESARROLLO Bogotá, Colombia

Desarrollo Reciente y Perspectivas del Mercado Accionario en Colombia[1]

Fedesarrollo, noviembre de 1994

[1] Documento elaborado por Robero Steiner y Olga Lucía Jaramillo. Se agradecen los comentarios de Eduardo Lora y la colaboración y las sugerencias de Andrés Escobar y del personal de la División Técnica de la Bolsa de Bogotá.

INTRODUCCION

Durante los últimos cuatro años el mercado bursátil colombiano ha tenido una notable recuperación. Esta ha coincidido en el tiempo con la evolución de la legislación, con la apertura de la economía, con un desempeño económico relativamente aceptable y con una tendencia de rápido crecimiento y madurez de los mercados emergentes. La posibilidad de profundizar esta fase de expansión está vinculada a un adecuado entendimiento de los elementos que han jugado un papel más determinante en la evolución reciente.

La evolución que ha tenido el mercado de capitales colombiano durante los últimos años se caracteriza por el paso de un sistema de banca especializada a uno de banca múltiple. Dentro de este contexto, disposiciones recientes que permiten a los intermediarios financieros competir en algunos segmentos con las bolsas de valores hacen pensar en la necesidad de que éstas desarrollen "nichos" especializados, donde sea su eficiencia y no la legislación la que permita imperar sobre la competencia. En ese sentido, entender los desarrollos y las perspectivas del mercado accionario se vuelve de particular importancia, por ser las acciones el producto natural a ser desarrollado y transado en las bolsas de valores.

El propósito de este trabajo es identificar dichos factores, para lo cual se describe y analiza la evolución reciente de la

actividad bursátil colombiana, poniéndola en perspectiva respecto del desarrollo en otros países de la región. Además, se evalúan las bondades de las principales reformas institucionales y legales, se señalan algunas de las limitaciones que subsisten y se efectúan algunas recomendaciones de política.

I. UN RAPIDO VISTAZO AL MERCADO BURSATIL

El Gráfico 1 presenta la evolución de las transacciones bursátiles para el período 1979-1993. Como porcentaje del PIB las mismas pasaron de 3% en 1979 a 25% en 1993. Hasta 1990 el mercado creció poco, y las participaciones en el PIB oscilaron entre 4% y 6.6%. A partir de 1990 aumentan de manera creciente, pasando de 5.6% en 1990 a 25% en 1993.

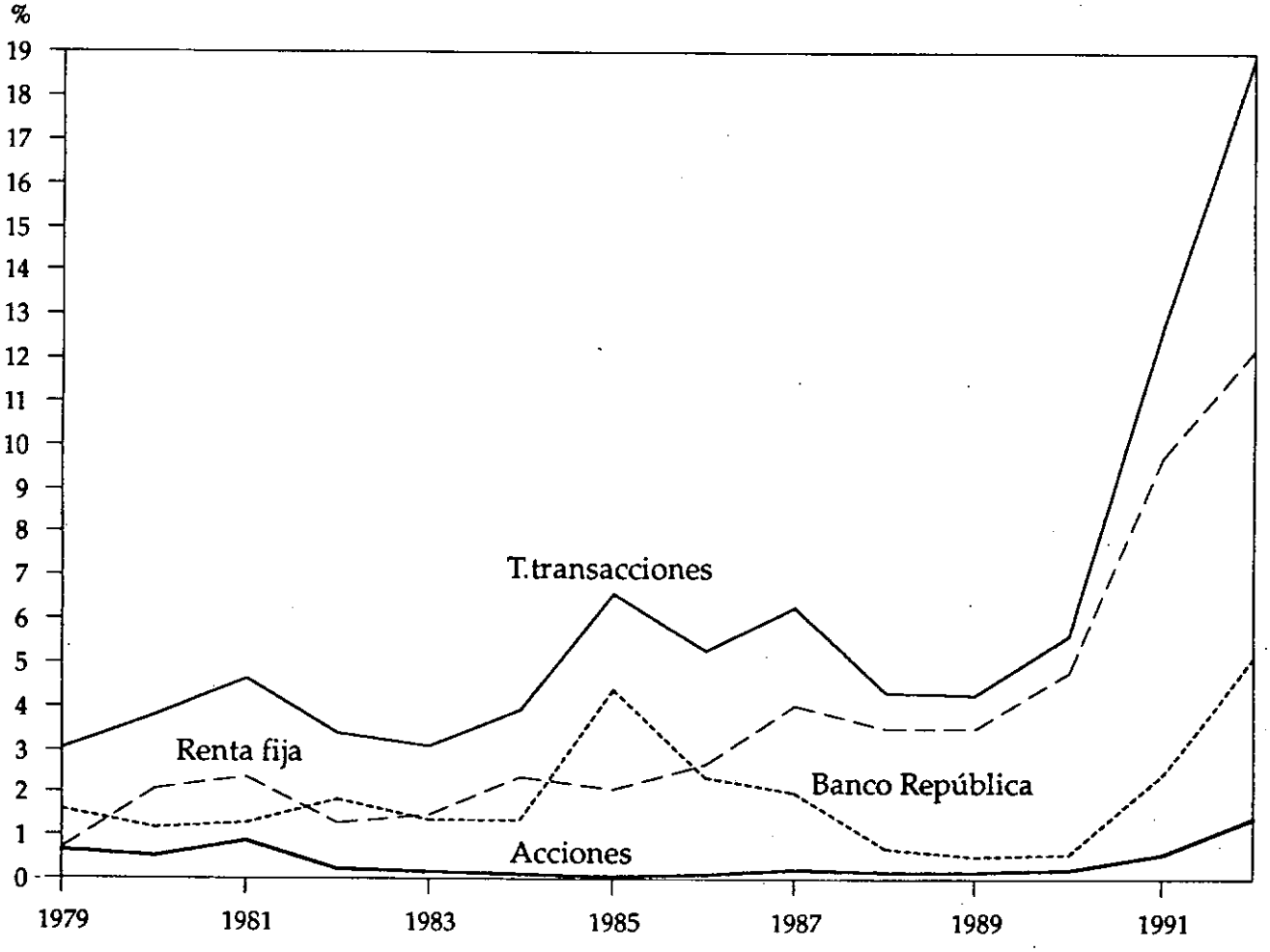
Las transacciones de la bolsa se pueden discriminar en tres clases de títulos valores: de renta fija, de renta variable y títulos denominados en moneda extranjera, emitidos por el Banco de la República (Certificados de Cambio y Títulos Canjeables), cuya renta es fija solamente en dólares[2]. Como porcentaje del PIB, la renta fija y los papeles del Banco de la República han tenido las participaciones más altas. La de las acciones fue inferior al 1% hasta 1991 y aumentó a 1.5% en 1992 y a 1.7% en 1993.

Como se desprende del Cuadro 1 el auge reciente ha sido claramente dominado por la renta fija. Mientras que en 1979 la renta fija representaba el 24.5% de las transacciones de la

---

[2] En el Anexo 1 (A y B) se hace un inventario comparativo de las operaciones que se pueden realizar en las bolsas de valores de Colombia y en las de otros países para los cuales se ha podido obtener información.

Gráfico 1
Transacciones del mercado bursátil
(% del PIB)



Fuente: Banco de la República.

Cuadro 1. TOTAL TRANSACCIONES
(Composición porcentual)

Años	Acciones %	Renta Fija %	Cert.de Cambio y Tít. Canjeables %	Total (millones de $)
1979	21.8	24.5	53.7	36,417.9
1980	14.6	54.0	31.4	60,699.4
1981	19.7	51.7	28.6	91,726.7
1982	7.0	38.5	54.5	85,503.6
1983	5.7	48.8	45.4	94,480.9
1984	3.5	61.2	35.3	151,944.2
1985	1.5	31.5	67.0	327,296.3
1986	2.9	51.3	45.8	357,720.9
1987	3.7	63.9	32.4	557,694.0
1988	4.1	79.8	16.0	513,149.1
1989	4.8	82.4	12.8	651,028.0
1990	3.9	85.5	10.7	1,144,390.6
1991	4.7	76.2	19.0	3,360,235.2
1992	7.8	64.9	27.4	6,241,602.6
1993	6.6	85.9	7.5	10,610,667.3

Fuente: 1979 - 1992: Banco de la República.
1993: División Estadística Bolsa de Bogotá.

bolsa, en 1993 representó el 85.9%. Por bolsa, cabe mencionar que la de Medellín es la que muestra el mayor dinamismo en renta variable durante el período 1979 - 1994. En 1979 las acciones representaban el 37.4% de las transacciones de dicha bolsa, mientras que dicho porcentaje en el caso de la de Bogotá era de 18.3%. Aunque la renta variable, como proporción del total de transacciones, pierde importancia durante la década de los ochenta en las tres bolsas, ésta sigue siendo por lo menos 4 veces mayor en la bolsa de Medellín que en las otras dos. En 1992 se presenta un repunte significativo en valor tansado de las acciones de la Bolsa de Medellín que no es experimentado en la misma magnitud por las bolsas de Bogotá y Occidente (ver cuadros 1A, 1B y 1C).

La pérdida de importancia del mercado accionario frente a los otros papeles transados en bolsa a principios de la década del setenta se ilustra en el Gráfico 2. En los ochenta la diversificación financiera se intensifica con la liberación de la tasa de interés de los Certificados de Depósito a Término (CDT) a principios de los ochenta y con la profundización de las Operaciones de Mercado Abierto del Banco de la República [Lora y Sánchez (1993)].

Las acciones mostraron una interesante recuperación entre 1991 y 1992, lapso en el cual los volúmenes transados se multiplicaron por un factor de 2.5. Sin embargo, este mercado no parece haber

Cuadro 1A. TOTAL TRANSACCIONES: BOLSA DE BOGOTA (Composición porcentual)

Años	Acciones %	Renta fija %	Cert. de cambio y títulos canjeables %	Bonos extranjeros	Martillos	Total (millones de $)
1979	18,3	21,9	59,7			29.804,0
1980	14,0	49,2	36,8			48.006,0
1981	16,5	49,8	33,8			73.613,9
1982	5,5	31,7	62,8			66.239,4
1983	3,3	43,1	53,6			67.264,9
1984	2,2	54,1	43,7			99.919,9
1985	0,9	29,3	69,8			228.423,5
1986	1,2	50,6	48,2			262.469,1
1987	1,8	65,3	32,9			419.085,9
1988	2,4	80,0	17,6			357.126,3
1989	2,9	81,8	15,3			394.262,8
1990	2,4	84,1	13,5			661.381,9
1991	3,5	78,5	18,0			1.953.743,0
1992	5,1	66,6	28,4			3.916.214,3
1993	4,1	88,3	7,2	0,3		6.603.671,0
En-Jul 94	7,0	83,0	3,5	0,01	6,5	7.429.862,0

Fuente: 1979 - 1992: Banco de la República. 1993 - 1994: División Estadística Bolsa de Bogotá.

Cuadro 1B. TOTAL TRANSACCIONES: BOLSA DE MEDELLIN (Composición porcentual)

Años	Acciones %	Renta fija %	Cert. de cambio y títulos canjeables %	Bonos extranjeros	Martillos	Total (millones de $)
1979	37,4	36,1	26,5			6.613,9
1980	16,6	72,2	11,2			12.693,4
1981	32,8	59,5	7,7			18.112,8
1982	12,1	62,0	25,9			19.264,2
1983	13,0	69,6	17,3			22.153,0
1984	6,5	84,4	9,0			39.009,4
1985	3,7	44,1	52,2			55.132,9
1986	10,0	54,1	35,9			64.327,3
1987	12,5	55,5	32,0			95.067,3
1988	10,3	77,0	12,7			100.347,0
1989	11,7	85,0	3,3			143.347,0
1990	8,8	86,8	4,4			254.042,0
1991	9,7	81,1	9,2			603.364,8
1992	25,1	58,7	16,2			884.829,3
1993	19,9	76,0	3,5	0,6		1.599.976,0
En-Jul 94	28,1	70,2	1,1	0,007	0,7	1.482.132,0

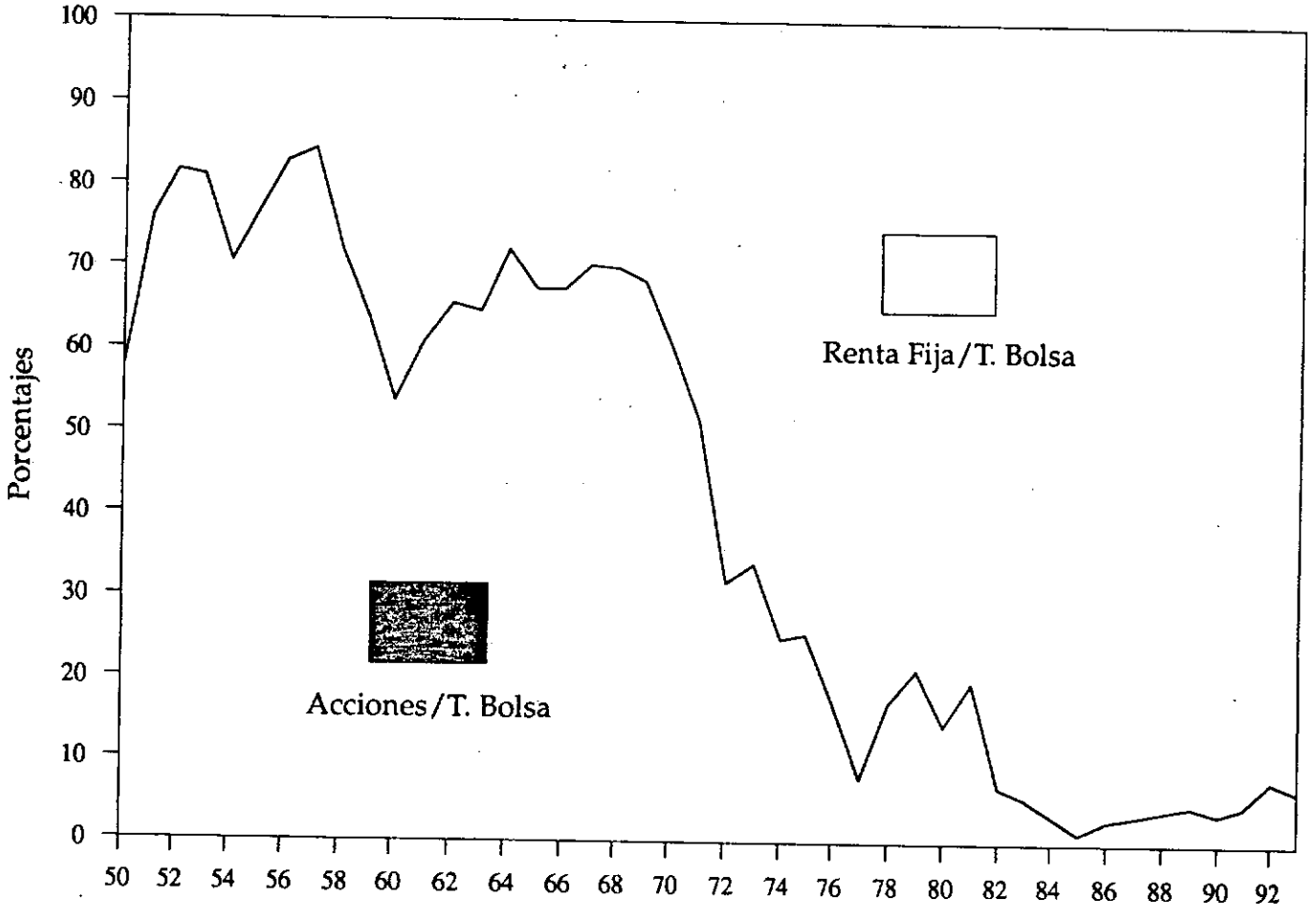
Fuente: 1979 - 1992: Banco de la República. 1993: División Estadística Bolsa de Bogotá.

Cuadro 1C. TOTAL TRANSACCIONES: BOLSA DE OCCIDENTE (Composición porcentual)

Años	Acciones %	Renta fija %	Cert. de cambio y títulos canjeables %	Bonos extranjeros	Martillos	Total (millones de $)
1983	6,5	34,6	59,0			5.063,0
1984	4,4	45,7	49,8			13.014,9
1985	1,3	27,2	71,5			43.739,9
1986	2,8	51,5	45,7			30.924,5
1987	2,6	68,9	28,5			43.540,8
1988	4,2	84,0	11,9			55.675,8
1989	3,1	80,9	16,1			113.418,2
1990	2,7	88,0	9,4			228.966,7
1991	4,0	67,1	28,9			803.127,4
1992	4,4	64,0	31,6			1.440.559,0
1993	4,7	82,9	10,9	1,5		2.372.868,0
En-Jul 94	5,8	91,9	1,5	0,5	0,4	1.315.932,0

Fuente: 1979 - 1992: Banco de la República. 1993: División Estadística Bolsa de Bogotá.

Gráfico 2
Mercado Bursátil 1950-1993



Fuente: Banco de la República y Bolsa de Bogotá.

recuperado el ímpetu de décadas pasadas. Hasta principios de la década de los sesenta, las acciones eran el principal papel transado en bolsa y la de Bogotá era la tercera en importancia en el contexto latinoamericano.

Durante el período 1981-1993 el desarrollo de la actividad bursátil estuvo en gran parte determinado por el sector público (Cuadro 2). Para el caso de la Bolsa de Bogotá, en 1981 los títulos del Banco de la República representaban el 72% de las transacciones totales y en su conjunto el sector público participaba con el 81.3%. Con excepción del período 1988-1990, las participaciones del sector público siempre fueron superiores al 70%. Después de los títulos del Banco de la República, los CDT fueron el papel más transado en las bolsas del país durante este período.[3]

La importancia del sector público hacia finales de la década del setenta coincide con la política de estabilización encaminada a neutralizar el impacto de la bonanza cafetera a través de instrumentos como los Certificados de Cambio y los Títulos de Ahorro Cafetero, ambos negociables en bolsa. En la década de los ochenta la mayor participación del Banco de la República en el mercado bursátil se debe a la creciente importancia de las

---

[3] Durante el período reciente, la participación de papeles emitidos por el sector público dentro del total transado ha sido del orden de 33% en la Bolsa de Medellín (Cuadro 2A) y de 66% en la Bolsa de Occidente (Cuadro 2B).

Cuadro 2. MOVIMIENTO BURSATIL: BOLSA DE BOGOTA (Composición porcentual)

Sector	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Sector privado													
Acciones	16.5	5.5	3.3	2.2	0.9	1.2	1.8	2.4	2.9	2.4	3.5	5.1	4.15
Otros[1]	2.2	3.9	4.1	5.8	8.1	26.5	28.1	38.2	62.5	56.0	20.6	24.6	32.2
Sub total	18.7	9.4	7.4	8.0	9.0	27.7	29.9	40.5	65.4	58.4	24.1	29.7	36.4
Sector público													
Banco República[2]	72.0	68.9	54.8	48.8	75.6	57.8	56.8	46.6	20.3	34.1	57.7	58.9	43.1
Otros[3]	9.3	21.8	37.8	43.2	15.4	14.5	13.2	12.9	14.3	7.5	18.2	11.4	20.5
Sub total	81.3	90.6	92.6	92.0	91.0	72.3	70.1	59.5	34.6	41.6	75.9	70.3	63.6

[1] Incluye: Bonos Obligatoriamente Convertibles en Acciones, Bonos Privados Ordinarios, de Garantía General y de Garantía Específica, Aceptaciones, C.D.T, Pagarés, Papeles Comerciales y C.A.V.C

[2] Incluye: T.A.N, Títulos de Crédito de Fomento, Títulos Financieros Agroindustriales, de Fomento Agropecuario, de Participación, Certificados de Cambio y Títulos Canjeables, Título Desarrollo Agropecuario y Bonos Deuda Pública Externa.

[3] Incluye: Bonos IFI, de Financiamiento Presupuestal y Especial, De Financiación del Distrito Especial, Agrarios, Bonos Departamento del Valle, Bonos del Tesoro Distrital, Bonos Ciudad de Medellín, Bonos del Municipio de Pereira, Bonos Reforma Urbana, Bonos Supercali, C.A.T o C.E.R.T, C.E.V, Cédulas B.C.H, Certificados Cafeteros, Certificados de Desarrollo Turístico, T.A.C, T.E.R. Títulos Tesoro, Títulos de Ahorro Educativo, Títulos de Devolución de Impuestos, Operaciones de Recompra.

Fuente: Bolsa de Bogotá S.A. Informe Anual 1992 y 1993.

Cuadro 2A. MOVIMIENTO BURSATIL: BOLSA DE MEDELLIN (Composición porcentual)

Sector	1990	1991	1992	1993
Sector privado				
Acciones	9,9	9,4	25,1	19,9
Otros[1]	71,9	37,1	42,0	46,3
Sub total	81,8	46,5	67,1	66,2
Sector público				
Banco República[2]	15,2	44,7	25,6	22,6
Otros[3]	3,0	8,8	7,3	10,6
Sub total	18,2	53,5	32,9	33,2
Bonos extranjeros	—	—	—	0,6

[1] incluye: Bonos Obligatoriamente Convertibles en Acciones, Bonos Privados Ordinarios, de Garantía General y de Garantía Específica, Aceptaciones, C.D.T, Pagarés, Papeles Comerciales y C.A.V.C

[2] incluye: T.A.N, Títulos de Crédito de Fomento, Títulos Financieros Agroindustriales, de Fomento Agropecuario, de Participación, Certificados de Cambio y Títulos Canjeables, Título Desarrollo Agropecuario y Bonos Deudas Pública Externa.

[3] incluye: Bonos IFI, de Financiamiento Presupuestal y Especial, De Financiación del Distrito Especial, Agrarios, Bonos Departamento del Valle, Bonos del Tesoro Distrital, Bonos Ciudad de Medellín, Bonos del Municipio de Pereira, Bonos Reforma Urbana, Bonos Supercali, C.A.T o C.E.R.T, C.E.V, Cédulas B.C.H, Certificados Cafeteros, Certificados de Desarrollo Turístico, T.A.C, T.E.R, Títulos Tesoro, Títulos de Ahorro Educativo, Títulos de Devolución de Impuestos, Operaciones de Recompra.

Fuente: Bolsa de Bogotá.

Cuadro 2B. MOVIMIENTO BURSATIL: BOLSA DE OCCIDENTE (Composición porcentual)

Sector	1990	1991	1992	1993
Sector privado				
Acciones	2,6	4,0	4,4	4,7
Otros[1]	63,6	29,8	33,1	42,0
Sub total	66,2	33,8	37,5	46,7
Sector público				
Banco República[2]	20,2	47,5	50,4	30,5
Otros[3]	13,6	18,7	12,1	21,3
Sub total	33,8	66,2	62,5	51,8
Bonos extranjeros	—	—	—	1,5

[1] Incluye: Bonos Obligatoriamente Convertibles en Acciones, Bonos Privados Ordinarios, de Garantía General y de Garantía Específica, Aceptaciones, C.D.T, Pagarés, Papeles Comerciales y C.A.V.C

[2] Incluye: T.A.N, Títulos de Crédito de Fomento, Títulos Financieros Agroindustriales, de Fomento Agropecuario, de Participación, Certificados de Cambio y Títulos Canjeables, Título Desarrollo Agropecuario y Bonos Deudas Pública Externa.

[3] Incluye: Bonos IFI, de Financiamiento Presupuestal y Especial, De Financiación del Distrito Especial, Agrarios, Bonos Departamento del Valle, Bonos del Tesoro Distrital, Bonos Ciudad de Medellín, Bonos del Municipio de Pereira,Bonos Reforma Urbana, Bonos Supercali, C.A.T o C.E.R.T, C.E.V, Cédulas B.C.H, Certificados Cafeteros, Certificados de Desarrollo Turístico, T.A.C, T.E.R, Títulos Tesoro, Títulos de Ahorro Educativo, Títulos de Devolución de Impuestos,
Operaciones de Recompra.

Fuente: Bolsa de Bogotá.

operaciones de mercado abierto como mecanismo idóneo de control monetario. Los títulos emitidos por el gobierno no han tenido un comportamiento regular.

II. EL MERCADO ACCIONARIO

El reciente repunte del mercado bursátil colombiano contrasta con el marcado deterioro que se presentó casi en forma continua desde finales de la década del sesenta. Como preámbulo al análisis de la evolución reciente y las perspectivas, resulta importante hacer mención de los principales elementos que determinaron el mencionado deterioro durante más de veinte años.

A. Causas de su deterioro en Colombia

1. Desestímulo a la oferta: aspectos tributarios

La pérdida de dinamismo del mercado accionario dentro de las transacciones bursátiles totales a partir de la década del sesenta se debió en gran parte a medidas tributarias que favorecían la financiación de las empresas vía endeudamiento y estimulaban la creación de sociedades limitadas, así como a la extensión de créditos de fomento del Banco de la República que le proporcionaba al sector productivo recursos de largo plazo a tasas subsidiadas.[4]

La legislación de 1953 desestimuló la capitalización accionaria de las empresas debido a la doble tributación en cabeza de la

---

[4] Al respecto, véase Hommes (1989).

sociedad y el accionista sobre dividendos repartidos y a la posibilidad de deducir la totalidad del componente inflacionario de los intereses sobre la deuda. Así, en un ambiente inflacionario resultaba más atractivo el endeudamiento que la financiación accionaria. Adicionalmente, la diferencia entre las tasa de tributación de las sociedades limitadas y anónimas favorecía la creación de las primeras, ya que mientras la tasa de tributación de las sociedades limitadas era de 18%, la de las anónimas era de 40%.

La Ley 75 de 1986 eliminó la doble tributación y desmontó de manera gradual la deducción de los intereses financieros. Además, se igualaron las tasa de tributación de las sociedades anónimas y limitadas en 30%. El gobierno perseguía eliminar el sesgo tributario en las decisiones de las empresas y reducir sus niveles de endeudamiento.

El desmonte de la doble tributación, que suprimió la tributación en cabeza del accionista, se pensó tendría un efecto adicional de estimular tanto la oferta como la demanda de acciones. Un estudio sobre el impacto de la reforma muestra que la neutralidad tributaria no se alcanzó debido a la posibilidad de deducir la parte real de los intereses y a que el porcentaje no deducible del componente inflacionario se congeló en 30% [Valderrama

(1990)].[5] De acuerdo al estudio en mención, antes de la reforma el costo del capital accionario oscilaba entre 20% y 33% para la sociedades anónimas y 14.6% y 24.4% para las sociedades limitadas. El costo de la deuda era de -4% para las sociedades anónimas y 6.7% para las sociedades limitadas. Con la reforma, el costo del capital accionario se redujo a 17% y el costo de la deuda se elevó para las sociedades anónimas y se redujo para las limitadas.

Quizás una forma más directa para determinar la preferencia de la financiación con deuda respecto a la financiación con capital es através del análisis de las Cuentas Financieras que elabora el Banco de la República. Desafortunadamente no hay Cuentas Financieras disponibles con posterioridad a 1990.

Las Cuentas Financieras Consolidadas, que contienen los movimientos financieros entre sectores de la economía son, pues, la referencia del presente análisis. La utilización de estas cifras tiene las ventajas de contabilizar los movimientos de **todos** los agentes de la economía (no de una muestra "representativa") y de contener **flujos** (es decir, movimientos netos anuales).

---

[5] En 1992 se reanudó el desmonte, el cual debe alcanzar 100% en 1998.

Una empresa puede obtener los recursos para su operación a través de un mayor endeudamiento o por medio de la consecución de aportes de capital. La empresa puede obtener financiación de sus proveedores, del Gobierno (pago diferido de impuestos), de las obligaciones laborales con sus empleados y de los recursos que movilizan las instituciones financieras. La colocación de bonos también pertenece a esta categoría.

Por otra parte, la consecución de recursos de capital se puede hacer por medio de acciones o, en términos generales, a través de la constitución de sociedades limitadas o en comandita. Las Cuentas Financieras que publica el Banco de la República son un instrumento de análisis idóneo para el estudio de la financiación de las empresas, ya sea con endeudamiento o por medio de la colocación de capital.

Es de interés para el presente trabajo delimitar las fuentes de financiación a aquellas de naturaleza diferente a la del deudor. Por ejemplo, es necesario hacer a un lado la financiación de proveedores, en la medida en que al mirar las empresas en su conjunto las deudas de algunas son acreencias de las demás. Se deriva de lo anterior que la situación real de las empresas como un todo se puede observar al analizar los movimientos de éstas con otros sectores de la economía.

El Cuadro 3 muestra el comportamiento de las principales fuentes de financiación de las empresas (privadas y públicas) en términos de su participación en el total del financiamiento. Claramente se aprecia que, en promedio y para todos los años, las empresas colombianas han acudido al endeudamiento (Operaciones Financieras) como fuente primordial de recursos no-propios para su operación: entre 1970 y 1990, el 70.5% del financiamiento total de las empresas se realizó de esta manera.

En promedio, durante el mencionado período, el 29.5% restante se financió con la colocación de "Derechos de Propiedad". Es necesario anotar que sólo el 7.25% corresponde a acciones en sociedades anónimas o en comandita, de forma tal que el restante 22.5% de los recursos se obtuvieron como participaciones en compañías limitadas, cooperativas, etc.

La dinámica de la financiación por medio de recursos de deuda es sustituto (se comporta en sentido contrario) de los derechos de propiedad: si se recurre a una emisión de acciones, por ejemplo, se deshecha la posibilidad de endeudarse. Sin embargo, se pudo encontrar un mayor grado de sustituibilidad entre el endeudamiento y los derechos de propiedad diferentes a acciones en sociedades anónimas y en comandita. Es decir, si no se va a endeudar a la compañía, se recurre antes a ampliar una sociedad limitada que a convertirla en una de acciones.

Cuadro 3. FINANCIACION DE LAS EMPRESAS

	Operaciones financieras	Derechos de Propiedad	
		Acciones	Otros
Promedio 1970-1990	**70.49%**	**7.24%**	**22.26%**
Promedio 1970-1975	61.19	10.52	28.29
Promedio 1976-1983	78.47	4.75	16.78
Promedio 1984-1985	64.14	9.86	26.00
Promedio 1986-1988	79.46	2.57	17.97
Promedio 1989-1990	63.28	9.77	26.95

Fuente: Banco de la República - Cuentas Financieras.

No es posible, obtener cifras confiables (en términos de cobertura y de riqueza de información) que permitan hacer un análisis similar con posterioridad a 1990. Por lo tanto, lo ocurrido en la presente década tendría que esperar la actualización de las Cuentas Financieras. Sin embargo, cifras obtenidas sobre la financiación de pequeñas y medianas empresas señalan que éstas siguen utilizando el endeudamiento como su principal fuente de financiación. Una encuesta practicada por Baniniver de Colombia S.A. a empresarios de varias ciudades del país en el segundo semestre de 1993 indica que el 34.5% de las pequeñas y medianas empresas utilizó fuentes extrabancarias en los dos últimos años. El 30% de las empresas pequeñas encuestadas y el 18.7% de las medianas obtuvieron más del 50% de su financiación por esta vía. Otras fuentes importantes de financiación son el crédito de proveedores y los sobregiros bancarios.

2. Desestímulo a la demanda: aumento de la inflación

Dentro del rango de opciones, las acciones son un activo más que compite con los demás activos financieros del mercado, es decir, las acciones y los demás activos financieros son sustitutos[6]. La

[6] No se desecha la posibilidad de que exista complementaridad entre algunos activos financieros. Por simplicidad, restringimos a dos las opciones de inversión que tienen los agentes: acciones y resto de activos financieros.

decisión de los inversores está determinada conjuntamente por la rentabilidad y el riesgo de los diferentes activos financieros. Por otra parte, a los inversionistas les preocupa aquellos riesgos que no pueden eliminarse vía diversificación.[7]

Antes de los setenta las acciones tenían un gran peso dentro del portafolio de los agentes dada la escasez de activos financieros y las bajas tasas de inflación que prevalecían en el mercado. La preferencia de los agentes por papeles diferentes a acciones coincide tanto con el desarrollo del mercado de capitales -que amplió la oferta de activos financieros con la mayor disponibilidad de títulos del gobierno y del Banco de la República- como con el salto "permanente" que se observa en la tasa de inflación durante la primera mitad de la década del setenta. La tasa anual de inflación pasó de un promedio de 11.5% en 1970-72 a 23.5% en 1973 y a 24.5% en promedio para 1974-77.

El Cuadro 4 muestra la evolución de diferentes agregados monetarios (M1, M2 y M3[8]), que representan el ahorro financiero como porcentaje del PIB. El más básico de los tres, M1, ha venido

---

[7] Es el caso del "riesgo país". La única forma de evitarlo puede ser liquidando <u>todas</u> las inversiones, no simplemente reasignando unas en favor de otras.

[8] M1 = Efectivo + Depósitos en Cuentas Corrientes
M2 = M1 + Cuasidineros
M3 = M2 + Títulos Gobierno + Títulos Banco República
Cuasidineros = Depósitos de Ahorro + Depósito de las CAVs + CDTs

Cuadro 4. PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS (% DEL PIB)

	M1	M2	M3	CD[1]	GOB[2]	BR[3]	AB[4]	E[5]	Ahorro Transferible
1970	16.29	18.87	19.34	2.58	0.42	0.05	NA	5.96	13.33
1971	15.39	18.05	18.63	2.66	0.45	0.13	NA	5.59	12.92
1972	15.74	18.91	19.65	3.18	0.62	0.12	NA	5.76	13.78
1973	15.86	21.06	21.99	5.20	0.73	0.20	NA	5.28	16.50
1974	14.30	20.69	21.72	6.39	0.73	0.30	NA	5.02	16.40
1975	14.54	22.25	22.95	7.71	0.30	0.40	NA	5.21	17.35
1976	14.91	23.55	24.73	8.63	0.19	0.99	NA	5.44	18.30
1977	14.46	23.00	25.20	8.54	0.13	2.07	NA	5.70	17.43
1978	14.83	25.90	28.10	11.07	0.21	1.99	NA	5.90	20.20
1979	14.10	24.69	27.34	10.59	0.61	2.04	NA	5.65	19.66
1980	13.48	26.89	30.13	13.40	0.54	2.70	NA	4.86	22.57
1981	13.10	31.90	34.65	18.80	0.53	2.22	NA	5.12	27.31
1982	12.91	30.93	34.41	18.02	0.64	2.84	NA	5.21	26.36
1983	13.30	33.16	35.56	19.86	1.17	1.23	NA	5.47	28.86
1984	12.99	32.51	35.25	19.51	1.34	1.40	NA	5.45	28.40
1985	12.93	33.88	38.17	20.95	2.21	2.08	NA	5.35	30.75
1986	11.62	32.06	39.39	20.44	2.32	5.01	NA	4.64	29.74
1987	11.88	31.72	37.83	19.84	2.14	3.97	NA	4.71	29.15
1988	11.24	29.49	36.12	18.25	1.95	4.68	NA	4.47	26.97
1989	11.25	30.35	36.56	19.10	1.67	4.54	NA	4.30	27.72
1990	10.58	29.80	37.19	19.21	1.67	4.81	0.91	4.13	27.34
1991	10.83	30.75	40.38	19.92	0.95	7.77	0.91	4.11	27.59
1992	12.14	33.77	44.85	21.63	4.12	6.37	0.59	4.47	33.42
1993	12.27	36.96	46.66	24.69	5.10	4.09	0.51	4.32	37.74

[1] Cuasidineros.

[2] Títulos Gobierno.

[3] Títulos Banco de la República.

[4] Aceptaciones Bancarias.

[5] Efectivo.

Fuente: Revista Banco de la República.

Lora Eduardo y Sánchez Fabio. Indizaciónn de activos Financieros en Colombia. CEPAL y Fedesarrollo.

depositario de 3 veces más ahorro financiero (con respecto al PIB) que en 1991.

Las OMAs del banco central volvieron a ceder terreno en 1992 y 1993, al redimirse los títulos emitidos en años anteriores y relajarse la agresiva política de esterilización monetaria. Esta nueva abundancia de liquidez (se liberaron recursos equivalentes a casi cuatro puntos del PIB en los mencionados dos años) fue absorbida en 1993 en parte por un repunte importante de los cuasidineros y por los títulos emitidos por el Gobierno Nacional.

Como resultado de todo este proceso, el ahorro financiero total (M3), como porcentaje del PIB, se multiplicó en más de dos veces en los últimos 23 años, siendo evidente la intensa profundización financiera que ha vivido el país recientemente. Un punto que merece especial atención es el aumento del ahorro financiero susceptible de ser transferido a otros agentes[9], que pasó de ser el 13.3% del PIB en 1970 a ser el 37.7% en 1993.

Se puede concluir entonces que desde 1970 se vive un proceso de profundización financiera en el cual la renta fija ha ganado terreno a costa de los medios de pago y de la renta variable. La pérdida de importancia de los medios de pago es en gran parte el

---

[9] Del ahorro financiero total debe deducirse el representado en títulos del Banco de la República, ya que son recursos que "salen de circulación", y el efectivo en poder del público, que no puede ser intermediado o transferido por el sector financiero.

cayendo constantemente: mientras que en 1970 era el 16.3% del PIB, para 1993 fue el 12.3%. Este comportamiento tiene su origen en el proceso de profundización financiera de la economía colombiana que se llevó a cabo en la década de los setenta y de los ochenta, período en el cual los instrumentos que reconocen intereses a los ahorradores han ganado en importancia.

El componente más importante desde 1970 ha sido el de los cuasidineros. Por su parte, la emisión de títulos del Banco de la República no es una medida de los últimos años únicamente. Luego de una participación incipiente en 1970, para 1986 ésta ya se habían multiplicado por 100, siendo especialmente importantes los años de 1976-77 y 1986. De la misma forma, el endeudamiento interno del Gobierno Nacional bajo la forma de títulos de deuda se multiplicó por 5 entre 1970 y 1986. Esta intervención no fue igualmente activa en la segunda mitad de la década anterior, período durante el cual ambos agentes perdieron terreno como depositarios del ahorro financiero colombiano. Este comportamiento implicó un caída de M3 en el período 1985-1990.

Sin embargo, la tendencia se reversa de nuevo en esta década. Es bien conocida la agresiva captación de recursos que realizó el Banco de la República en 1991, año en que sus títulos representaron el 7.8% del PIB. Un año más tarde, el Gobierno Nacional decide hacer un cambio de deuda externa por deuda interna y hace una emisión masiva de títulos que le permiten ser

resultado conjunto del aumento en la tasa de inflación y la aparición de sustitutos cercanos al dinero que, a diferencia de éste, reconocen intereses.

La pérdida de importancia de la renta variable también es en parte el resultado de la agudización del proceso inflacionario. Este afecta adversamente la demanda, al introducir mayor incertidumbre a la renta variable. Y, en virtud a los procedimientos tributarios ya descritos, también afecta de manera negativa la oferta de acciones.

Como discutiremos más adelante, una mayor estabilidad macroeconómica que conduzca de manera duradera y creíble al logro de menores tasas de inflación se constituye a nuestro juicio en una condición necesaria para recuperar el dinamismo del mercado accionario. Por supuesto, no se trata de una condición suficiente ya que, como veremos en seguida, la evolución del mercado accionario tiene otros determinantes. De hecho, en coyunturas específicas la "bonanza" en el mercado de acciones puede coincidir con bonanzas generalizadas de demanda, que presionan tanto el mercado de bienes como el de títulos valores y finca raíz.

B. Desempeño reciente

La década pasada se caracterizó por el rápido crecimiento de los mercados emergentes. La capitalización bursátil[10] de los países de mercados emergentes del IFC se incrementó 11 veces entre 1982 y 1992. En el mercado mundial la capitalización del grupo representaba el 4% en 1984 y el 12% en 1993. Malasia, Sur Africa, México, Corea, Taiwán y China se encuentran dentro de los mercados de mayor capitalización en el mundo, superando a Italia, España y Suecia. Los volúmenes transados de acciones crecieron 25 veces en el mismo período y en 1993 representaban el 15% del mercado mundial. Para el mismo año el 44% de las compañías inscritas en bolsa pertenecían a los mercados emergentes.

Colombia no se ha abstraído del reciente auge del mercado accionario en diversos países en desarrollo. Este repunte coincide con un aceptable desempeño macroeconómico, reflejado en tasas de crecimiento del PIB por encima del promedio latinoamericano, con la evolución de la legislación que ha estimulado el mercado de capitales -la eliminación de los impuestos a las acciones y la creación de fondos de inversión nacionales y extranjeros, por ejemplo-, con la reducción de las tasas de interés de algunas formas de ahorro, y con reformas que han favorecido la entrada de capitales. A continuación

---

[10] Ver International Finance Corporation, Emerging Stock Markets Factbook (1993).

presentamos algunas características de la evolución reciente, en lo referente entre otras a precios, volúmenes transados, y composición sectorial.

1. Tamaño

A pesar de su reciente expansión, el mercado accionario colombiano sigue siendo reducido en términos internacionales. Del total de la capitalización de los mercados emergentes, Colombia[11] representó el 1.27% en 1992 y el 0.84% en 1993 (Cuadro 6).

Los Cuadros 7-10 presentan cuatro indicadores del tamaño relativo del mercado accionario para diferentes países de mercados emergentes. Casi todos los países muestran una marcada recuperación de la capitalización bursátil como porcentaje del PIB (Cuadro 7). Para Colombia, este indicador avanzó de 2.2% en

---

[11] Para comparaciones internacionales del mercado accionario se ha tomado como referencia la Bolsa de Bogotá. Las cifras sobre volumen transado hacen referencia al mercado nacional. Esta escogencia obedece a dos razones: (i) en el caso de países con varias bolsas, el IFC generalmente sólo reporta información para la más grande o antigua en cada país. Así por ejemplo, en el caso de Chile se menciona la de Santiago pero no la de Valparaíso y en Brasil la de Sao Paulo y no la de Rio de Janeiro. (ii) aunque hemos mencionado un comportamiento relativamente diferenciado entre las tres bolsas de Colombia, es evidente que las tendencias de la de Bogotá, al representar más del 60% del mercado, señalan en un sentido amplio las tendencias del mercado en su conjunto. (Para algunos países, la distribución del total del mercado entre las diferentes bolsas se observa en el cuadro 5).

Cuadro 5. BOLSAS REGIONALES
(% del Total del mercado)

	Colombia			Argentina		Brasil		Chile		España				Portugal	
	Bogotá	Medellín	Occidente	Buenos Aires	Rosario	Rio de Janeiro	Sao Paulo	Santiago	Valparaiso	Barcelona	Bilbao	Madrid	Valencia	Porto	Lisboa
1990	57,6	22,4	20,0			31,3	68,7			10,2	6,1	83,7	46,3	53,7	
1991	58,2	17,9	23,9			29,0	71,0			10,2	9,8	80,1	43,2	56,8	
1992	62,8	14,2	23,0	94,2	5,8	32,8	67,2	99,8	0,2	8,3	11,4	78,5	1,8	35,0	65,0
1993	62,5	15,1	22,4	99,3	0,7	19,1	80,9	99,8	0,2	5,4	14,1	79,8	0,7	35,6	64,4
En-Jul94	72,6	14,5	12,9												

Fuente: Bolsa de Bogotá. FIABV. Anuario 1994.

Cuadro 6. PARTICIPACION DE COLOMBIA EN LA CAPITALIZACION SECTORIAL DE LOS MERCADOS EMERGENTES

	% 1992	No de acciones 1992	% 1993	No de acciones 1993
Agricultura, silvicultura y pesca	—	—	—	—
Minería	0.01	1	—	1
Extracción Mineral	0.01	1	—	1
Construcción	—	—	—	—
Contratistas	—	—	—	—
Manufactura	0.84	12	0.48	12
Alimentos	0.34	2	0.21	5
Textiles	—	—	—	—
Vestuario	0.08	3	0.02	3
Papel	0.08	1	0.03	1
Químicos	—	—	—	—
Refinería de Petróleo	—	—	—	—
Plásticos	—	—	—	—
Cemento	0.24	3	0.18	3
Industrias metálicas básicas	0.01	1	—	1
Productos Metálicos	0.01	1	—	1
Equipo Eléctrico y Electrónico	—	—	—	—
Equipo de Transporte	—	—	—	—
Miscelaneos	—	—	—	—
Transporte y comunicación	0.01	1	—	1
Servicios de Transporte		—	—	—
Comunicaciones		—	—	—
Servicios Públicos		—	—	—
Comercio al por mayor y al detal	0.07	1	0.04	1
Finanzas. seguros. propiedad raíz	0.34	5	0.31	5
Banca	0.21	3	0.19	3
Agencias de Crédito dif de bancos	—	—	—	—
Corredores de seguros y mercancías	—	—	—	—
Seguros	0.13	2	0.12	2
Servicios	—	—	—	—
Hoteles	—	—	—	—
Otros	—	—	—	—
Total	1.27	20	0.84	20

Fuente: IFC. Emerging Stock Markets Factbook 1993 y 1994.

Cuadro 7. MERCADOS EMERGENTES: VALOR DE MERCADO DEL CAPITAL EMITIDO (% del PIB)

Países	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993[1]
América Latina											
Argentina	2.14	1.50	3.10	2.02	1.84	2.42	6.12	3.10	9.78	8.15	18.15
Brasil (Sao Paulo)	7.43	13.88	19.18	15.70	5.75	9.70	9.81	3.33	10.51	11.73	24.67
Chile	13.15	10.97	12.58	24.15	28.19	31.06	36.68	48.05	89.31	78.25	102.20
Colombia	2.21	1.99	1.19	2.35	3.45	2.92	2.86	3.33	10.11	13.05	17.70
México	2.10	1.28	2.15	4.58	5.96	7.91	11.29	13.76	34.74	41.63	59.48
Venezuela	4.13	—	3.46	6.19	9.23	6.89	3.82	17.08	20.71	12.27	13.07
Asia del Este											
Corea	5.33	6.90	7.94	13.14	24.96	54.02	66.00	45.87	34.00	36.19	44.51
Filipinas	4.18	2.66	2.18	6.72	8.84	11.12	27.30	13.06	21.94	25.48	73.04
Taiwan, China	14.50	16.71	16.80	19.21	47.87	98.03	160.50	63.14	70.24	48.44	88.47
Sur Este Asiático											
Indonesia	0.12	0.10	0.13	0.11	0.09	0.30	2.38	7.49	5.94	9.51	24.45
Malasia	75.66	57.16	51.96	54.32	58.64	67.10	106.25	114.67	130.13	163.13	354.02
Paquistan	4.05	3.77	4.62	5.53	5.96	6.54	6.47	7.11	17.03	16.65	23.46
Tailandia	3.76	4.18	4.97	6.91	11.26	14.78	37.01	29.73	38.96	56.44	117.29
Europa											
Grecia	2.76	2.27	2.29	2.87	9.66	8.28	11.78	23.06	18.65	12.21	16.02
Portugal	0.40	0.38	0.93	5.18	24.11	17.19	23.27	15.38	14.77	10.96	15.55
Turquía	1.89	1.92	—	1.63	4.75	1.59	8.47	17.32	15.02	9.06	32.03

[1] Las cifras correspondientes a 1993 son aproximadas. El PIB de 1993 es una estimación.

Fuente: IFC. Emerging Stock Markets 1993 y 1994.

1983 a 17.7% en 1993. Sin embargo, sigue siendo uno de los menores de la muestra.

En cuanto al número de compañías inscritas en bolsa, es difícil hacer comparaciones entre países dado que las condiciones para inscribir a una compañía son diferentes en cada caso. Si bien el número de inscritas aumentó considerablemente en la mayoría de los países que tuvieron las más altas tasas de capitalización durante el período 1983-1992 (Cuadro 8), no se puede generalizar que una mayor capitalización esté asociada necesariamente a un crecimiento en el número de compañías inscritas en bolsa. Países como Chile y México, que tuvieron una capitalización importante durante el período, no tuvieron aumentos significativos en el número de compañías inscritas en bolsa. Después de un descenso entre 1983 y 1985, el número de compañías inscritas en Colombia no ha tenido fluctuaciones significativas y sigue siendo uno de los menores en el conjunto de países de mercados emergentes.

Como porcentaje del PIB, el valor de las acciones transadas en Colombia sigue siendo bajo, 1.5% en 1992, cifra que contrasta no sólo con la de los mercados emergentes en conjunto sino, incluso, a nivel latinoamericano (Cuadro 9). De igual manera, el índice de liquidez ("turn-over" ratio), que indica el grado de bursatilidad de una acción, resulta ser uno de los menos dinámicos dentro del grupo de países de mercados emergentes (Cuadro 10).

Cuadro 8. MERCADOS EMERGENTES: NUMERO DE COMPAÑIAS INSCRITAS EN BOLSA

Países	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
América Latina											
Argentina	238	236	227	217	206	186	178	179	174	175	180
Brasil (Sao Paulo)	505	522	541	592	590	589	592	581	570	565	550
Chile	214	208	228	231	209	205	213	215	221	245	263
Colombia	196	180	102	99	96	86	82	80	83	80	89
México	163	160	157	155	190	203	203	199	209	195	190
Venezuela	—	116	108	108	110	60	60	66	66	66	93
Asia del Este											
Corea	328	336	342	355	389	502	626	669	686	688	693
Filipinas	208	149	138	130	138	141	144	153	161	170	180
Taiwan, China	119	123	127	130	141	163	181	199	221	256	285
Sur Este Asiático											
Indonesia	19	24	24	24	24	24	57	125	141	155	174
Malasia	204	217	222	223	232	238	251	282	321	366	410
Paquistán	327	347	362	361	379	404	440	487	542	628	653
Tailandia	88	96	100	98	125	141	175	214	276	305	347
Europa											
Grecia	113	114	114	114	116	119	119	145	126	129	143
Portugal	25	23	24	63	143	171	182	181	180	191	183
Turquía	—	373	—	40	50	50	50	110	134	145	152

Fuente: IFC. Emerging Stock Markets 1993 y 1994.

Cuadro 9. MERCADOS EMERGENTES: VALOR TOTAL DE LAS ACCIONES TRANSADAS (% del PIB)

Países	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993[1]
América Latina											
Argentina	0.60	0.35	0.96	0.39	0.30	0.71	2.78	0.81	2.55	6.86	4.27
Brasil (Sao Paulo)	2.39	4.92	9.62	10.76	3.27	5.42	3.71	1.14	3.29	5.32	14.24
Chile	0.33	0.27	0.36	1.77	2.65	2.77	3.31	2.76	6.06	5.36	6.41
Colombia	0.18	0.14	0.10	0.15	0.23	0.18	0.21	0.22	0.60	1.47	1.66
México	0.78	1.26	1.33	2.96	11.08	3.29	3.12	5.14	11.22	13.35	18.51
Venezuela	0.09	0.08	0.09	0.21	0.60	0.84	0.24	4.56	5.98	4.25	3.06
Asia del Este											
Corea	2.75	4.29	4.48	10.27	18.90	45.39	56.78	31.50	30.15	39.11	67.60
Filipinas	1.45	0.40	0.36	1.88	4.57	2.27	5.50	2.68	3.24	5.73	12.29
Taiwan, China	17.33	13.85	7.89	23.66	82.80	225.12	654.04	448.25	205.45	115.29	157.03
Sur Este Asiático											
Indonesia	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.57	3.70	2.54	3.08	6.79
Malasia	11.28	6.56	7.48	4.25	12.12	7.55	18.37	25.64	23.65	37.71	246.90
Paquistán	—	0.60	0.80	0.50	0.49	0.47	0.51	0.58	1.50	2.03	3.73
Tailandia	0.96	1.05	1.52	2.72	9.51	9.39	19.41	28.48	32.73	69.81	78.13
Europa											
Grecia	0.05	0.04	0.05	0.08	0.95	0.60	1.01	5.94	3.47	2.07	3.53
Portugal	0.005	0.02	0.02	0.20	4.13	2.72	4.19	2.82	4.33	4.11	6.06
Turquía	0.02	0.01	—	0.02	0.17	0.14	1.00	5.31	8.20	7.47	19.85

[1] Las cifras correspondientes a 1993 son aproximadas. El PIB de 1993 es una estimación.

Fuente: IFC. Emerging Stock Markets 1993 y 1994.

Cuadro 10. MERCADOS EMERGENTES: INDICE DE BURSATILIDAD

Países	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
América Latina											
Argentina		15.5	41.3	16.1	14.7	28.9	24.5	33.6	45.3	83.9	33.0
Brasil		34.3	49.3	74.4	41.5	37.8	17.9	23.6	22.0	31.5	32.6
Chile		2.0	2.9	9.6	10.6	10.1	9.9	6.3	8.8	6.7	7.4
Colombia		5.8	5.3	7.6	7.7	5.3	6.5	5.6	7.1	11.4	9.8
México		84.8	65.8	68.0	179.3	51.7	33.3	44.0	47.9	37.0	36.8
Venezuela		—	—	4.1	8.1	10.9	5.4	43.0	33.1	27.8	23.6
Asia del Este											
Corea		72.2	61.8	103.4	107.4	128.1	101.5	61.3	82.3	114.8	172.2
Filipinas		11.6	14.1	42.5	61.3	24.4	29.1	13.5	18.8	24.8	25.1
Taiwan. China		93.2	48.4	140.2	275.9	330.1	531.7	429.8	330.1	209.3	235.5
Sur Este Asiático											
Indonesia		2.2	2.9	1.4	4.2	2.5	38.6	75.8	40.1	41.2	40.5
Malasia		10.4	13.4	7.8	22.6	12.5	21.8	24.6	20.2	27.3	94.3
Paquistán		14.8	18.4	10.0	8.8	8.0	8.0	8.7	12.6	12.7	18.7
Tailandia		25.3	32.1	47.8	111.7	78.6	78.5	92.6	102.2	153.6	91.5
Europa											
Grecia		1.4	2.3	3.3	16.5	7.4	10.9	36.3	18.8	14.1	24.4
Portugal		4.1	4.0	7.1	31.1	14.8	22.8	16.9	32.0	35.4	44.0
Turquía		0.8	—	—	5.1	5.5	19.0	42.4	52.9	68.3	80.9

[1] Turn over ratio.

Fuente: IFC. Emerging Stock Markets 1993 y 1994.

2. Indices de valor

El mercado accionario colombiano ha sido uno de los de mejor desempeño en América Latina en los últimos cuatro años. El Indice de Retorno Total del IFC[12] (IFCG Total Return Indexes) aumentó 38% en 1990, 191% en 1991, 39% en 1992 y 35% en 1993 (Cuadro 11), lo cual coloca a Colombia en tercer, segundo, primer y quinto lugar respectivamente.

Los índices de los precios de las acciones han venido creciendo a tasas superiores a las del índice de precios al consumidor (IPC) y del índice de precios al por mayor (IPM) desde mediados de 1989 (Gráficos 3 y 4).[13] Tanto la razón precio-ganancia

---

[12] Los índices globales ("IFC Global Indexes") son indicadores del desempeño de las acciones más activas de los diferentes mercados.

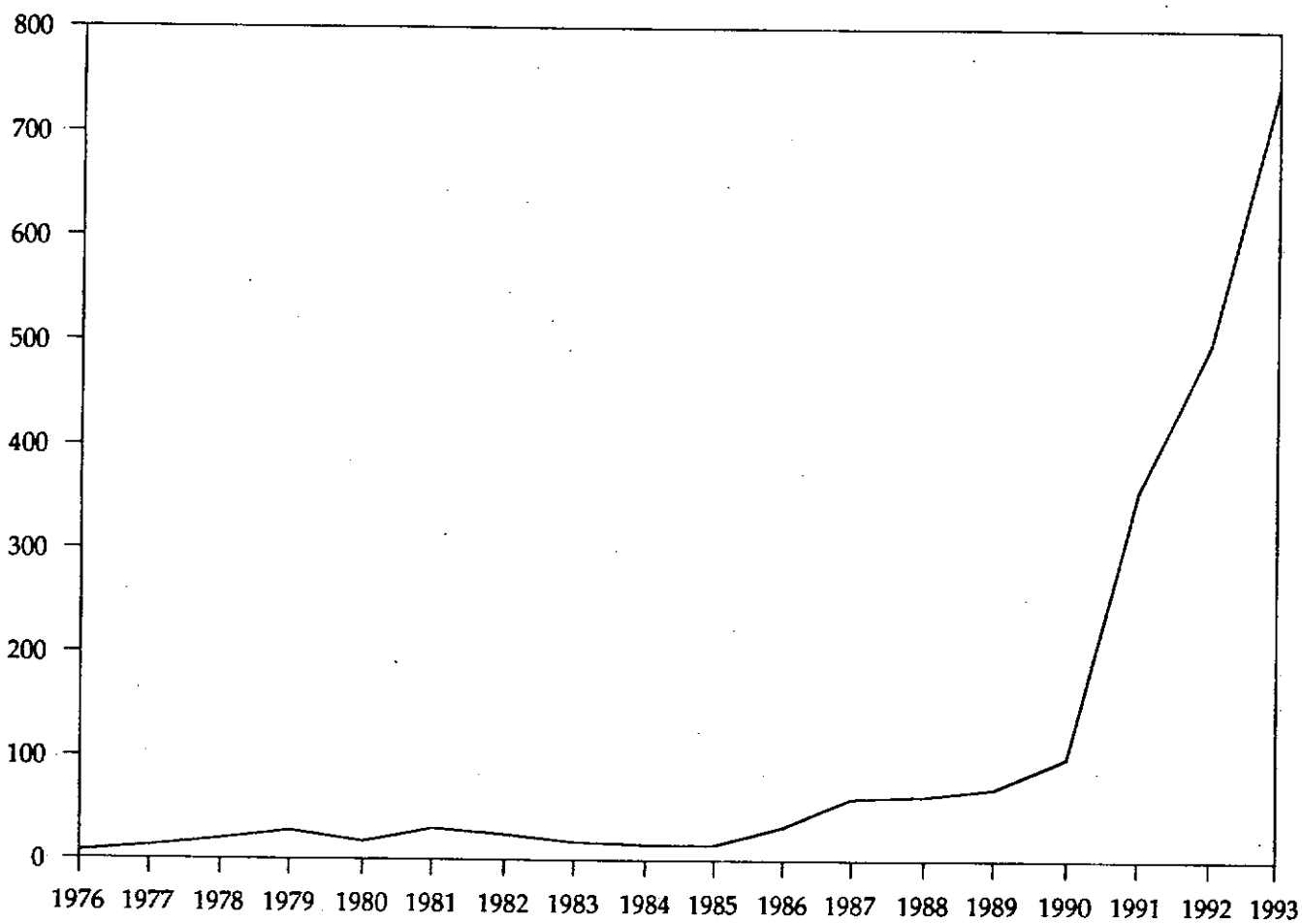
[13] La alta correlación entre el IBB y el Indice de la Bolsa de Medellín (IBOMED) se hace evidente en el Gráfico 3B. Por lo tanto, cualquiera de los dos es válido para analizar las tendencias de largo plazo del precio de las acciones en el mercado nacional.

Cuadro 11. INDICE DE RETORNO GLOBAL del IFC
Variación anual en dólares

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Argentina	(18.4)	74.9	(26.5)	9.8	38.8	175.9	(36.5)	396.9	(26.5)	72.7
Brasil	53.4	94.2	(24.6)	(63.0)	125.5	39.9	(65.7)	170.3	0.3	99.4
Chile	(23.7)	49.3	154.7	30.2	37.1	51.2	40.4	98.1	16.2	34.6
Colombia	—	(11.2)	149.9	78.5	(12.3)	12.2	37.5	191.3	39.1	34.7
México	6.0	18.3	97.3	(4.8)	108.3	73.4	29.7	106.8	21.2	49.9
Venezuela	—	(26.6)	57.4	52.6	(24.2)	(33.1)	601.8	44.6	(42.3)	(6.9)

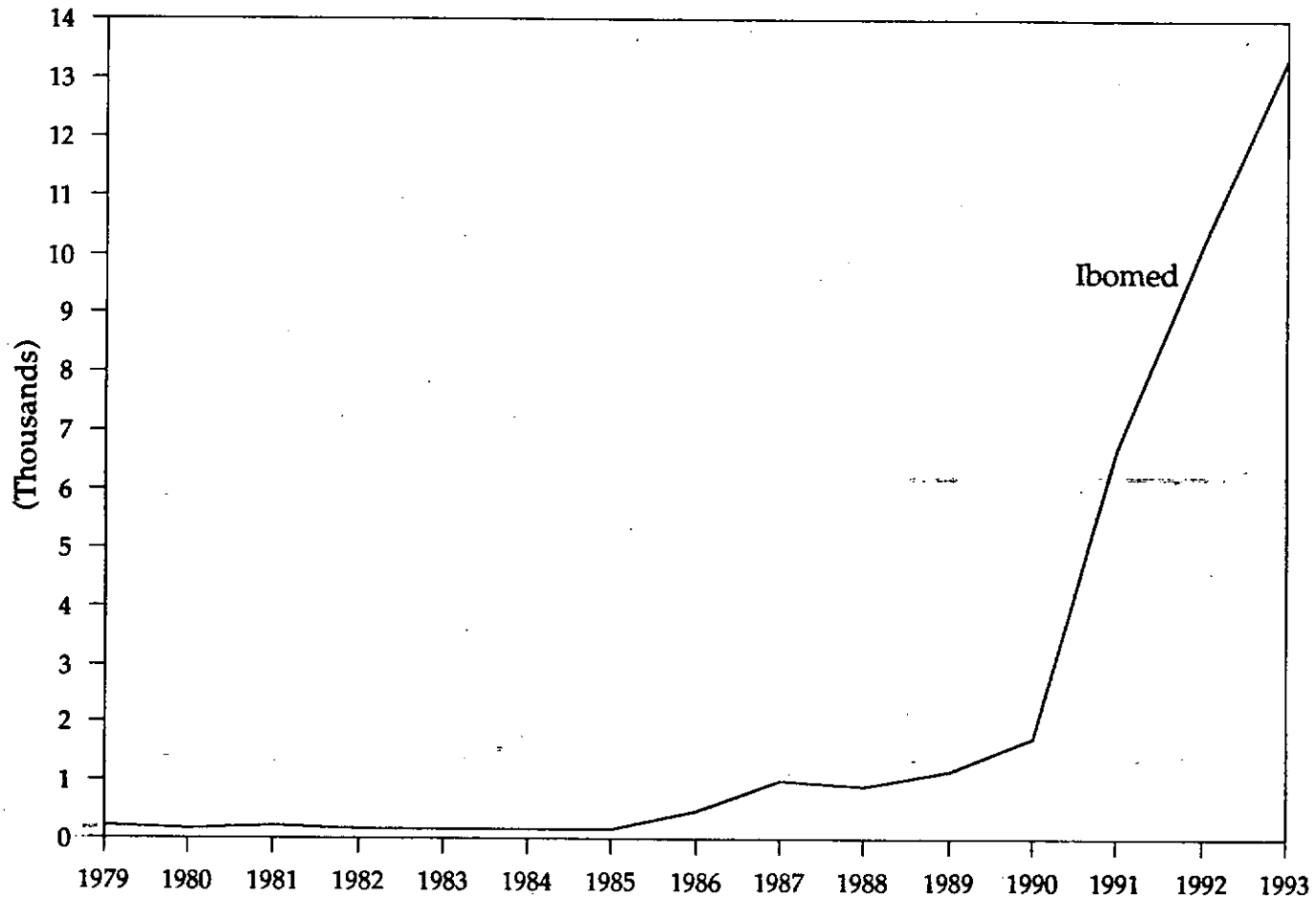
Fuente. IFC Emerging Stock Markets. Factbook 1993.

Gráfico 3
Indice de la bolsa de Bogotá
(Diciembre 90 = 100)



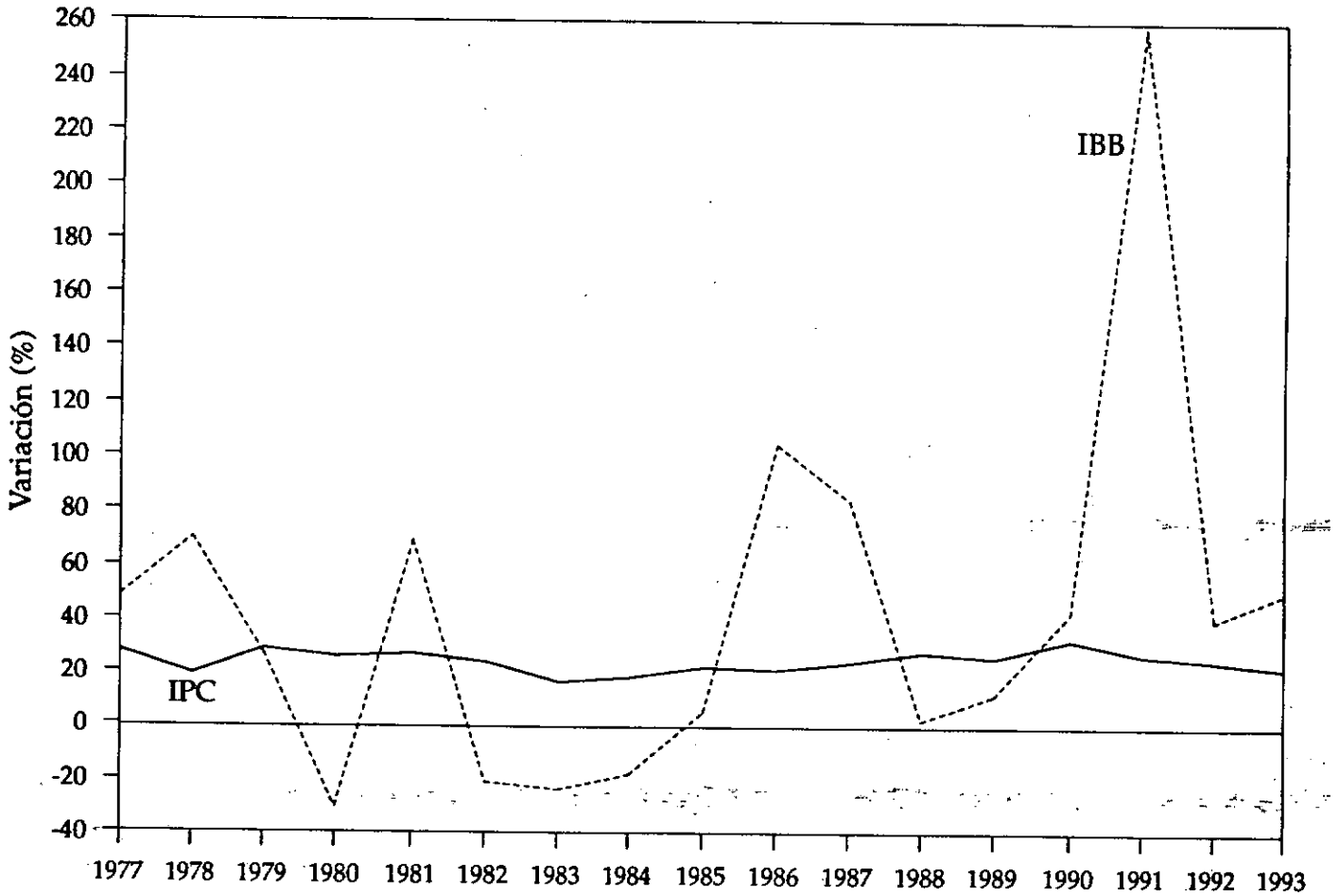
Fuente: Bolsa de Bogotá.

Gráfico 3A
Indice de la Bolsa de Medellín
1979-1993 (Diciembre 1987 = 1000)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 4
Evolución del IBB y del IPC



Fuente: Bolsa de Bogotá, Dane.

(RPG)[14], como la llamada Q de Tobin[15] muestran una recuperación significativa desde 1990 (Gráficos 5 y 6).

Debe tenerse en cuenta que la construcción del índice de la Bolsa de Bogotá fue modificada en enero de 1991. El nuevo índice toma como referencia las 20 acciones más activas. Esta redefinición hace que el índice construído con base 15 de marzo de 1976 y el índice con base 2 enero de 1991 no sean estrictamente comparables[16]. Teóricamente, una RPG alta muestra que las expectativas de los inversores sobre el crecimiento de la empresa son buenas. La dificultad en interpretar la relación precio-beneficio radica en que los beneficios que reporta una empresa se basa en una elección entre métodos contables y no significan lo mismo para todas las empresas[17].

---

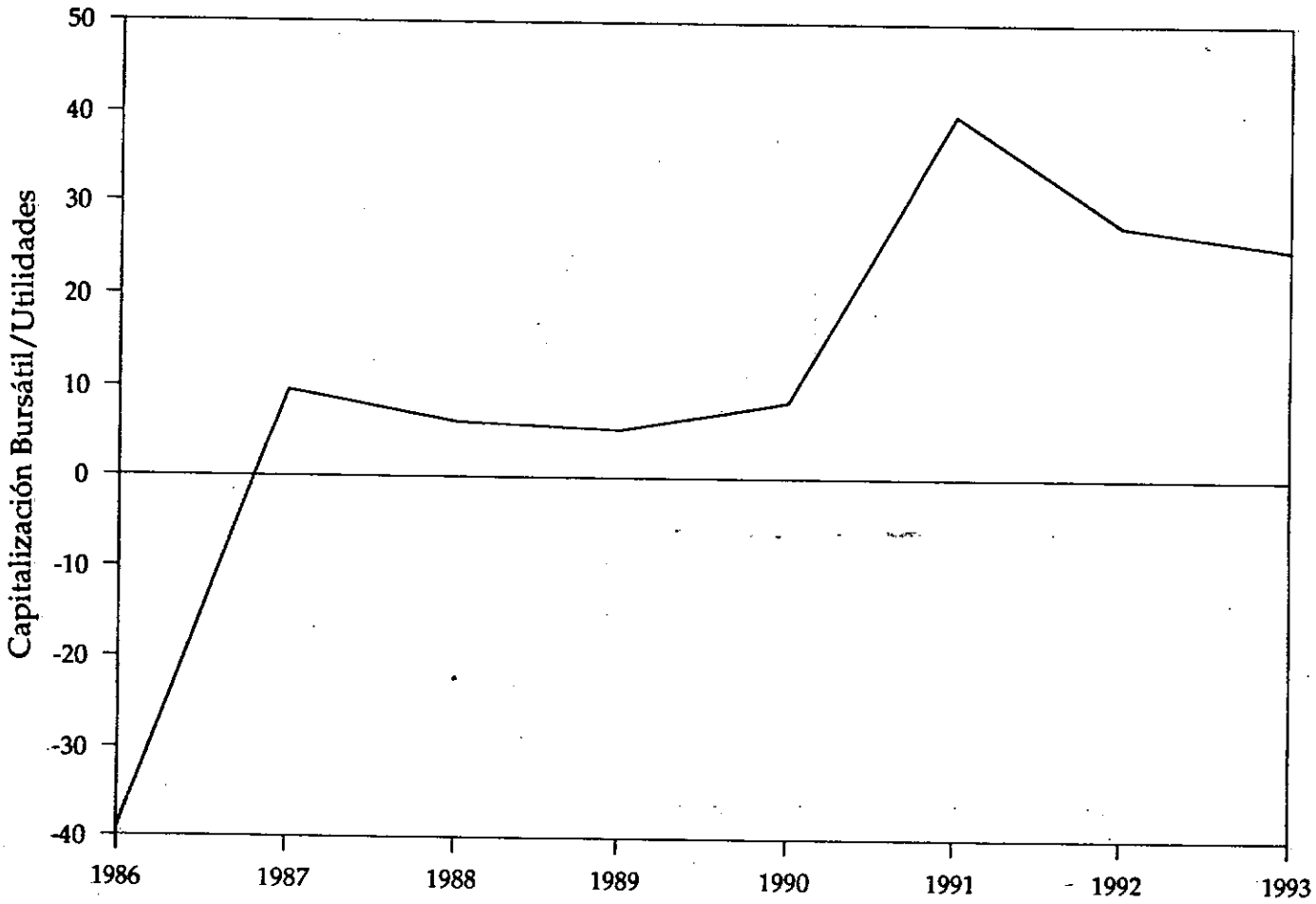
[14] El Gráfico 5 utiliza la razón precio-ganancia calculada por el IFC, la cual se define así: (capitalización bursátil)/(ganancias de las compañías de la muestra).

[15] En el Gráfico 6 aparece la Q de Tobin calculada por las autores a partir de la sugerencia de Solimano (1989) de trabajar con el relativo entre el índice de precios de las acciones -que representa el valor de mercado-, y el índice de precios al productor, que aproxima el costo de reposición. En el Gráfico también aparece la relación VM/VL, definida así: (capitalización bursátil)/(suma del valor en libros de las compañías en la muestra). Esta relación también suele utilizarse como aproximación de la Q de Tobin.

[16] Para construir el Gráfico del IBB se empataron las dos series, aplicando las tasa de crecimiento de los tres últimos años de la serie con base enero 1991, a la serie con base 15 de marzo de 1976. El IBB de la serie empalmada para estos tres últimos años con seguridad está sobrevalorado, por cuanto la tasa de crecimiento de los precios de las 20 más activas debe ser mayor que la del conjunto de todas las acciones.

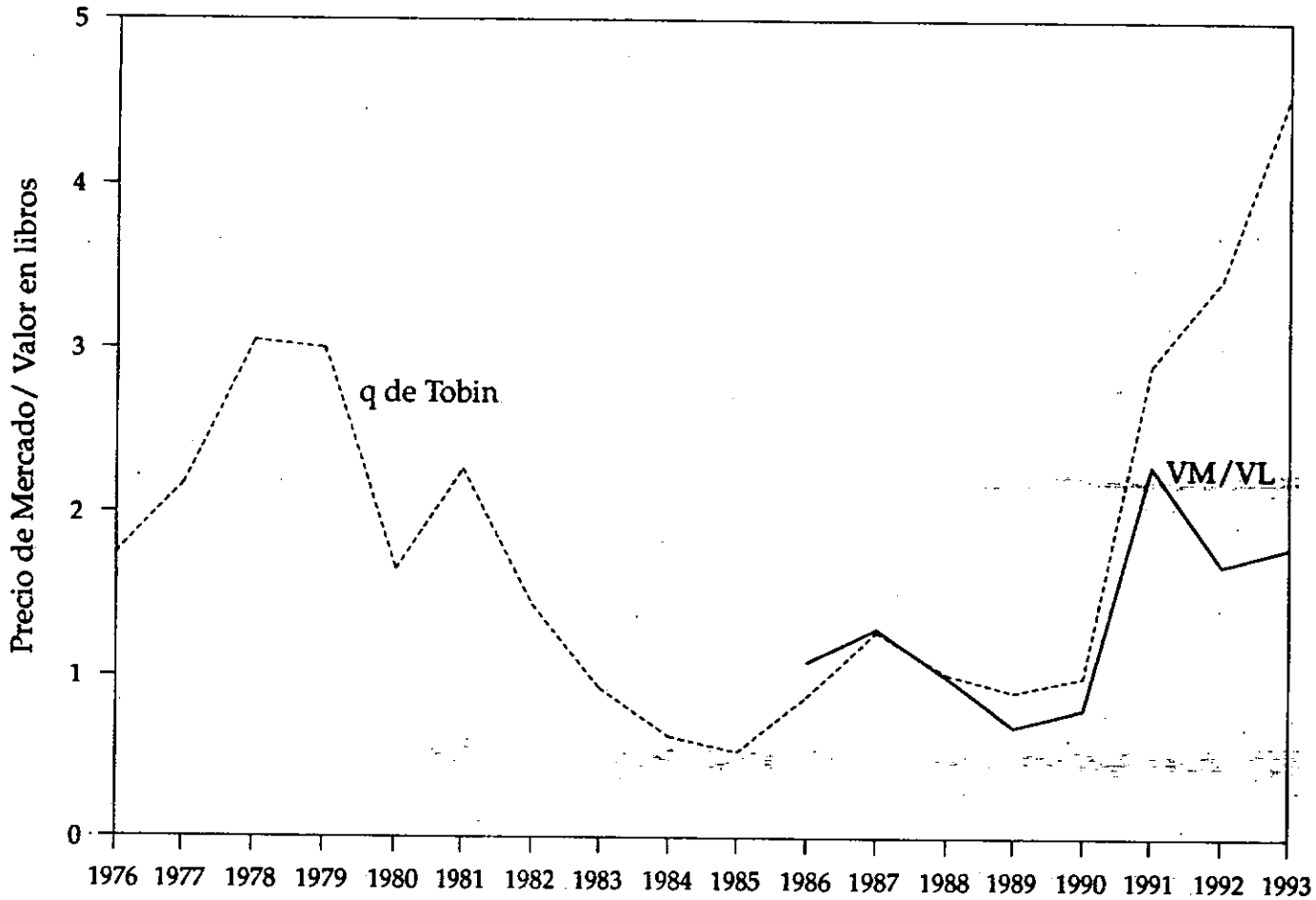
[17] Brealey y Myers (1981).

Gráfico 5
Relación precio-ganancia



Fuente: IFC.

Gráfico 6
Valor de Mercado y Valor Patrimonial
q de Tobin



Fuente: Bolsa de Bogotá, IFC y Dane.

Comparada con la rentabilidad de otros activos financieros, la de las acciones ha tenido un comportamiento bastante más inestable. El Cuadro 12 compara el rendimiento de tres tipos de papeles: Títulos de Participación y TAN -que en el cuadro se denominan papeles libres de riesgo-, CDTs y acciones. Para calcular el rendimiento de las acciones, se tomó una muestra de 19 acciones[18]. Las acciones exhiben el rendimiento más inestable, el cual, en algunos casos, llega a ser negativo. Se destaca el hecho de que, en forma consistente, entre 1984 y 1992 el rendimiento de las acciones superó con creces el de los papeles de renta fija.

3. Análisis sectorial

El repunte del mercado accionario iniciado en 1990, que se ha reflejado tanto en mayores transacciones como en un incremento de la capitalización bursátil, se ha debido fundamentalmente a variaciones en los precios y se ha concentrado en pocos sectores.

---

[18] El método de cálculo -desarrollado por Héctor Chávez de la División Técnica de la Bolsa de Bogotá- estima las rentablidades de dos clases de títulos: papeles libres riesgo y acciones. Como papeles sin riesgo se escogieron los Títulos de Participación para el período 1978-84 y 1986-91 y los Títulos TAN para el período 1984-85. Se supuso que cada tres meses se invertía en estos papeles a la tasa de interés promedio del mercado primario. La rentabilidad de las acciones hace referencia a 19 acciones, las más activas del mercado. Se calcula el rendimiento por valorización y dividendos en efectivo de cada acción. El rendimiento de cada acción se pondera por un factor que se calcula teniendo en cuenta la capitalización bursátil de la acción respecto a la capitalización del portafolio.

Cuadro 12. RENDIMIENTO MARGINAL ANUAL

Años	Papeles libres de riesgo (1)	CDTs (2)	Acciones (3)
1978	20.5		94.1
1979	33.6		37.0
1980	34.7	36.6	4.2
1981	33.9	38.9	28.9
1982	31.5	35.9	24.8
1983	24.8	34.4	(6.3)
1984	26.0	34.5	511.0
1985	28.7	35.9	87.6
1986	28.3	32.1	111.7
1987	28.7	34.2	103.0
1988	33.7	31.8	76.2
1989	29.4	34.0	65.8
1990	34.2	38.2	87.3
1991	41.7	36.2	131.6
1992	24.1	27.1	227.4
1993	23.9	26.7	10.1

Fuente: 1 y 3: Modelo elaborado por Héctor Chávez de la Dirección Técnica de la Bolsa de Bogotá. La rentabilidad de las acciones incluye valorización más dividendo en efectivo. Se calculó con una muestra de 19 acciones.
2: Banco de la República.

Es así como en 1993 la capitalización bursátil estuvo concentrada en el sector manufacturero. El Cuadro 13 presenta cifras de concentración sectorial de la capitalización bursátil para países de mercados emergentes. En Colombia el sector manufacturero absorbió el 57.1% de la capitalización total en 1993.

El Cuadro 6 presenta la participación sectorial de la capitalización bursátil para Colombia, en el Indice Global Compuesto del IFC.[19] La capitalización estuvo concentrada en alimentos y cementos en el sector manufacturero, y banca y seguros en el sector financiero.

Con respecto a las acciones transadas, el sector manufacturero y las instituciones financieras tuvieron las más altas participaciones en el período 1980-92, 59.8% y 32.2% respectivamente (Cuadro 14). Sin embargo, en los dos últimos años el sector financiero ha venido desplazando a la industria.

Esta concentración del mercado bursátil no se corresponde con la participación sectorial en el PIB. Para 1980-92 la participación

---

[19] El IFC calcula índices del mercado de acciones que sirven como referencia para establecer comparaciones entre países. Estos índices están diseñados para eliminar las inconsistencias que hacen difícil comparar índices nacionales, construídos con diferentes metodologías. Existen tres clases de índices: (i) los globales ("IFC Global Indexes") son indicadores del desempeño de las acciones más activas de los diferentes mercados; (ii) los de inversión ("IFC Investable Indexes") miden el desempeño del mercado desde una perspectiva de los inversionistas extranjeros; (iii) los de industria ("IFC Industry Indexes") se calculan para el conjunto y no para un país en particular.

Cuadro 13. CAPITALIZACION BURSATIL: CONCENTRACION SECTORIAL EN 1993

País	Sector con la más alta capitalización	Capitalización del sector como % del total
América Latina		
Argentina	Transporte y comunicaciones	47.0
Brasil	Transporte y comunicaciones	44.5
Chile	Transporte y comunicaciones	59.1
Colombia	Manufactura	57.1
México	Manufactura	32.3
Venezuela	Finanzas/Seguros/Prop. raíz	35.5
Asia del Este		
Corea	Manufactura	40.8
Filipinas	Transporte y comunicaciones	37.9
Taiwan, China	Finanzas/Seguros/Prop. raíz	47.3
Sue Este Asiático		
India	Manufactura	85.9
Indonesia	Manufactura	59.1
Malasia	Transporte y comunicaciones	31.3
Paquistán	Manufactura	72.4
Tailandia	Finanzas/Seguros/Prop. raíz	59.1
Europa/Medio Oriente/Africa		
Grecia	Finanzas/Seguros/Prop. raíz	51.2
Jordania	Finanzas/Seguros/Prop. raíz	58.6
Nigeria	Manufactura	76.3
Portugal	Finanzas/Seguros/Prop. raíz	55.1
Turquía	Manufactura	58.1
Zimbawe	Finanzas/Seguros/Prop. raíz	46.4

Fuente: IFC. Emerging Stock Markets Factbook 1994.

Cuadro 14. VALOR DE LAS ACCIONES, MERCADO NACIONAL[1]

Años	Manufactura %	Finanzas[2] %	Comercio %	Transporte y Comunicaciones %	Servicios y otros[3] %	Total (millones de $)
1980	60.32	31.62	3.42	1.29	3.35	8,845.1
1981	35.99	59.00	1.33	3.00	0.68	18,063.8
1982	55.74	40.21	2.57	0.47	1.01	5,966.3
1983	52.81	33.19	11.82	0.62	1.55	5,429.6
1984	60.22	30.08	7.24	0.63	1.83	5,336.3
1985	64.49	26.20	2.04	3.47	3.79	4,784.8
1986	60.72	27.07	3.90	6.24	2.07	10,393.9
1987	73.11	17.68	4.59	4.24	0.38	20,519.8
1988	75.42	18.50	3.37	1.40	1.31	21,104.8
1989	74.05	19.04	4.71	0.98	1.23	31,573.1
1990	62.63	30.15	2.59	1.37	3.27	44,347.0
1991	43.02	51.02	3.56	1.49	0.91	158,734.7
1992	59.44	34.93	3.67	0.50	1.45	484,499.4

[1] Valor efectivo del total de las transacciones en acciones.

[2] Bancos, Bolsas de valores, seguros, fondos ganaderos y empresas de inversiones.

[3] Bienes inmuebles y otros servicios, Incluye las transacciones de las empresas agropecuarias que efectuaron operaciones durtante el período.

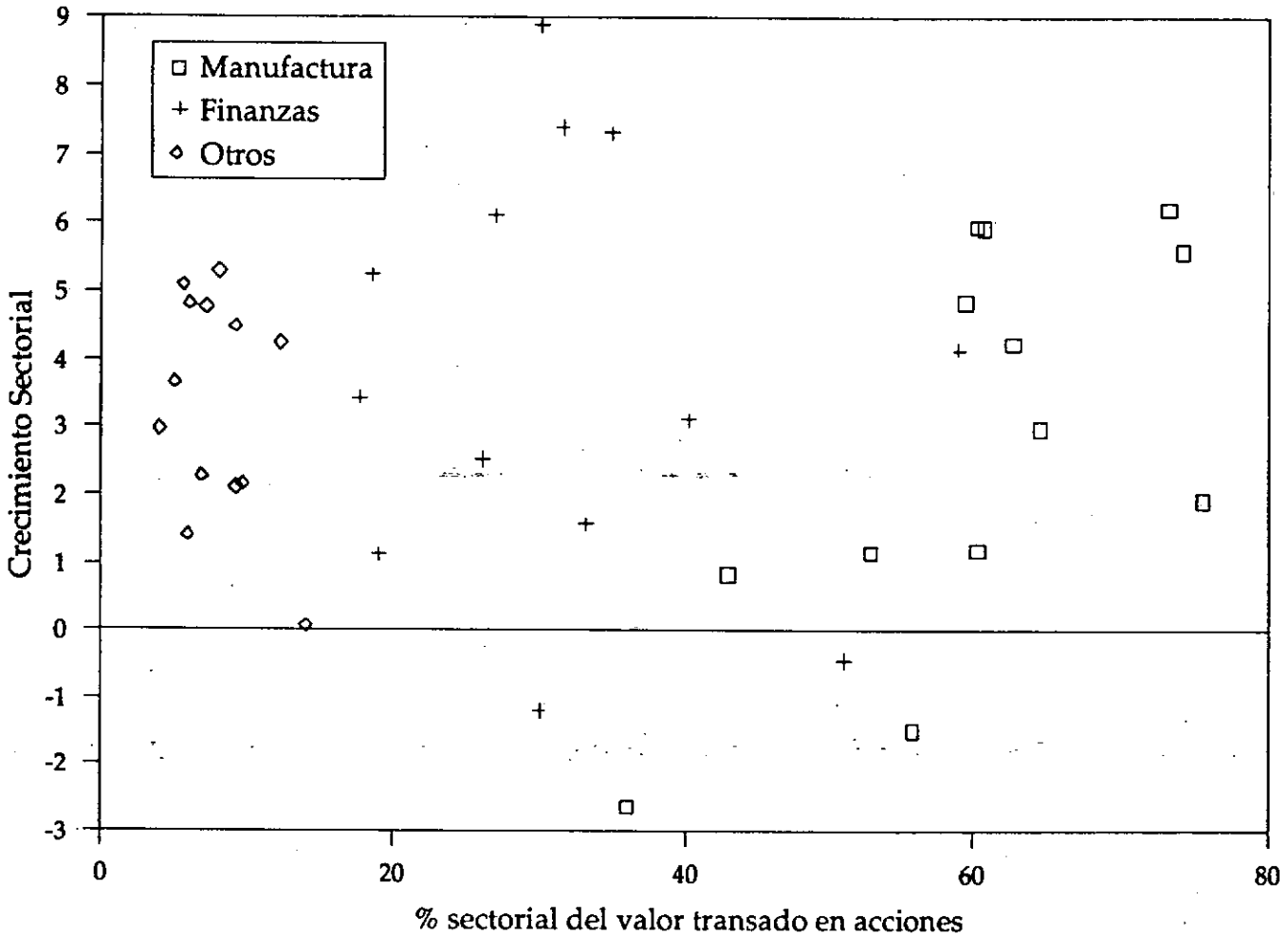
Fuente: Revista Banco de la República.

del sector manufacturero fue de 21.2% y la del sector financiero del 12.3%. Tampoco se observa que la actividad accionaria se haya dado en los sectores con tasas de crecimiento más dinámicas. Esta relación se puede observar en el Gráfico 7, donde la abscisa representa la participación sectorial del valor transado en acciones y la ordenada las tasas de crecimiento del PIB sectorial. Como se observa, la manufactura no exhibe las tasas de crecimiento más elevadas, y sin embargo tiene la mayor participación dentro de las acciones transadas. En contraste, la categoría "otros", que agrupa al comercio, transporte y servicios, cuyas tasas de crecimiento son siempre positivas y no muy diferentes a las de la manufactura, tiene una participación muy reducida dentro de las acciones transadas.

4. Concentración

La concentración del mercado de acciones es alta. Comparando la capitalización de las 10 acciones más activas de Colombia con las de otros países (Cuadro 15), el mercado colombiano es el más concentrado en 1992 y el tercero en 1993. Igual conclusión se desprende del Gráfico 8, en el cual la abscisa representa las 10 acciones más activas como porcentaje del total de las acciones. La ordenada, C10, representa la capitalización de las 10 acciones. En el caso de Colombia, las 10 acciones más activas, que representan el 12.5% del total, concentraron el 78% de la

Gráfico 7
Comportamiento sectorial
Mercado accionario



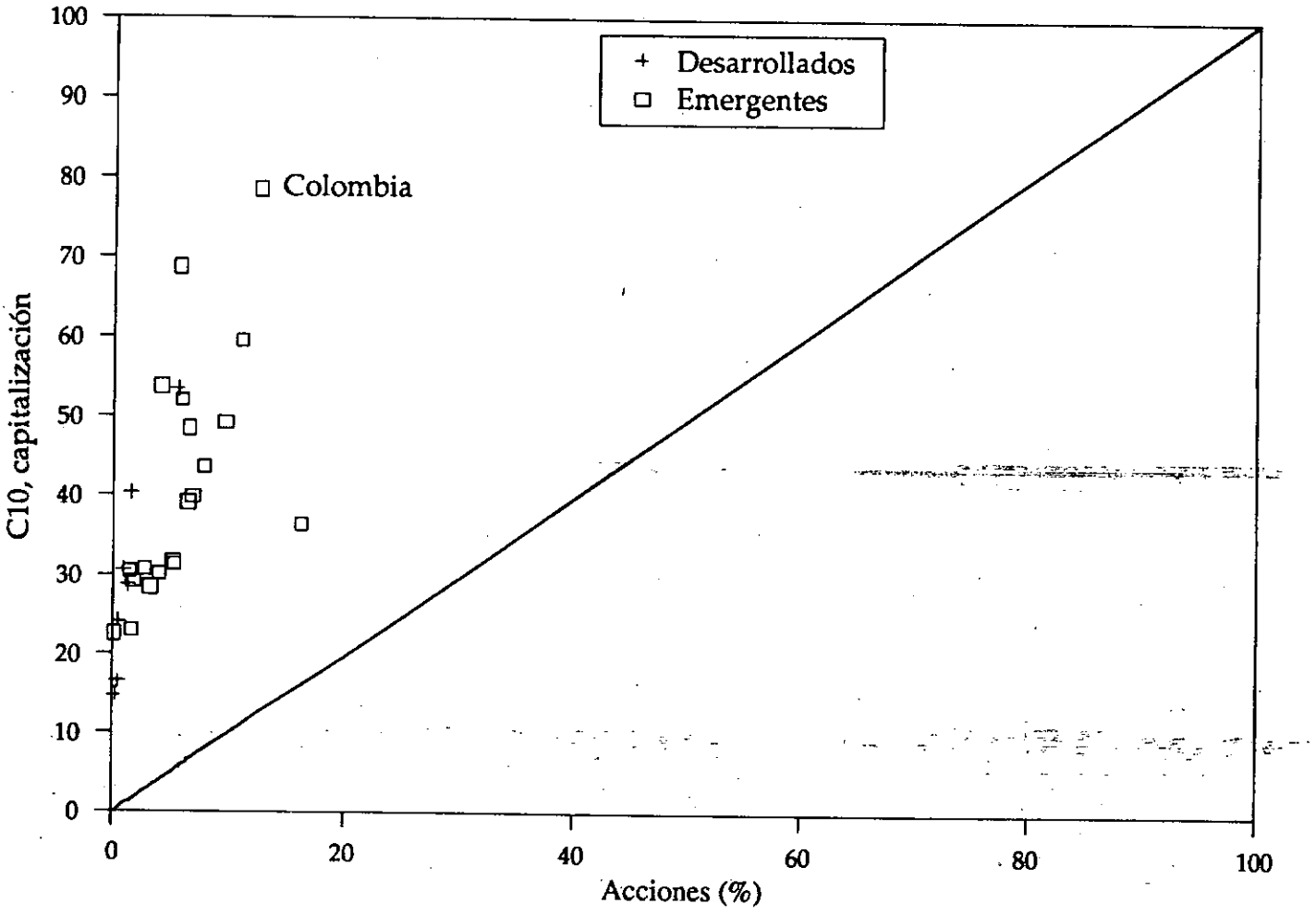
"Otros" incluye: Comercio, Transporte y Servicios.
Fuente: Dane y Banco de la República.

Cuadro 15. CONCENTRACION DEL MERCADO ACCIONARIO[1]

País	Capitalización de las 10 acciones más activas		Participación de las 10 acciones más activas en el valor transado	
	1992	1993	1992	1993
América Latina				
Argentina	68.8	65.7	72.5	68.4
Brasil	29.3	36.3	51.2	43.8
Chile	53.8	48.3	57.9	54.6
Colombia	78.5	69.6	62.9	58.0
México	31.7	36.4	39.4	49.3
Perú	—	44.6	—	56.1
Venezuela	59.6	55.7	80.0	85.5
Asia del Este				
China	—	20.6	—	22.6
Corea	30.5	28.2	22.4	12.3
Filipinas	52.2	51.1	30.6	38.3
Taiwan, China	30.2	33.8	15.4	21.7
Sur Este Asiático				
India	22.6	19.6	32.2	29.9
Indonesia	39.2	32.0	61.4	40.7
Malasia	30.9	34.0	14.0	11.5
Paquistan	23.0	34.7	19.1	49.8
Sri Lanka	—	37.8	—	42.3
Tailandia	28.5	32.7	36.3	24.0
Europa/Medio Oriente/Africa				
Grecia	43.6	39.7	50.4	40.7
Hungría	—	77.9	—	77.9
Jordania	49.4	44.0	31.6	48.2
Nigeria	48.5	48.0	53.6	19.8
Polonia	—	75.5	—	74.2
Portugal	31.4	53.2	22.1	50.0
Turquía	39.9	45.6	11.4	28.3
Zimbawe	36.5	50.2	47.7	40.2

[1] Acciones en el Indice Global Compuesto del IFC, relativo al mercado total.
Fuente: IFC. Emerging Stocks markets. Factbook 1993 y 1994.

Gráfico 8
Concentración bursátil, 1992
(10 acciones más activas)



Fuente: IFC.

capitalización en 1992. Las cifras correspondientes al valor transado de las 10 acciones más activas situan a Colombia en tercero y séptimo lugar en 1992 y 1993 respectivamente.

Dado que las diversificación de la inversión es limitada y la concentración del mercado es alta, el desempeño del mercado accionario puede no ser un buen indicador del desempeño de las empresas. En un mercado competitivo los precios son la señal de mercado más importante, ya que reflejan toda la información relevante.[20]

El supuesto de que los cambios de los precios de las acciones son aleatorios porque los inversores son racionales y se mueven en un ambiente competitivo se quiebra en un contexto de concentración, es decir de escasa competencia. Así por ejemplo, si las acciones están concentradas en manos de conglomerados, los precios posiblemente estén reflejando el desempeño del conglomerado y no el de una empresa en particular. Otra razón para que los precios no sean el mejor indicador en un mercado concentrado, está relacionado con la información. Si existe información que solo es conocida por el grupo que controla las acciones, no existirán mecanismos de mercado que incorporen esta información en el

---

[20] Este concepto no coincide con el de "previsión perfecta". El hecho de que las fluctuaciones de los precios no se puedan anticipar no significa que los precios no sean la señal de mercado más importante. Para que el precio de un activo con riesgo represente su valor en un mercado competitivo, el mismo tiene que variar aleatoriamente.

precio. Esto significa que algunos inversores con información privilegiada podrían conseguir ganancias extraordinarias. Naturalmente, el problema de falta de fluidez y transparencia en la información se agrava en un ambiente de complejas normas tributarias y contables.

C. Algunos aspectos macroeconómicos detrás del boom

Al igual que muchas otras economías de la región, la colombiana ha experimentado profundos cambios en materia cambiaria, comercial, financiera y laboral. Los cambios que han propiciado estas reformas no sólo han afectado el desempeño económico interno de los diferentes países -reflejado en una modernización del aparato productivo y mayores tasas de crecimiento del producto- sino que han estimulado una entrada masiva de capitales a la región.[21]

Varios estudios señalan que los capitales de carácter especulativo han dominado el flujo reciente hacia Colombia, en virtud a que elementos como las privatizaciones o la inversión extranjera directa, que podrían fomentar afluencias de carácter más estable y permanente, no han sido muy importantes. Los motivos especulativos han estado vinculados tanto con elementos internos como con determinantes externos. Dentro de los primeros se destacan la política de elevadas tasas de interés propiciada

---

[21] Ver Ocampo (1994) y Steiner (1994).

por el Banco de la República [Edwards (1992)], las expectativas de revaluación generadas por un infortunado manejo cambiario entre 1989 y 1991 [Steiner, et.al. (1992)] y el descenso generalizado en las tasas de interés en los países desarrollados [Calvo, et.al. (1993)].

Uno de los canales através del cual la entrada de capitales puede afectar la inversión es el mercado bursátil. En la mayoría de estudios de caso que se presentan en Ocampo (1994) y en Steiner (1994) se enfatiza una relación directa entre afluencia de capitales y desempeño del mercado accionario. Para el caso colombiano, Cárdenas y Barrera (1994) postulan que, en efecto, la entrada de capitales puede afectar la Q de Tobin y de esta manera afectar la inversión. Las estimaciones econométricas de dicho estudio sugieren que el flujo de capitales y el componente cíclico del producto afectan positivamente la rentabilidad de las acciones, mientras que la tasa de interés no resulta significativa en la estimación. Adicionalmente, encuentran que el aumento del crédito que resulta de las entradas de capitales afecta positivamente la inversión.

Es interesante resaltar la ausencia de relación entre el desempeño de las acciones (aproximado por la Q de Tobin) y la tasa de interés. Este resultado, sorprendente en primera instancia, encuentra soporte parcial en un estudio reciente de Lora y Polanía (1994), donde se muestra que hay un importante

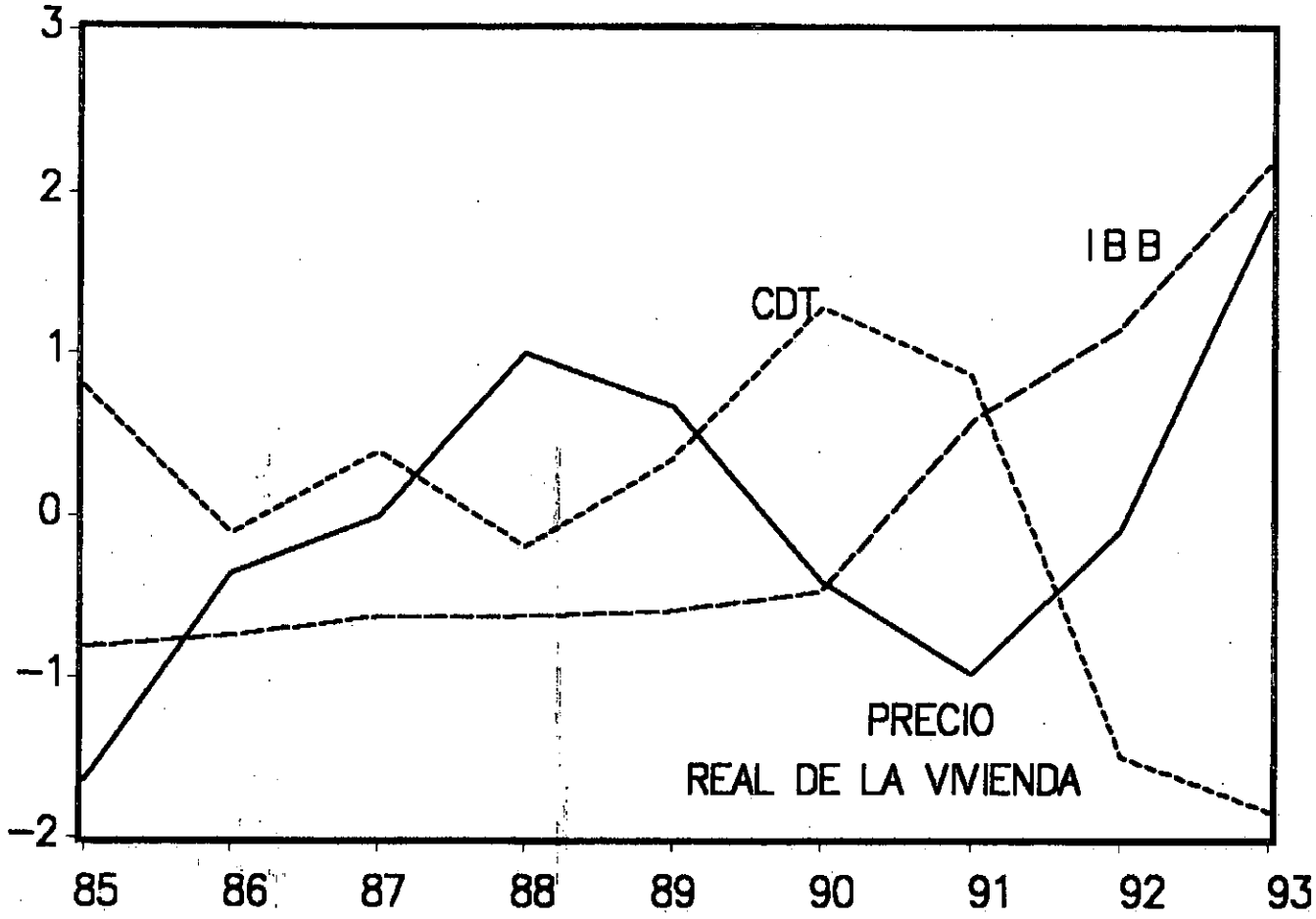
grado de sustituibilidad entre la inversión en un agregado de papeles de renta fija y la inversión en finca raíz (ver Gráfico 9) . En tal sentido, un aumento en la tasa de interés nominal, antes que traducirse en una caída en el precio de las acciones, se traduce en una caída en la demanda por finca raíz.

De acuerdo con un estudio de Echavarría y Tenjo (1993), el enfoque de la Q de Tobin quizás no sea el más apropiado para el caso colombiano dado que la existencia de un mercado accionario poco competitivo no permite incorporar las expectativas sobre el futuro en el precio de las acciones, medido a través de la Q de Tobin. Este hallazgo es confirmado por otros estudios empíricos acerca de la causalidad entre la Q de Tobin y la inversión. Por ejemplo, Hoshi, et.al. (1990) en el caso de Japón, Estados Unidos y el Reino Unido, no obtiene resultados concluyentes a favor de la Q como determinante de la inversión. Abel y Blanchard (1986) encuentran que la Q es significativa pero que existe una parte importante de la inversión que es explicada por las ventas y las utilidades.

En síntesis, no obstante que el enfoque de Q de Tobin pareciera exigir unas condiciones de competencia que no se presentan en el caso colombiano, hay evidencia de que en nuestro país, al igual que en muchos otros de la región, hay una importante relación directa entre la afluencia de capitales y el desempeño del mercado accionario. Si dicha conclusión es correcta, entonces se

Gráfico 9

Valorización de los inmuebles, tasa de interés e IBB



puede postular que, por lo menos parcialmente, el auge en el mercado de acciones está vinculado a la permanencia y sostenibilidad de los capitales extranjeros que recientemente han llegado al país.

III. HACIA LA RECUPERACION DEL MERCADO ACCIONARIO

Hemos documentado una importante recuperación reciente del mercado accionario en Colombia. Hemos mostrado que la misma, aunque significativa, es poco importante respecto de otros países de similar desarrollo relativo. Además, hemos sugerido que, al igual que en otras naciones de la región, el repunte reciente ha estado vinculado en parte a la afluencia de capitales del extranjero. Procedemos ahora a mencionar y, donde sea posible, evaluar, algunas recientes reformas legales y/o institucionales que podrían haber jugado, y seguramente jugarán, un importante papel dinamizador del mercado de renta variable en Colombia.

A. Desarrollos en materia regulatoria

Recientemente, la regulación financiera ha estado orientada entre otras a recuperar el mercado de valores. Dentro de los cambios más importantes pueden mencionarse los siguientes:

1. **Participación del sector financiero**: Mediante la Ley 45 de 1990 se le permitió al sector financiero participar en el mercado de valores a través de sus filiales, y amplió el objeto social de las mismas, autorizándolas a operar con posición propia y

constituir y administrar portafolios colectivos de títulos valores mediante los Fondos de Valores[22].

La mayor dinámica del sector financiero en las transacciones bursátiles se puede verificar con la información del Cuadro 16. Este cuadro muestra, para la Bolsa de Bogotá, la participación de las firmas vinculadas al sector financiero dentro del total transado por las firmas comisionistas.[23] La información se discrimina entre renta fija y renta variable. La participación de las llamadas firmas "bancarizadas" ha aumentado de 30.7% en 1992 a 38.7% en 1993 y a 45.6% a julio de 1994. En acciones, la participación del sector financiero ha aumentado considerablemente en sólo dos años. En 1992 el 12.5% de las acciones fueron transadas por el sector financiero, el 26.3% en 1993 y el 35% a julio de 1994. No cabría duda en afirmar que la vinculación del sistema financiero ha jugado un importante papel dinamizador del mercado bursátil.

2. Aspectos tributarios: Las Leyes 75 de 1986, 49 de 1990 y el Decreto 1321 de 1989 exoneraron de impuesto de renta, patrimonio y ganancias ocasionales a las acciones. Como ya lo indicamos, evaluaciones hechas a finales de la década anterior sugerían que dichas medidas habían hecho poco por alterar la estructura de

---

[22] Al respecto ver Beltz (1993).

[23] A la fecha ha sido imposible obtener este tipo de información para las bolsas de Medellín y Occidente.

Cuadro 16 FIRMAS COMISIONISTAS, BOLSA DE BOGOTA (Participación %)

	1992			1993			1994[1]		
	Acciones	Otros	Total	Acciones	Otros	Total	Acciones	Otros	Total
1. "Bancarizadas"	12.3	31.6	30.7	26.3	39.3	38.7	35.0	46.5	45.6
2. Independientes	87.7	68.4	69.3	73.7	60.7	61.3	65.0	53.5	54.4

[1] Información a Julio de 1994
Fuente: Bolsa de Bogotá.

financiación de las empresas. No obstante, tal y como se desprende del Cuadro 17, en los últimos dos años y medio ha habido un interesante repunte en la emisión primaria de acciones, en montos que, sin embargo, no alteran en forma significativa el sesgo prevaleciente a financiar las empresas con recursos financieros y no con capital. El que el repunte en el mercado primario de acciones se haya presentado sólo recientemente sugiere que determinantes distintos a los avances tributarios de la segunda mitad de la década pasada deben jugar un papel preponderante.

3. **Acciones preferenciales**: Estas fueron reglamentadas por la Ley 27 de 1990. Con la creación de estas acciones se ha buscado solucionar un problema relacionado con el control de las empresas debido a que estos papeles permiten a los propietarios de las empresas captar dinero sin perder el control. Estas acciones no pueden representar más del 25% del capital de las empresas y cuando se emiten por primera vez debe hacerse mediante oferta pública. Esto evita que la propiedad de las acciones se concentre en manos de accionistas con derechos preferenciales.

De acuerdo con información suministrada por la Bolsa de Bogotá, las acciones preferenciales representaron el 0.2% de las acciones en 1992, el 3.3% en 1993 y el 7% hasta agosto de 1994. Hasta la fecha, estas acciones muestran una tendencia creciente, con una participación que no es significativa dentro de las transacciones

Cuadro 17. VOLUMEN TRANSADO EN EL MERCADO NACIONAL (Mercado Primario, Millones de pesos)

	1990	1991	1992	1993	En-jul 1994
Acciones	41	117	3,138.0	24,542	17,839.0
BOCEAS		20	1,347.8	736	1,730.9
Bonos Públicos	3,592	37,687	44,638.5	80,092	
Bonos Privados	9,100	13,307	44,841.2	153,375	212,084.8
Otros privado[1]	176,898	124,825	425,703.5	777,637	1,120,278.3
Banco Republica[2]	156,329	705,831	905,093.1	1,158,779	510,370.2
Otros Gobierno[3]	14,254	298,496	135,872.9	268,901	104,403.5
Bonos Extranjeros				34,796	
Total	360,214	1,180,283	1,560,635.0	2,498,858	1,966,707

[1] Incluye: CDTs, Pagarés, Papeles Comerciales, C.A.V.C.

[2] Incluye: TAN, Títulos de Crédito de Fomento, Títulos Financieros Agroindustriales de Fomento Agropecuario, de Participacion, Títulos Canjeables, Títulos de Desarrollo Agropecuario, Bonos de Deuda Pública Externa.

[3] Incluye: Cedulas BCH, Tít. Ahorro Educativo, Tít. FEN, Tít. TES, Tít. Fondos Comunes Títulos Tesoro.

Fuente: Bolsa de Bogotá.

totales. Estas acciones han sido emitidas por un reducido número de firmas y hasta el momento no representan una forma importante de capitalización para las empresas.

4. Inversión extranjera: La modificación del régimen de inversión extranjera mediante la Ley 49 de 1991, y particularmente las Resoluciones 51, 52 y 53 del CONPES, ha abierto la posibilidad a inversionistas extranjeros de invertir a través de los mercados de valores. Específicamente, se permite la inversión extranjera en un 100% en comisionistas de bolsa y se autorizan los fondos de inversión de capital extranjero, con muy pocas restricciones. La inversión de portafolio debe hacerse a través de un fondo de inversión que debe registrarse en el Banco de la República.

Dentro de los fondos de inversión existen dos clases, los institucionales y los individuales. Los individuales pueden invertir en acciones, bonos convertibles en acciones y otros activos, con plazos de más de un año. Los institucionales pueden invertir en acciones, bonos convertibles emitidos por las Corporaciones Financieras y otros activos. La Resolución 51 limita la inversión, directa o indirecta, a un 10% de las acciones ordinarias de una compañía y a 25% si se trata de acciones preferenciales. No existe ningún impedimento para la repatriación de las utilidades netas de los fondos de inversión. Además, están exentos de impuestos de ganancias de capital y dividendos.

El Cuadro 18 presenta información sobre fondos extranjeros de inversión. La totalidad del saldo acumulado del portafolio a junio de 1994 corresponde a inversiones en acciones. Entre enero de 1993 y junio de 1994 los fondos tuvieron un crecimiento de 595% en dólares corrientes. Como porcentaje del valor transado en acciones en 1993, representaron el 21%. Las transacciones en acciones de la Bolsa de Bogotá por parte de los fondos de inversión extranjera representaron el 17% del total entre enero y julio de 1994. Esta tendencia de rápido crecimiento ha empezado a ceder, dado el carácter especulativo de estas inversiones.

5. Fondos de pensiones: La Ley 50 de 1990, que permitió la creación de fondos privados para manejar las cesantías de los trabajadores, constituyó un "laboratorio" de prueba para los fondos de pensiones, cuya creación fue autorizada en el articulado de la Ley 100 de 1993. Si bien en Colombia el sistema de seguridad social tendrá un carácter mixto (no desaparecerá el ISS), la decisión de trasladar una porción de esta importantísima fuente de ahorro al sector financiero puede implicar fuentes dinamizadoras de gran importancia para la economía. Es prematuro evaluar el impacto de los fondos de pensión debido a su reducido tamaño. Sin embargo, es de presumir que los fondos tengan un efecto dinamizador muy importante en el mercado accionario en el mediano y largo plazo, que dependerá de la diversificación de sus portafolios, dadas las amplias opciones de inversión que tienen.

Cuadro 18 FONDOS DE INVERSION DE CAPITAL EXTRANJERO

Fecha	Fondos Aprobados vigentes	Saldo Portafolio[1] (Millones de US$)
Diciembre 31	35	61
Enero 31/93	36	58
Febrero 28	37	83
Marzo 31	37	84
Abril 30	37	82
Mayo 31	37	92
Junio 30	39	97
Julio 31	42	98
Agosto 31	43	110
Septiembre 30	47	129
Octubre 30	53	148
Noviembre 30	60	222
Diciembre 31	64	242
Enero 31/94	70	262
Febrero 28	75	355
Marzo 31	79	390
Abril 30	84	335
Mayo 31	87	400
Junio 30[2]	93	403

[1] Incluye 5 fondos individuales activos.

[2] Datos preliminares.

Fuente: Superintendencia de Valores.

La magnitud de los recursos que se canalizarán a través del sistema privado de manejo de pensiones es difícil de cuantificar con exactitud. Sin embargo, se pueden hacer algunas consideraciones al respecto. Por una parte, la cobertura de la seguridad social en Colombia en 1990 era del 21%, mientras que en América Latina el promedio se ubicaba por encima del 60%. Es decir, si la intención de la reforma es un aumento masivo de la cobertura (como de hecho se espera que ocurra), el sistema mixto no implicará que la parte privada maneje cotizaciones de un bajo porcentaje de la población sino muy por el contrario, de un número considerable de afiliados.

Por otra parte, se han elaborado algunos cálculos de tipo actuarial para estimar cuánto dinero podrían manejar las administradoras de pensiones. En particular, una proyección elaborada por Fedesarrollo (Cuadro 19) revela que para el año 2010 los recursos acumulados en los fondos privados superarán el 8% del PIB. Para el año 2025 este porcentaje aumentaría al 24.5%, cifra realmente considerable.

La Resolución 1630 de 1994 les permite invertir hasta un máximo de 50% en títulos de deuda pública interna y externa o en títulos emitidos por el Banco de la República; hasta un 30% en acciones de alta, baja o mínima liquidez o participaciones en Fondos comunes ordinarios y Fondos Comunes especiales; hasta un 20% en títulos emitidos por instituciones financieras; hasta un 20% en

Cuadro 19. FONDOS DE PENSIONES
Recursos Acumulados e Inversiones Permitidas* (% del PIB)

	Recursos Totales	Títulos Deuda Pública y Externa o títulos del Banco República 50%	Acciones, Fondos Comunes Ordinarios y Especiales 30%	Titulos emitidos por Instituciones Financieras 20%	Titularizacion de Activos, Cartas Hip. Bienes Inmuebles** 30%	Activos Financ. Emitidos por Entidades Bancarias del Exterior 10%
1994	0.08	0.04	0.02	0.02	0.02	0.01
1995	0.22	0.11	0.07	0.04	0.07	0.02
1996	0.43	0.22	0.13	0.09	0.13	0.04
1997	0.69	0.35	0.21	0.14	0.21	0.07
1998	1.00	0.50	0.30	0.20	0.30	0.10
1999	1.36	0.68	0.41	0.27	0.41	0.14
2000	1.78	0.89	0.53	0.36	0.53	0.18
2001	2.24	1.12	0.67	0.45	0.67	0.22
2002	2.75	1.38	0.83	0.55	0.83	0.28
2003	3.31	1.66	0.99	0.66	0.99	0.33
2004	3.92	1.96	1.18	0.78	1.18	0.39
2005	4.59	2.30	1.38	0.92	1.38	0.46
2006	5.30	2.65	1.59	1.06	1.59	0.53
2007	6.06	3.03	1.82	1.21	1.82	0.61
2008	6.86	3.43	2.06	1.37	2.06	0.69
2009	7.70	3.85	2.31	1.54	2.31	0.77
2010	8.57	4.29	2.57	1.71	2.57	0.86
2011	9.48	4.74	2.84	1.90	2.84	0.95
2012	10.42	5.21	3.13	2.08	3.13	1.04
2013	11.40	5.70	3.42	2.28	3.42	1.14
2014	12.39	6.20	3.72	2.48	3.72	1.24
2015	13.41	6.71	4.02	2.68	4.02	1.34
2016	14.45	7.23	4.34	2.89	4.34	1.45
2017	15.56	7.78	4.67	3.11	4.67	1.56
2018	16.68	8.34	5.00	3.34	5.00	1.67
2019	17.78	8.89	5.33	3.56	5.33	1.78
2020	19.01	9.51	5.70	3.80	5.70	1.90
2021	20.21	10.11	6.06	4.04	6.06	2.02
2022	21.39	10.70	6.42	4.28	6.42	2.14
2023	22.50	11.25	6.75	4.50	6.75	2.25
2024	23.53	11.77	7.06	4.71	7.06	2.35
2025	24.48	12.24	7.34	4.90	7.34	2.45

* % maximo de los recursos invertibles que se pueden destinar a cada instrumento.
** Minimo 15% - Maximo 30%.
Fuente: Fedesarrollo.

papeles comerciales y bonos; entre un 15% y hasta 30% en titularización de activos, cartera hipotecaria y bienes inmuebles y hasta un 10% en activos financieros emitidos por entidades bancarias del exterior, bonos inscritos en bolsas de valores internacionales emitidos por organismos multilaterales, gobiernos o entidades públicas extranjeras o Fondos mutuos de Inversión Internacionales.

Si los fondos asignaran el 30% de su portafolio a la compra de acciones, esto significaría que para el año 2010 el paquete accionario en poder de éstos equivaldría al 3% del PIB (este porcentaje subiría en el 2025 hasta un 7% del PIB). Estos volúmenes pueden ser de gran importancia, teniendo en cuenta que en 1992 las transacciones del mercado bursátil colombiano ascendieron a 19% del PIB.

El impacto de los fondos de pensiones, sin embargo, no dinamizará únicamente el mercado accionario. De acuerdo con Ayala (1994), "los grandes inversionistas institucionales que serán los fondos de pensiones [estimularán] decisivamente la apertura de las sociedades anónimas. [Dispondrán] de mayores recursos y capacidad de inversión que los pequeños demandantes actuales, sin el riesgo de pérdida de control. (...) Los procesos de emisión de acciones y bonos, titularizaciones y privatizaciones por acciones requerirán a su vez mayor desarrollo de los comisionistas y de

las bolsas, de la banca de inversión, en beneficio del mercado de capitales".

La creación de los Fondos de Pensiones, así como la mayor participación de inversionistas institucionales, transformará sin duda la estructura del ahorro financiero. Sin embargo, es evidente que no basta con dinamizar la demanda por activos financieros; resulta indispensable que se revitalice también su oferta. De acuerdo con planteamientos recientes del Ministro de Hacienda [Perry (1994)] "la presencia de nuevos inversionistas y de una demanda creciente por títulos en el mercado no ha estado acompañada por un crecimiento adecuado de la oferta. Por ello, el fomento a la financiación privada y pública a través de este mercado constituye una prioridad inaplazable ... si perdemos de vista la prioridad mencionada, desaprovecharemos la contribución potencial del mercado al financiamiento de las necesidades de expansión de nuestras empresas tanto públicas como privadas y de la ampliación de nuestra infraestructura, y podremos caer en un encarecimiento artificial de los valores por el exceso de demanda, que sería el paraíso de las conductas especulativas y se constituiría en un golpe grave a la inversión productiva" (subrayado nuestro).

La experiencia de Chile es un buen ejemplo del potencial impacto de los Fondos de Pensiones en el mercado bursátil. En el Anexo 2 se presenta información respecto de dicho caso.

6. Derivativos: En 1993 el Banco de la República expidió la Resolución 21, entre otras razones para permitir el cubrimiento del riesgo ante las fluctuaciones del tipo de cambio del peso frente al dólar y del dólar frente a otras monedas. Este tipo de operaciones permite a los exportadores vender futuros de divisas a una tasa de cambio previamente establecida.

En el pasado, cuando imperaba un régimen de minidevaluaciones de la tasa de cambio, un mercado de futuros seguramente no tenía mayor sentido. Este sistema fue reemplazado por un sistema de bandas, que otorga un mayor margen de control monetario al Banco Central. Este mayor control está garantizado siempre y cuando sea el mercado quien se ocupe de equilibrar los excesos de oferta y demanda de divisas, mediante las fluctuaciones de la tasa de cambio. Así, con un régimen cambiario caracterizado por tasas de cambio que pueden fluctuar, el mercado de futuros de divisas tiene un gran potencial.

Actualmente el servicio de futuros de divisas es prestado por bancos que operan en Colombia y en el exterior -lo cual les facilita incluir en su portafolio a importadores y a exportadores- y por bancos colombianos que aunque no disponen de sucursales en otros países, realizan la operación a través de bancos extranjeros. De acuerdo con información suministrada por el Banco de la República, entre marzo de 1993 y enero de 1994 se realizaron operaciones por un valor de US$274.7 millones.

Estas operaciones son un fenómeno reciente en Colombia. Los volúmenes transados no han tenido un patrón uniforme. La mayor participación la ha tenido el sector interbancario con 73.3% mientras que la del sector real ha sido de 26.7%. Una encuesta de Fedesarrollo efectuada en diciembre de 1993 mostró que las operaciones de futuros no eran utilizadas ampliamente. Sólo el 15.8% de las firmas exportadoras las habían utilizado; de las que no lo utilizaban, el 10.4% ni siquiera las conocían.

Un estudio de Fedesarrollo, Analdex y el Ministerio de Comercio Exterior (1994) señala que los altos costos y la escasa difusión de estas operaciones explican en gran parte el poco desarrollo de los futuros de divisas. Se recomienda ampliar la competencia -con el fin de reducir costos y desarrollar el mercado- autorizando a las empresas exportadoras la contratación directa de las operaciones de futuros con bancos extranjeros y entidades financieras reconocidas, aún cuando no tengan representación en el país. Además, se sugiere que alguna institución de fomento con capacidad institucional ofrezca la prestación de este servicio con el fin de estimular el mercado de futuros del peso con otras monedas de la región.

7. Segundo mercado: Las pequeñas y medianas empresas no tienen restringido su acceso al mercado de valores. Según el Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores (Decreto 653 de 1993) y la Resolución 1242 de 1993 de la Superintendencia de Valores,

para que una entidad pueda poner en oferta pública un documento, tiene que estar inscrita en el Registro Nacional de Valores. Las sociedades anónimas pueden inscribir acciones y bonos y las sociedades limitadas solo pueden emitir títulos crediticios. Igualmente, los requisitos para inscribir acciones en la Bolsa de Bogotá no son un obstáculo para que las pequeñas y medianas empresas puedan emitir acciones. Posiblemente la exigencia de una mayor transparencia -se exigen estados financieros de los dos últimos años y el más reciente del año en curso- desestimula a las pequeñas y medianas empresas a ingresar al mercado de valores.

El 3 de agosto de 1994 la Superintendencia de Valores dió paso a la creación del "segundo mercado" mediante la Resolución 0707. Su creación tiene como punto de partida la relajación de restricciones de acceso al primer mercado. Las medidas tienen como finalidad ampliar el número de inversionistas calificados y la oferta de títulos, y de esta manera dinamizar el mercado. En él pueden participar las personas jurídicas no vigiladas por las Superintendencias Bancaria y de Valores, las sociedades comisionistas de bolsa, las sociedades por acciones nacionales, las sociedades limitadas nacionales y cooperativas (las cuales solo podrán emitir títulos de contenido crediticio), entidades descentralizadas indirectas, las entidades públicas facultadas para emitir títulos de deuda pública y los organismos multilaterales de crédito que tengan títulos inscritos en una o

más bolsas de valores mundialmente reconocidas a juicio de la Superintendencia de Valores.

La diferenciación en la estructura de mercado de las empresas de una economía condiciona en buena parte la manera como ellas se financian. Cuando la tecnología exhibe rendimientos crecientes al interior de la firma, la organización industrial que tiende a consolidarse es la del monopolio u oligopolio. En este caso, el aprovechamiento de economías a escala hace que predominen las empresas más grandes. Por el contrario, cuando la tecnología exhibe rendimientos decrecientes, la estructura de una industria puede ser competitiva. En el primer caso, las empresas pueden fijar precios y de esta manera generar rentas seguras que implican beneficios superiores a los normales. El panorama no es el mismo para las empresas competitivas que no pueden fijar sus precios; en este caso los beneficios tienden a ser los normales.

Por tanto, desde el punto de vista de un intermediario financiero es probablemente más seguro prestarle a una empresa grande que aprovecha economías a escala, puede generar beneficios extraordinarios y al mismo tiempo posee un mayor volumen de activos para respaldar sus préstamos. Para las empresas pequeñas puede ser más difícil conseguir financiación, por no poder ofrecer todas las garantías que ofrecen las empresas oligopólicas. El mismo razonamiento puede aplicar al inversionista que busca mantener su portafolio de acciones en

forma segura, quien seguramente pondera la seguridad que brinda una empresa grande con activos y rendimientos extraordinarios. Así, pues, es posible que la diferenciación de las estructuras de mercado de los diferentes sectores económicos impongan la existencia de dos mercados accionarios diferentes, uno donde predominan las empresas grandes y oligopólicas, y otro de empresas pequeñas y medianas que no pueden fijar sus precios.

La iniciativa de crear un segundo mercado puede estar reconociendo la diferenciación de la estructura de las empresas mencionado anteriormente. Sin embargo, algunos estudios recientes[24] respecto del caso colombiano muestran que la legislación no es el principal obstáculo para que las pequeñas y medianas empresas entren al primer mercado. De hecho, la mayor justificación al segundo mercado provendría del hecho de que las empresas con acceso al primero efectivamente lo utilizaran intensivamente, en efecto "discriminando" contra aquellas que no han tenido acceso al mismo. El hecho de que el primer mercado sea utilizado por un número tan reducido de empresas con acceso a el invita a ser escépticos sobre la eventual dinámica del segundo mercado por el simple hecho de que se haya presentado una favorable evolución en la legislación sobre la materia.[25]

---

[24] Véase Soto (1994).

[25] En el Anexo 2, se presentan aspectos de legislación relacionados con los segundos mercados de otros países.

Otros estímulos recientes al mercado accionario han sido: (i) el otorgamiento de créditos a tasas inferiores a las del mercado para adquirir Bonos convertibles en acciones (BOCEAS) mediante el Fondo de Capitalización Empresarial y de Democratización del Sistema Financiero, e incentivos tributarios a la apertura de sociedades[26]. (ii) Estímulos como los ajustes por inflación, que consideran la valorización de los activos no monetarios como un ingreso y la del patrimonio como un gasto.[27]

8. Liberación de comisiones: Con el propósito de imprimir mayor eficiencia y competencia al mercado, en el pasado reciente se liberaron las comisiones que cobran las firmas comisionistas de bolsa. Como se observa en el Gráfico 10, es evidente el efecto positivo de dicha liberalización en el período reciente. Es interesante anotar sin embargo que, como porcentaje del volumen transado, las comisiones a julio de 1994 no señalan un valor muy diferente al que prevalecía en 1986, cuando aparentemente no existía la competencia que hoy impera.

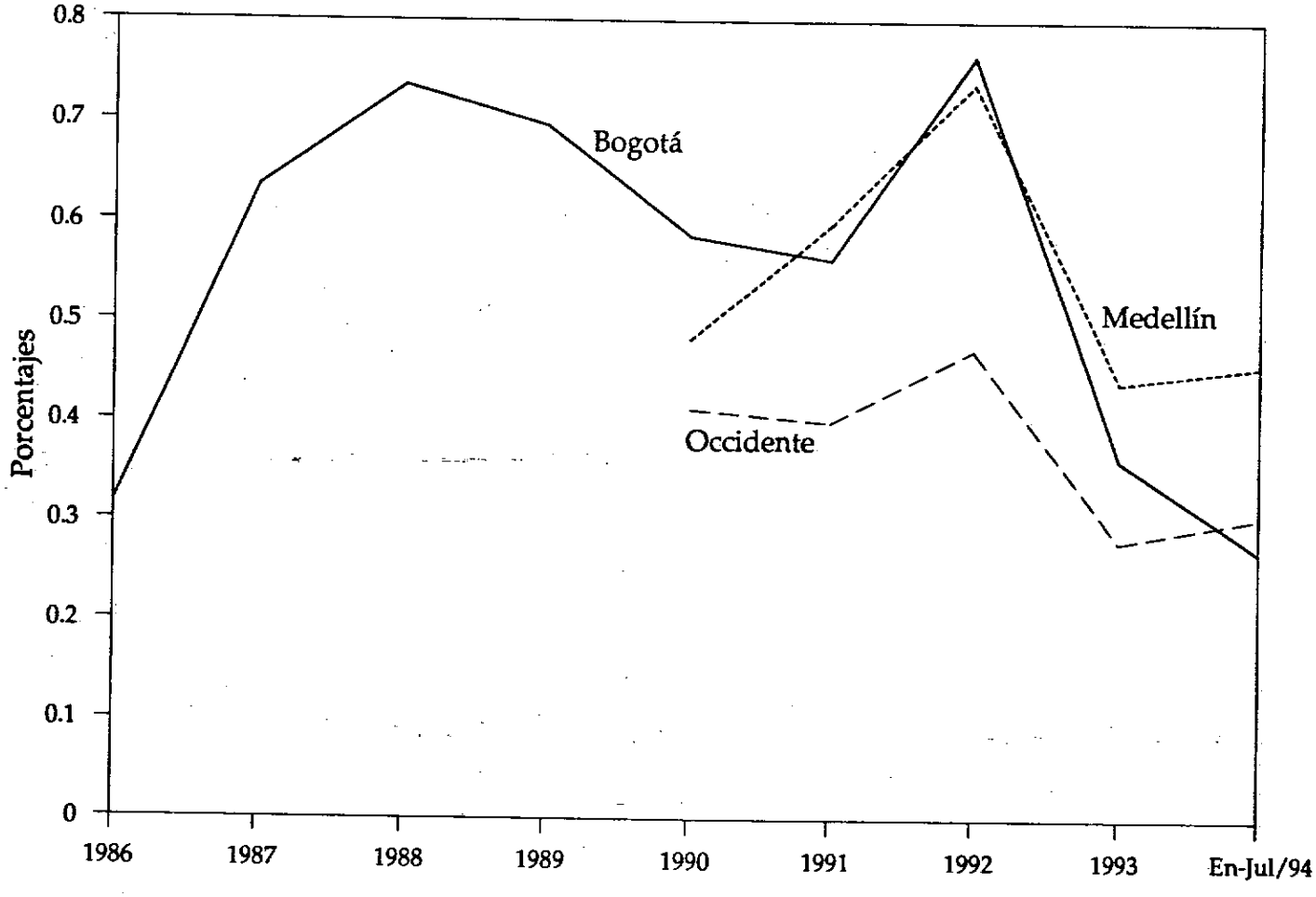
9. Titularización: Se trata de un fenómeno reciente en Colombia. En 1993 fueron autorizados $77.691 millones de pesos por la

---

[26] Banco de la República, Notas Editoriales, abril de 1991.

[27] Cuando se financia la inversión con emisión de acciones, la empresa puede deducir de los impuestos la revalorización del patrimonio. Por el contrario, la financiación de la inversión con pasivos no genera deducciones para efectos tributarios. Este sistema desestimula manejos contable que al no tener en cuenta la inflación conducen a la descapitalización de las empresas.

Gráfico 10
Comisiones brutas sobre volúmen
Bolsa de Bogotá, 1986-julio 1994



Fuente: Bolsa de Bogotá.

Superintendencia de Valores y fueron colocados tan solo $561 millones[28]. Las cifras de titularización de la Bolsa de Bogotá entre enero y agosto 4 de 1994 alcanzan un monto insignificante de $169 millones. Es claro que en los dos últimos años las titularizaciones no han tenido relevancia dentro de las transacciones bursátiles.

10. Las Resoluciones 5 de 1990 y 292 de 1994

La Resolución 005 de 1990 reconoce "que una porción sustancial del mercado de títulos financieros en el país tiene lugar por fuera de las bolsas de valores, en la forma de operaciones celebradas directamente entre entidades del propio sector financiero, y en condiciones que no garantizan adecuadamente la transparencia y concurrencia que deben existir en el mercado" (subrayado nuestro). La misma resolución considera que, "a fin de propiciar un mayor grado de eficiencia, agilidad, transparencia y competencia en el mercado de títulos financieros", se autoriza la negociación de dicha clase de valores a través de un sistema centralizado de operaciones debidamente regulado, y dotado de una tecnología adecuada. La resolución también considera que los sistemas centralizados de operaciones deben estar en capacidad de integrarse o interconectarse con las bolsas de valores y que en ellos pueden participar el Banco de la República y la Tesorería General de la República.

---

[28] Informe de Labores 1993, Superintendencia de Valores.

Como se desprende de lo anterior, la Resolución 5 de 1990 buscaba resolver la ineficiencia y la falta de transparencia en la transferencia de recursos excedentarios de las instituciones financieras, creando un mercado amplio para estos recursos. Los propósitos de la Resolución están plenamente justificados, por cuanto existe evidencia empírica de que el mercado "interbancario" de liquidez a corto plazo funciona de manera muy ineficiente en Colombia.

Tal como se sugiere en Steiner y Saavedra (1992), los desequilibrios temporales de liquidez, que a lo sumo deberían afectar solamente las tasas de interés a la vista, tienen un impacto sobre la tasa de interés de mediano plazo. En otras palabras, problemas "temporales" tienen efectos "perdurables".[29] Ello se interpreta como reflejo de un mercado que no opera de manera eficiente. Por ejemplo, en situaciones de estrechez de liquidez, intervenciones por parte del Banco Central pueden resultar ineficaces, por cuanto tratándose de un mercado donde la información no fluye, se dan situaciones en las que, al tratar de resolver problemas que son generales al mercado, se termina por alimentar la tesorería de unos pocos intermediarios financieros.

---

[29] El estudio examina la relación entre la tasa interbancaria y la tasa de interés de los CDT a 90 días para el período comprendido entre enero de 1989 y septiembre de 1992. Señala que existe una relación de largo plazo entre la tasa interbancaria y la tasa de interés de los CDT. En particular, aumentos de la tasa interbancaria tienden a asociarse con aumentos, aunque en menor magnitud, de la tasa de los CDT.

Para autorizar el funcionamiento de los sistemas centralizados de operaciones la resolución estableció algunas condiciones que favorecieron la administración del sistema por parte de las bolsas de valores y desestimularon la creación de un sistema de conexión interbancaria. La Resolución 5 de 1990 no impedía que el sistema centralizado de operaciones fuera administrado por los bancos. Sin embargo, implícitamente sí favorecía la administración del sistema por parte de las bolsas al establecer que la negociación secundaria de títulos se hiciera a través del sistema de remate al mejor postor, sistema que ya operaba en la Bolsa de Bogotá.

En una afortunada decisión para imprimir competencia y transparencia al mercado de dinero a la vista, la Superintendencia de Valores expidió la Resolución 292 de 1994. En dicha resolución se dictan normas sobre sistemas centralizados de información para transacciones, con los siguientes objetivos: (i) autorizar el funcionamiento de sistemas de información centralizada de operaciones o de mecanismos que faciliten el desarrollo del mercado, (ii) que las instituciones financieras y otros entidades en el mercado extrabursátil tengan la posibilidad de invertir sus recursos con mayor eficiencia y agilidad, (iii) facilitar el desarrollo de sistemas centralizados de información para transacciones que involucren los desarrollos y adelantos tecnológicos aplicables a la negociación de valores.

La resolución define como sistemas centralizados de información para transacción aquellos que tengan como objeto facilitar las operaciones de compra y venta de títulos, con recursos propios, directamente entre las entidades que hagan parte de la red o sistema. Adicionalmente, señala que estos sistemas no incluyen mecanismos de formación de precios y que las intituciones que efectúan estas operaciones deben asumir el riesgo en la celebración de las mismas.

Es claro que las implicaciones de esta resolución, que pueden ser positivas para la economía en general y para el funcionamiento del mercado monetario en particular, pueden resultar adversas para las bolsas de valores y sus comisionistas, ya que representa el inicio de un proceso cuyo potencial de riesgo sea perder las operaciones de renta fija. De acuerdo con la información que se presenta en el Cuadro 20, en el caso extremo de que se dejara de tranzar por completo CDT, la Bolsa de Bogotá tendría una pérdida equivalente al 36% de sus transacciones, la de Occidente de un 39% y la de Medellín de un 37%. Las pérdidas en que incurrirían los comisionistas representarían entre el 20% y 30% de sus ingresos (Cuadro 21). Lo anterior obligaría a las bolsas y a los comisionistas a ser más competitivos y desarrollar intensivamente otros "nichos", como por ejemplo la renta variable y titularizaciones.

Cuadro 20. VOLUMENES TRANSADOS EN EL MERCADO NACIONAL (% del Total Transado)

	Acciones	CDT	Otros Privado	Gobierno	Bonos Extranjeros	Martillos
1. Bolsa de Bogotá						
1990	2,4	36,1	19,9	41,6		
1991	3,5	10,0	10,6	75,9		
1992	5,1	17,7	6,9	70,3		
1993	4,1	23,8	8,3	63,5	0,3	
En-Jul/94	7,0	36,0	9,2	41,3	0,007	6,5
	Acciones	**CDT**	**Otros Privado**	**Gobierno**	**Bonos Extranjeros**	**Martillos**
2. Bolsa de Medellín						
1990	9,9	39,6	32,3	18,2		
1991	9,4	11,9	25,2	53,5		
1992	25,1	21,8	20,3	32,9		
1993	19,9	29,6	16,7	33,2	0,6	
En-Jul/94	28,1	37,1	13,6	20,5	0,007	0,7
	Acciones	**CDT**	**Otros Privado**	**Gobierno**	**Bonos Extranjeros**	**Martillos**
3. Bolsa de Occidente						
1990	2,6	34,3	29,2	33,8		
1991	4,0	9,5	20,3	66,2		
1992	4,4	19,4	13,8	62,5		
1993	4,7	29,2	12,7	51,8	1,5	
En-Jul/94	5,8	39,2	16,7	37,4	0,5	0,4

Fuente: Bolsa de Bogotá. Vicepresidencia Técnica.

Cuadro 21. COMISIONES BRUTAS GENERADAS EN EL MERCADO NACIONAL, Mercado primario y secundario (% del Total de Transacciones)

	Acciones	CDT	Otros Privado	Gobierno	Bonos Extranjeros
1. Bolsa de Bogotá					
1990	4,4	23,2	16,8	55,5	
1991	7,0	7,9	10,8	74,3	
1992	8,4	12,7	6,7	72,2	
1993	13,2	18,5	11,3	56,4	0,5
En-Jul/94	21,7	35,1	12,4	30,8	0,005

	Acciones	CDT	Otros Privado	Gobierno	Bonos Extranjeros
2. Bolsa de Medellín					
1990	23,9	29,0	29,7	17,3	
1991	23,8	7,0	18,8	50,4	
1992	50,6	11,5	15,0	22,9	
1993	38,4	15,4	15,2	30,4	0,5
En-Jul/94	60,4	16,6	8,9	14,1	0,003

	Acciones	CDT	Otros Privado	Gobierno	Bonos Extranjeros
3. Bolsa de Occidente					
1990	7,9	24,5	22,5	45,0	
1991	10,1	7,2	17,3	65,4	
1992	10,3	12,2	12,3	65,2	
1993	10,0	20,9	15,8	49,4	3,9
En-Jul/94	14,7	33,8	20,7	28,4	2,4

Fuente: Bolsa de Bogotá. Vicepresidencia Técnica.

Desde otra perspectiva, el sistema financiero en su conjunto es uno de los mayores inversionistas de las bolsas de valores. Entre enero y junio de 1994, la participación del sector financiero en las transacciones de la Bolsa de Bogotá fue del 53.6%, de los cuales el 10.6% corresponde a acciones (Cuadro 22). El desplazamiento de estos inversionistas representaría pérdidas de por lo menos un 40%. Si bien es cierto que las anteriores cifras corresponden a una situación extrema, no deja de ser preocupante que las bolsas carezcan, en el corto plazo, de mecanismos para compensar la pérdida que ocasionaría el retiro de inversionistas del sector financiero.

Pese a sus virtudes, no se pueden desconocer sin embargo, las implicaciones desfavorables de esta medida. Por una parte, la resolución hace explícito que por tratarse de operaciones directas, el riesgo debe ser asumido por las partes. El factor riesgo no resulta preocupante en la medida en que las operaciones se realicen con recursos propios en un marco de máxima transparencia. La situación sería bien distinta si las operaciones involucraran recursos de terceros. En este contexto, el factor riesgo sí sería altamente preocupante. Por otra parte, la resolución 292 señala que el sistema no requiere de mecanismos de formación de precios y de liquidación y compensación de operaciones. Este hecho desconoce las ventajas en términos de eficiencia que un mecanismo de formación de precios tiene.

Cuadro 22. INVERSIONISTAS
Bolsa de Bogotá, Enero - Julio de 1994

	Total transado	Acciones	Total trans. %	Acciones %
1. Sector Financiero				
Sociedades Fiduciarias	1.473.736	35.750	22,0	8,3
CAVS	843.202		12,6	
Bancos	861.802		12,9	
Corporaciones Financieras	272.380	9.342	4,1	2,2
Cías de Financiamiento Comercial	132.963	329	2,0	0,1
Otras Financieras	4.564		0,1	
Subtotal	3.588.647	45.421	53,6	10,6
2. Sector Ahorro Contractual				
Fondos de cesantías	466.298	6.130	7,0	1,4
Compañías de seguros	187.105	20.836	2,8	4,9
Fondos Ganaderos	121.575		1,8	
Fondos Mutuos de Inversión	94.878	8.665	1,4	2,0
Fondos de Inversión extranjera	72.845	72.845	1,1	17,0
Fondos de Valores	92.306	8.722	1,4	2,0
Capitalizadoras	45.079	4.858	0,7	1,1
Subtotal	1.080.086	122.056	16,1	28,4
3. Sector Real				
Sector Industrial, Comercio y Servicios	1.513.192	155.414	22,6	36,2
Personas Naturales	509.789	106.310	7,6	24,8
Subtotal	2.022.981	261.724	30,2	61,0
Total	6.691.714	429.201	100,0	100,0

Fuente: Bolsa de Bogotá. Vicepresidencia Técnica.

Resulta interesante finalizar esta sección recordando las recientes palabras del actual Superintendente de Valores en el IX Encuentro Nacional de Comisionistas [Uribe (1994)]: "Fue incompleto el proceso de mejora de la información y de transparencia. Se asumió que con dar la información a los agentes operadores, se cumplía completamente la tarea. No se vio que la misma debía orientarse hacia todos los componentes del mercado. Esto es, debía orientarse también hacia los inversionistas, que evidentemente son parte muy esencial del mercado ... El hecho que la informacion generada por el mercado no fluya hacia el público inversionista, se traduce en una pérdida de profundidad. Operaciones para las que probablemente existiría contrapartida no se efectúan. La información no llega a quien podría aprovecharla para concretar una transacción. Esto significa que el mercado no está cumpliendo cabalmente con su función de vector de información, y ello lo limita ... Es por eso que uno de los primeros temas que tendremos que atacar conjuntamente con las bolsas es el cómo vamos a garantizar una difusión amplia y en tiempo real al mercado y a todos sus agentes de la información que envía el mercado".

B. Otros desarrollos recientes

Además de lo ya mencionado, particulartmente en términos del desarrollo de los "segundos mercados", en los últimos años

algunos otros países han introducido otra serie de reformas con el propósito de volver más competitivos y eficientes los mercados de acciones. En lo que sigue presentamos una breve descripción de algunas de estas reformas, descripción de la cual se desprende que, por lo menos en términos de legislación, Colombia ha avanzado de manera significativa.

Desde la década de los setenta se viene promoviendo nuevos patrones organizacionales y la modernización de los mercados de capitales. Los fenómenos de mayor incidencia en los mercados desarrollados han sido: apertura de las bolsas a nuevos agentes de mercado, liberación de comisiones, cambios drásticos en los sistemas de negociación, diseminación de la información y adopción de sistemas computarizados, y la interconexión de mercados nacionales e internacionales[30].

Dentro de los mercados europeos, la bolsa de Londres fue la primera en innovar a mediados de los ochenta. Le siguieron las bolsas de París, España, Italia y Frankfurt. Estados Unidos ya había liberado las comisiones en 1974. En el caso europeo, la competencia entre las bolsas fue la fuerza motora de estas reformas, que se intensificaron con la liberación de los flujos de capital y la mayor movilidad de la clientela entre países.

---

[30] Pagano y Roëll (1990).

Las reformas en la bolsa de Londres se iniciaron con la apertura de los mercados a bancos y otros intermediarios financieros, la liberación de las comisiones y la introducción de un sistema computarizado. Como resultado de las reformas, los costos de transacción disminuyeron al mismo tiempo que los volúmenes transados se incrementaron sustancialmente.

Las reformas en la bolsa de París se iniciaron en 1987 con cambios en los sistemas de negociación, reemplazando las subastas por el "continous dealing". En 1988 se abrió la competencia a los bancos y a otros intermediarios financieros y en 1989 se liberaron las comisiones. En Italia y Madrid las reformas han sido estimuladas no sólo por la competencia británica y la apertura de sus mercados financieros sino también por la necesidad de crear mercados para financiar la deuda pública. En Alemania, las reformas se llevaron a cabo con algún rezago respecto a los demás países de Europa debido al gran dominio de los bancos sobre el mercado bursátil. Los cambios fueron inicialmente en tecnología y no institucionales. En general, los mercados europeos se están acercando a un patrón organizacional similar, con algunas diferencias en los sistemas de negociación.

Dentro de los principales factores que han contribuído al crecimiento de los mercados emergentes de acciones pueden mencionarse la adopción de políticas de mercado. Por ejemplo, algunas actividades que tenían control estatal como los servicios

públicos y las telecomunicaciones se han abierto al sector privado. El caso de Argentina ilustra el impulso que recibió el mercado bursátil con las privatizaciones[31]. Las reformas estuvieron fundamentalmente encaminadas a fortalecer el ahorro externo y aumentar la oferta de divisas. Para lograr estos dos objetivos se incentivó la inversión extranjera directa en activos productivos existentes, a través de la privatización. Adicionalmente, debido a la fragilidad financiera del sector público, se privatizaron empresas estatales. La Ley de reforma del estado sentó las bases para la privatización de activos estatales con capitalización de deuda externa; se escogió este mecanismo dada la estrechez del mercado de capitales doméstico. Además, mediante la ley de Emergencia Económica se eliminaron las diferencias en el tratamiento al capital nacional y al extranjero.

Las privatizaciones en Colombia no han tenido la importancia que han tenido en otros países latinoamericanos como Argentina y México. En Argentina por ejemplo, se privatizaron 33 empresas entre 1990 y 1992. En órdenes de magnitud, la venta de la empresa telefónica Entel ha representado los mayores recaudos; le sigue la venta en áreas petroleras. También ha habido privatizaciones en los sectores eléctrico, de gas, de transporte aéreo, y de empresas en el área de defensa. Se estima que el estado podría

---

[31] Fanelli y Damill (1994).

tener un ingreso de US$20.000 millones cuando termine el proceso de venta de las empresas y otorgamiento de concesiones.

En Colombia los martillos han sido el mecanismo utilizado en los muy pocos episodios de privatización. Se ha considerado que es el mecanismo idóneo para que las privatizaciones se hagan de manera transparente, asegurándole un buen retorno al Estado e incrementando las posibilidades de que se de una efectiva democratización de la propiedad. Los martillos representaron recaudos por US$57 millones en 1993 y US$ 635.3 millones en el primer semestre de 1994[32].

A pesar del potencial que existe, no puede esperarse que el impacto de las privatizaciones en Colombia sea de la misma magnitud que en otros países como Argentina y México. Por una parte el estado colombiano no es tan grande y, por otra parte, el problema fiscal en Colombia no es tan grave. Finalmente, dinamizar el mercado accionario es el resultado deseable de las privatizaciones pero no debe considerársele como uno de sus objetivos prioritarios.

---

[32] Mercado Público de Valores, Enero-Junio de 1994. La privatización del Banco de Colombia representó el 70.9% del total de martillos en el primer semestre de 1994.

IV. Propuestas recientes

Recientemente, el Ministro de Hacienda conformó un Comité del Mercado de Capitales, con el objetivo de que avanzara propuestas respecto a cómo dinamizar el mercado de valores. A continuación se plantean algunas observaciones al documento elaborado por dicho Comité, en aquellos aspectos que tienen relevancia directa sobre las Bolsas de Valores. Adicionalmente, se mencionan algunos puntos que consideramos importantes, pero que no han quedado consignados en el informe final del Comité.

1. Segundo mercado: el documento menciona que, en la forma en que ha sido concebido, el segundo mercado podría terminar constituyéndose en un mecanismo de relajación de información. Se señala, creemos que con mucha razón, que no hay evidencia de que los requisitos de información hayan operado como un freno a la emisión de acciones en el mercado de valores.

A nuestro juicio, respecto del tema habría que mencionar un punto adicional. La legislación dice que el segundo mercado puede (pero no tiene) que pasar por Bolsa. En caso de que no pase por Bolsa, sería un mercado que no forma precios. En tal caso, no es claro el "efecto dinamizador" del segundo mercado en la forma en que ha sido concebido.

2. Acciones sin derecho a voto: El documento cuestiona algunas condiciones para la emisión de acciones sin derecho a voto, tales como las mayorías calificadas en las asambleas de accionistas y el requisito de 2 años de utilidades distribuibles.

El segundo cuestionamiento se nos antoja válido. Al fin y al cabo, se trata de operaciones de riesgo en un mercado en el que, mientras haya suficiente información, cualquier agente debe ser libre de comprar acciones de empresas que no están produciendo utilidades.

El primer cuestionamiento es menos claro, y bastante menos preciso. No parece aconsejable crear una situación en la cual los actuales propietarios de sociedades cerradas obtengan el doble beneficio de vender un elevado porcentaje de sus acciones, sin perder control sobre la empresa. La situación vigente, en que se puede vender un porcentaje razonable de acciones sin perder control (25%) se nos antoja más razonable. De cualquier forma, el documento es poco preciso al no mencionar porcentajes específicos.

3. Derivativos: El documento propone acelerar el proceso de configuración de un mercado de derivativos.

Esta propuesta, razonable en si misma, no deja de ser un "lugar común." Convendría mirar el tema en mucho más profundidad, por lo

menos en dos aspectos: (i) entender porqué, existiendo la legislación relevante, dichos mercados no se han desarrollado al ritmo que hubiese sido deseable; (ii) plantear de qué tipo de derivativos se habla, y el escenario natural de desarrollo de cada uno de ellos.

Respecto del primer aspecto, una encuesta llevada a cabo por Fedesarrollo (Encuesta de Opinión Empresarial, Módulo Especial, diciembre de 1993) señalaba que el muy escaso uso de operaciones de cobertura en el mercado de divisas, incluso entre firmas que concentran gran parte de su actividad en el comercio internacional, se debía al total desconocimiento del mecanismo.

En lo que hace al segundo aspecto, en el espíritu de especializar las actuales Bolsas de Valores en el mercado de renta variable, consideramos pertinente sugerir que aquellos derivativos vinculados al mercado monetario (tasas de interés y divisas) se desarrollen por fuera del ámbito de las actuales Bolsas.

4. Posición propia: El documento propone dotar al mercado con agentes de posición propia que otorguen liquidez. De nuevo se trata de una sugerencia demasiado general, donde no se exploran las causas por las cuales hasta el momento no se ha generalizado la práctica de posición propia entre los agentes del mercado.

La decisión soberana de no querer comprometer capital propio por parte de los agentes del mercado tiene que tener explicaciones muy concretas. Un estudio que las identifique debería llevar a recomendaciones de política mucho más concretas que las contenidas en el documento que se comenta.

Un elemento que valdría la pena revisar se relaciona con el hecho de que en nuestra legislación se expresa que el propósito de la posición propia es darle liquidez al mercado.[33] Este es un concepto muy difícil de definir en la práctica. En tanto su definición no sea clara y transparente, podría suceder que firmas comisionistas prefieran abstenerse de desarrollar una actividad riesgosa, con reglas no enteramente transparentes.

5. Unificación del mercado nacional: Se propone integrar el mercado nacional, bien sea con una Bolsa única o con un mercado único operado por las tres bolsas.

---

[33] Ley 45 de 1990. Artículo 7. *Comisionistas de bolsa*. "... tales sociedades podrán realizar las siguientes actividades, previa autorización de la Comisión Nacional de Valores y sujetas a las condiciones que fije la Sala General de dicha entidad:
a) Intermediar en la colocación de títulos garantizando la totalidad o parte de la misma o adquiriendo dichos valores por cuenta propia;
b) Realizar operaciones por cuenta propia con el fin de dar mayor estabilidad a los precios del mercado, reducir los márgenes entre el precio de demanda y oferta de los mismos y, en general, dar liquidez al mercado;"

Este tema vincula algunos elementos de política económica y varios de economía política. Nos limitamos a comentar los primeros.

a) Aunque no conocemos estudios sobre economías de escala en Bolsas de Valores, parece razonable suponer que la economía incurre en un costo al tener tres bolsas que efectúan, en esencia, el mismo tipo de actividades. Si todas las actividades que hoy en día desarrollan las bolsas de menor tamaño son absorbidas por la de mayor tamaño en caso de que las primeras desaparezcan, y dichas actividades en cabeza de una sola bolsa no le implican aumentos en precios a los usuarios de los servicios bursátiles, entónces desde el punto de vista de la eficiencia económica resulta enteramente cuestionable la existencia de más de una bolsa. Se cumplen las dos premisas? La respuesta a ese interrogante es crucial para precisar la forma en que se debe integrar el mercado nacional.

Preocupa eso sí que la propuesta de integración vaya en contravía del saludable movimiento que se ha dado en el sentido de aumentar la competencia entre comisionistas, tanto entre Bolsas como al interior de cada una de ellas.

b) Habiendo tres bolsas, el marco regulatorio debe ser el mismo. Hoy el marco a nivel Supervalores es el mismo. Sin embargo, como hay autoregulación, potencialmente, y por lo menos de manera

temporal, operan tres marcos regulatorios diferentes. Esta situación se nos antoja altamente inconveniente, por cuanto podría conllevar a que una firma sea sancionada (o incluso expulsada) de una Bolsa, sin impedimento alguno para operar en otra.

6. Autoregulación: Llama la atención el hecho de que el documento de marras no le otorgue importancia a temas como el de la competencia y el papel de la autoregulación de las Bolsas en promoverla o perjudicarla[34]. Al respecto, conviene mencionar algunos aspectos que pueden ser relevantes:

A. Contrario a lo que sucede con las entidades de crédito, en que el regulador es uno y el controlador otro, en lo que hace a las Bolsas de Valores ambas funciones las desempeña la misma entidad. No es evidente la conveniencia de que la promoción del mercado bursátil se haga desde la órbita fiscalizadora.

B. La autoregulación es una instancia de control y sanción adicional a la que cumple el Estado a través de la Supervalores. Los muchos aspectos positivos que tiene la autoregulación -en el sentido de darle todavía más seguridad al inversionista- deben sopesarse con sus eventuales costos, dentro de los que se destacan: (i) el ser una instancia adicional, más no definitiva,

---

[34] Lo cual contrasta con la importancia que al mismo tema le otorga el nuevo Superintendente de Valorres, segun se desprende de su reciente presentación en Cartagena [Uribe (1994)].

que demanda tiempo y recursos que se podrían dedicar a otros fines; (ii) el natural conflicto que surge entre las firmas comisionistas, al ser "juez y parte" en las actuaciones de las Cámaras de las Bolsas; (iii) la posibilidad de que a través de la autoregulación se restringa la libre competencia.

V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

1. En el período reciente Colombia ha participado del auge en los mercados accionarios de diversos países en desarrollo. No obstante, los principales indicadores sugieren que el mercado accionario colombiano continua siendo pequeño si se compara con el de otros países de similar grado de desarrollo económico. Además, el reciente "boom" accionario, que ha sido en esencia uno de precios, no ha repercutido en un aumento significativo en la importancia relativa de las acciones dentro del mercado de capitales colombiano.

2. Desde el punto de vista macroeconómico, dos hechos merecen especial mención. De una parte, la coincidencia en el tiempo entre el aumento "permanente" en la inflación y la pérdida de importancia de las acciones como destino del portafolio de los ahorradores. En ese proceso han ganado importancia los cuasidineros y, dependiendo de la coyuntura macroeconómica, los papeles de renta fija emitidos bien sea por el gobierno o por el Banco de la República. Resulta paradójico desde el punto de vista de los agentes comisionistas que las mismas condiciones económicas adversas (alta inflación o desbalances fiscales) que desincentivan el mercado de acciones sean el principal estímulo a que se incrementen las transacciones en renta fija.

En segunda instancia, Colombia parece acomodarse al patrón internacional según el cual un porcentaje elevado de la explicación del reciente "boom" en las bolsas de valores se explica por la afluencia masiva de capitales extranjeros. Preocupa entonces que la falta de instrumentos efectivos para mejorar la posición fiscal del país obligue a imponer controles a la movilidad internacional de los capitales, controles que en el mejor de los casos temporalmente aminorarán las presiones a la apreciación cambiaria pero al precio de altos costos de largo plazo, entre ellos un desincentivo al desarrollo del mercado doméstico de capitales.

Las reformas llevadas a cabo o las propuestas recientes no conducirán a una expansión del mercado de capitales si este proceso no va acompañado de un aumento del ahorro. Como correctamente lo señala Caballero (1994) "solamente si se logra este propósito (de aumento efectivo de ahorro) es posible sostener el crecimiento de la economía en el largo plazo, reducir la inflación y evitar un grado de revaluación de la moneda que termine por erosionar del todo la competitividad de la producción nacional". Naturalmente, también es una condición necesaria para el desarrollo del mercado de capitales.

3. El recuento de normatividad que se ha hecho sugiere que la legislación colombiana ha avanzado significativamente, prácticamente en todos los casos en el sentido correcto de

profundizar el mercado de capitales, con especial preponderancia a incentivar tanto la oferta como la demanda de papeles de renta variable. A pesar de lo anterior, no es exagerado afirmar que muchos de los resultados obtenidos no han sido los más deseables. Las empresas continúan financiándose esencialmente con deuda y no con capital, al tiempo que la renta fija domina con creces la mayoría de portafolios de los inversionistas.

4. Existe un dilema respecto a la secuencia temporal a los "estímulos" a la oferta y la demanda. En un mercado tan concentrado como el colombiano no parece razonable estimular la demanda a la espera de que, en respuesta a ello, reaccione la oferta. Ello equivaldría a profundizar el proceso reciente, en el cual el auge en la capitalización de las bolsas se ha concentrado en unas pocas acciones. Por tal razón, no parece correcto esperar que el dinamismo del mercado de acciones surja, espontáneamente, del aumento en la demanda que provendrá de inversionistas institucionales tales como los fondos de pensiones.

5. En virtud de lo anterior, resulta crucial el impulso simultáneo tanto de la oferta como de la demanda por acciones. Al respecto, llama la atención el hecho de que en el período reciente algunas empresas hayan optado por colocar acciones en el exterior, mediante el mecanismo de los ADRs. En dicha decisión seguramente juegan un importante papel dos elementos: (i) menores requisitos de "disclosure"; (ii) menores posibilidades de pérdida

de control. Parecieran entonces razonables y promisorias recientes disposiciones en el sentido de fomentar la emisión de acciones que no conllevan a la pérdida del control de las empresas.

6. Varios países de la región han sido ejemplo del importante papel que en el desarrollo del mercado de capitales puede jugar la enajenación de activos del Estado. Si bien es cierto que Colombia no tiene las presiones cambiarias y fiscales que llevaron a otras naciones a poner en práctica programas de privatización verdaderamente ambiciosos, no menos cierto es el hecho de que, en virtud al nuevo modelo de desarrollo imperante, el Estado colombiano haría bien en concentrar su actividad exclusivamente en la provisión de aquellos servicios públicos que el sector privado no está en capacidad de desarrollar.

7. En tal sentido, conviene no menospreciar la importancia que el capital, nacional y extranjero, le otorga a la estabilidad y transparencia en las reglas del juego. Dicha estabilidad y transparencia hace relación tanto a las decisiones del gobierno en torno a los activos que en firme piensa enajenar como a la operación de los "martillos", que es el mecanismo idóneo para materializar el proceso.

8. Nuestro repaso de la normatividad sugiere que, en un sentido amplio, las normas han avanzado más rápidamente que la

disposición, tanto de las autoridades como de los agentes del mercado, para ponerlas en práctica. No parece razonable que en las actuales circunstancias de incertidumbre cambiaria las operaciones de cobertura carezcan prácticamente de toda importancia. También llama la atención el hecho de que, habiéndose abierto el mercado de valores al capital extranjero y habiéndose diseñado el sistema de fondos privados de pensiones, aun no estén en funcionamiento agencias calificadoras de riesgo.

9. Dentro de la tendencia generalizada a liberalizar mercados, la cual ha tenido como uno de sus razgos característicos el paulatino pero seguro movimiento hacia la banca universal, es previsible que las bolsas de valores accedan a negocios que les eran vedados y a que, simultáneamente, pierdan su monopolio sobre algunas operaciones financieras. Este proceso se hace aun más evidente con el acelerado desarrollo tecnológico que ha tenido la totalidad del sistema financiero colombiano en el período reciente. Este proceso de liberalización conlleva naturalmente a que determinadas actividades solamente las lleven a cabo los intermediarios más eficientes. En la búsqueda de "nichos" de alta productividad, las bolsas de valores tendrán que darle hacia el futuro más importancia que la que hasta ahora le han otorgado a la profundización del mercado accionario, proceso en el cual las firmas comisionistas tienen un importante papel que jugar. Procedimientos tales como el desarrollo del "segundo mercado" son importantes. Sin embargo, más importante aun es entender porqué

el "primer mercado" ha tenido un desarrollo tan poco satisfactorio en los últimos veinte años.

Cuadro A-1A. INSTRUMENTOS TRANSADOS EN LAS BOLSAS DE VALORES (1993)

Bolsa de Bogotá	Bolsa de Barcelona	Bolsa de Bilbao	Bolsa de Comercio Buenos Aires	Bolsa de México	Bolsa de Montevideo	Bolsa de Comercio Santiago de Chile	Bolsa de Sao Paulo
Acciones	Acciones	Acciones	Acciones	Acciones	Acciones	Acciones	Acciones
				Certificados de Participación			
Renta Fija:	Renta Fija:	Renta Fija	Renta Fija:	Ordinarios sobre acciones	Renta Fija:	Renta Fija:	Otros
Derechos acciones	Bonos	Deuda Pública	Obligaciones	Letras de tesorería	Bonos del tesoro	Bonos	Debentures
Obligaciones	Gobierno Vasco	Negociables	Títulos opcionales	(Warrants)		Certificados de	
Bonos Privados	Derechos de		Bonos públicos				privatización
Bonos Públicos	Suscripción		(Nacionales y	Renta Fija	Certificados BHU	Intermedicación	Derechos y
Cédulas Hipótecarias			Provinciales)	Obligaciones	Participaciones	Financiera	Recibos
Certificados de Depósito				Bonos Bancarios	GDS		Bonos privados
Papeles Tributarios				Certificados de	Obligaciones	Monetarios:	
Certificados Varios				Participación	Euronos Banco	Divisas (dólar)	
Titularización					Comercial		
Papeles Comerciales				Mercado de dinero	Certificados Banco	Oro	
Pagarés					Comercial		
Títulos del Gobierno				Valores			
Títulos del Banco de la República				Gubernamentales			
Recompras				Valores bancarios		Mercado de futuro	
				Valores Corporativos		Futuro de dólar	
						Futuro IPSA	
						Cuotas de fondo de inversión	

Fuente: Bolsa de Bogotá. FIABV. Anuario 1994.

Cuadro A-1B MONTOS OPERADOS POR TIPO DE INSTRUMENTO (% del total transado) MERCADO SECUNDARIO

	Renta variable		Renta Fija		Opciones		Futuros		Mercado monetario		Metales		Divisas		Otros (1)	
	1992	1993	1992	1993	1992	1993	1992	1993	1992	1993	1992	1993	1992	1993	1992	1993
Bolsa de Bogotá	7,5	5,4	50,5	84,2											42,0	10,4
Bolsa de Medellín	30,2	24,9	49,9	70,4											19,9	4,7
Bolsa de Occidente	4,8	5,1	60,7	82,1											34,5	12,9
Bolsa de Barcelona	91,4	83,5	8,6	16,5												
Bolsa de Bilbao	57,4	54,0	42,6	46,0												
Bolsa de Comercio de Buenos Aires	77,1	83,4	6,6	13,1	2,5	0,8	0,01	0,005							13,7	2,7
Bolsa de Lima	69,4	95,6													30,6	4,4
Bolsa de Madrid	80,1	75,9	19,9	24,1												
Bolsa de México	1,2	1,3	0,3	0,4					98,5	98,3	0,0002	0,0001			0,0004	0,01
Bolsa de Montevideo	1,8	3,0	98,2	96,7				0,3								
Bolsa de Comercio de Santiago de Chile	4,6	4,6	87,5	89,1			0,03	0,01			0,003	0,004	7,9	6,2	0,05	0,04
Bolsa de Sao Paulo	88,0	78,4			11,1	17,3									0,9	4,3

Notas:

(1)

Bolsa de Bogotá: 1992 incluye Certificados de cambio y Títulos de participación, además de lo anterior 1993 incluye bonos extranjeros.

Bolsa de Buenos Aires: incluye Repos y Ejercicio de Opciones

Bolsa de Lima: incluye Mesas de negociación

Bolsa de Medellín: 1992 incluye Certificados de cambio y Títulos de participación, además de lo anterior 1993 incluye bonos extranjeros.

Bolsa de México: 1992 incluye Warrants, 1993 incluye Warrants y otros

Bolsa de Occidente: 1992 incluye Certificados de cambio y Títulos de participación, además de lo anterior 1993 incluye bonos extranjeros.

Bolsa de Santiago de Chile: incluye Cuotas Fondos de inversión

Bolsa de Sao Paulo: incluye Fracciones, Derechos, Recibos, Fondos D.L 1376 y Remates

Fuente:

Bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente: Bolsa de Bogotá, Vicepresidencia Técnica. Incluye transacciones del mercado secundario únicamente. Para el resto de países: Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores. Anuario 1994Bogotá (FIABV into BB).

ANEXO 2: LOS FONDOS DE PENSIONES EN CHILE[35]

El Cuadro A-2 presenta la evolución del mercado bursátil chileno desde 1980, de los fondos de pensiones y otros indicadores del mercado de capitales. Como porcentaje del PIB, las acciones se multiplicaron por 2 entre 1980 y 1992. De las transacciones en bolsa, la renta fija y los papeles de intermediación financiera han sido los más dinámicos.

En solo 12 años las transacciones de los fondos, como porcentaje del PIB, pasaron de 0.9% a 34%. En 1981 se llevó a cabo una reforma que sustituyó los fondos de reparto por un sistema de capitalización individual con acumulación de fondos en el mercado de capitales. Hasta 1986 los fondos invertían en papeles del gobierno (Tesorería y Banco Central), depósitos bancarios a plazos y letras de crédito hipotecario. A partir de 1986 los fondos fueron autorizados a invertir en bonos y acciones. A finales de 1992 las acciones representaban el 21.6% de sus activos.

La expansión de los fondos de pensiones ha ido acompañada del desarrollo institucional, así como del avance de la legislación. Junto a los fondos de pensiones, se crea la Comisión Calificadora de Riesgos. En 1987 la ley del mercado de valores obligó a los emisores a contratar al menos dos clasificaciones de empresas privadas especializadas y mantener la clasificación de manera continua. A partir de 1992 la ley le permite a los fondos de pensiones invertir en proyectos sin historia[36], dándole la posibilidad de participar en proyectos de infraestructura, energía, etc.

---

[35] Basado en Arrau (1993).

[36] Hasta 1992 los fondos de pensiones solo podían invertir en empresas con más de tres años de registros y estados financieros.

Cuadro A-2. CHILE: DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES Y DEL FONDO DE PENSIONES (% del PIB)

Años	Acciones[1]	Renta[2] fija	Intermed.[3] financiera	Patrimo.[4] bursátil	Reservas[5] Cías de seguros	Fondos de[6] pensiones	Fondos[7] mutuos	Fondos de[8] inversión extranjera	Bonos[9] emitidos por empr.
1980	1.99	0.21	2.66	34.09	1.63	—	2.59	—	0.18
1981	1.15	0.29	5.5	21.6	1.54	0.93	2.09	—	0.29
1982	0.67	3.74	12.59	26.05	2.4	3.62	2.51	—	1.7
1983	0.33	6.17	3.62	14.6	2.58	6.41	0.55	—	1.5
1984	0.27	5.66	3.62	14.26	3.28	8.54	0.54	—	1.53
1985	0.36	11.62	10.13	14.36	3.51	10.93	0.78	—	1.57
1986	1.87	27.38	18.5	25.62	4.1	13.37	1.28	—	0.89
1987	2.85	33.66	28.92	29.85	4.67	14.92	1.56	—	1.49
1988	2.97	39.76	46.53	31.84	4.83	16.48	1.7	—	2.2
1989	3.61	51.82	40.95	41.6	5.74	19.69	1.43	0.42	3.75
1990	3.12	56.49	21.43	54.22	7.36	26.56	1.72	1.81	4.99
1991	6.53	42.03	31.82	95.9	8.69	34.54	2.9	3.27	6.14
1992	5.73	63.17	46.45	82.49	9.29	34.53	2.62	3.03	5.49

[1] Incluye transacciones en rueda y remates de acciones inscritas y no inscritas en bolsa.

[2] Corresponde a Bonos, letras hipotecarias, pagarés bancarios, pagarés de Tesorería e instrumentos reajustables de largo plazo o del Banco Central transados tanto en rueda como fuera de ella.

[3] Se refiere a efectos de comercio, depósitos a plazo reajustables y no reajustables, pagarés descontables del Banco Central transados tanto en rueda como fuera de ella.

[4] Calculado a precios de mercado, para la totalidad de las empresas inscritas en la Bolsa de Santiago.

[5] Las reservas de las compañías de seguros están invertidos en títulos inmobiliarios y financieros permitidos.

[6] La totalidad de los Fondos de las Administradoras de los fondos de pensiones (A.F.P)

[7 y 8] Es el patrimonio de los fondos, de propiedad de los partícipes.

[9] Calculado a partir de los saldos a fin de diciembre de cada año.

Fuente: Arrau (1993).

ANEXO 3: SEGUNDOS MERCADOS

La creación de segundos mercados en otros países ha estado relacionada con la necesidad de proveer financiación a pequeñas y medianas empresas (PYME) que no podían acceder al primer mercado. El surgimiento en Estados Unidos del segundo mercado, "Over the Counter Market", dio paso al NASDAQ, que consolidó el mercado de valores fuera de la bolsa, sin requerir una ubicación geográfica específica. El segundo mercado fue fundamental para el desarrollo de las Sociedades de Capitales de Riesgo, "Venture Capital", al cumplir dos funciones; garantizar la liquidez de las acciones y permitirle a las sociedades de Capital de Riesgo conservar su participación hasta que las PYME alcanzaran el umbral de la maduración de los proyectos.

La importancia de las PYME en términos de generación de empleo y valor agregado ha llevado al surgimiento de Sociedades de Capitales de Riesgo y Segundos Mercados. Según la Federación Internacional de Bolsas de Valores, el 57% de las bolsas tienen Segundos Mercados. El Cuadro A-3 presenta una lista de países en los que funcionan Segundos Mercados. En el Anexo se describen algunas de las principales características de varios de ellos.

La regulación del segundo mercado en los diferentes países tiene características en común. En general, la creación de un segundo mercado está motivada por las restricciones de algunas empresas medianas y pequeñas de ingresar al mercado bursátil. De manera generalizada se observa una relajación de los requisitos del Mercado Principal. Los requerimientos de información son menos estrictos, los costos de admisión son menores, la antigüedad que se le exige a una empresa para ingresar al mercado es menor, lo mismo que el capital exigido. De igual manera se observan modificaciones en la frecuencia de las cotizaciones y en el sistema de colocación de las acciones.

a) Londres

El Segundo mercado en la bolsa de Londres se denomina "Unlisted Securities Market". Fue creado en 1980. Las principales modificaciones con relación al Mercado Principal se resumen en el Cuadro A-4.

Adicionalmente, las firmas deben informar sobre la evolución de la sociedad, pagos de dividendos y su distribución, estados de pérdidas y ganancias anuales y semestrales, modificaciones al capital de la sociedad e informar sobre cambios en la junta directiva, al ser admitidas al segundo mercado.

La colocación privada se puede realizar cuando los montos no superan los tres millones de libras y cuando la capitalización

Cuadro A-3. MERCADOS BURSATILES

Bolsas	Mercado Principal	Segundo Mercado	Tercer Mercado
AMEX	X		
Bolsa Alemanas	X	X	X
Barcelona	X	X	
Bruselas	X	X	X
Buenos Aires	X	X	
Copenhague	X		X
Johanesburgo	X	X	
Londres	X	X	X
Luxemburgo	X		
Madrid	X	X	X
Nueva York	X		
Osaka	X	X	
París	X	X	X
Río de Janeiro	X		X
Estocolmo	X	X	X
Bolsas Suizas	X	X	X
Tel Aviv	X		
Tokio	X		
Toronto	X		
Viena	X	X	

Tomado de: Soto. (1994).

Cuadro A-4. CONDICIONES DE ADMISION
Bolsa de Londres

Criterios	Mercado Oficial	USM- Segundo Mercado
Antigüedad en el registro	5 años	3 anos
Capitalización Bursátil	700.000 libras	no hay mínimo
Acciones en manos del público	25% del total	10% del total
Publicidad	Publicación del prospecto en 2 períodicos nacionales	Publicación del anuncio del precio de las acciones en venta e indicación del lugar donde obtener el prospecto completo
Sistema de Colocación	Oferta Pública	Colocación Privada (con límite) y oferta pública con precio mínimo
Costos de admisión		50% menor al mercado principal
Ventajas fiscales		Diferentes criterios de valuación de los títulos con fines impositivos

Tomado de: Soto (1994).

bursátil no excede los 15 millones de libras. Esta colocación es llevada a cabo por un corredor de bolsa o banco en un plazo que fluctúa entre 6 meses y un año. Las colocaciones públicas se realizan cuando se superan los límites de las colocaciones privadas. En general, son más costosas que las privadas porque los bancos o corredores compran las acciones cobrando una comisión del 2%. Luego los títulos son ofrecidos a un precio mínimo; se reciben ofertas y finalmente se colocan de acuerdo con las mejores ofertas.

b) Francia

Desde 1962 hasta 1983 funcionó un mercado paralelo a la Bolsa de París y las bolsas regionales. Este fracasó porque los requisitos eran excesivos y costosos y porque las acciones no tenían la liquidez deseada por los inversionistas. En 1983 se creó el Segundo mercado cuyos principales requisitos se resumen en el Cuadro A-5. Adicionalmente, se redujeron los costos administrativos en un 50% respecto del primer mercado.

c) Italia

El Segundo mercado en la Bolsa de Milán se denomina "Mercado Ristreto". Se creó en 1978 como una instancia para acceder al Mercado Principal y para que las empresas que no cumplieran con los requisitos del mercado principal pudieran cotizar en bolsa. El Cuadro A-6 resalta algunas diferencias que existen con el Mercado Principal. Al igual que en Francia, las operaciones son al contado.

d) Estados Unidos

Además del mercado Principal, The New York Stock Exchange (NYSE), funcionan otros mercados en donde cotizan las pequeñas y medianas empresas. El "American Stock Exchange" (AMMEX), que está orientado a negociar acciones de empresas medianas. El "Over the Counter Market" (que en Estados Unidos se denomina tercer mercado) funciona en varias ciudades y sin una ubicación geográfica específica a través de una red de computadores (NASDAQ). Y finalmente un cuarto mercado a través del cual se hacen negociaciones directas y donde un corredor actúa como intermediario. El Cuadro A-7 contrasta algunas características del mercado principal y el "Over the Counter Market".

Una característica común a los mercados bursátiles en Estados Unidos es la presencia de los "market makers", que cumplen la función de crear mercados comprando cuando no hay demanda y vendiendo cuando no hay oferta.

Cuadro A-5. CONDICIONES DE ADMISION
Bolsa de París

Criterios	Mercado Oficial	Segundo Mercado
Capitalización Bursátil	Aprox. 150 millones de fr.	Aprox. 10 millones de fr.
Apertura mínima	25% del capital	10% del capital
Otras condiciones	Beneficios en los 3 últimos ejercicios y pago de dividendos. Información contable reciente	Revisión contable dentro de los 3 años
Información a los accionistas	Se exige publicidad a las sociedades sobre los últimos acontecimientos y los estados financieros.	Publicidad de los estados contable no obligatorio
Costos indicativos	Varía en función de las características de la introducción Entre 100.000 y 4 millones de fr	Escalonados en el tiempo
Ventajas Fiscales	Dentro del sistema de las cuentas de ahorro en acciones	
Ventajas estratégicas	Notoriedad inmediata	Aclimatación progresiva al mercado bursátil
Ventajas diversas	Acciones nominativas y al portador	

Tomado de: Soto (1994).

Cuadro A-6. CONDICIONES DE LA ADMISION
Bolsa de Italia

Criterios	Mercado Oficial	Segundo Mercado
Patrimonio	Patrimonio neto mínimo	Mínimo 1000 mill de liras
Utilidades	Exigencia mínima de utilidades	Utilidades en los 2 ejercicios contables
Apertura mínima	Monto mínimo	20% del capital social
Publicidad		Elaboración y divulgación de un folleto informativo de actividades

Tomado de: Soto (1994).

Cuadro A-7. CONDICIONES DE ADMISION NYSE

Criterios	Mercado Oficial	Segundo Mercado
Accionista	Al menos 5.000 accionistas, cada uno debe ser propietario de 100 o más acciones	Menor
Emisión	Mínimo 2.5 millones de acciones ofrecidas	Menor
Valor	El valor de la emision debe sobrepasar $US100 millones	Menor
Utilidad	La utilidad después de impuestos debe ser como minimo US$ 100 mill.	Menor
Publicidad	Publicar trimestralmente reportes de accionistas y estados financieros	Publicar trimestralmente reporte de accionistas y estados financieros.

Tomado de: Soto (1994).

e) Japón

Al igual que en los otros países, el Segundo Mercado de la Bolsa de Osaka fue creado para permitir que las PYME pudieran cotizar en el mercado bursátil. Los principales requisitos son los siguientes: (i) El total de acciones en poder de los diez principales accionistas, debe ser inferior al 90% del número de acciones cotizadas; (ii) El total de accionistas debe estar conformado, como mínimo, por 400 personas; (iii) Las negociaciones se hacen a través de sesiones de negociación, en la que se realiza simultáneamente la oferta y la demanda de títulos.

f) España

Las Bolsas de Madrid y Barcelona cuentan con un Segundo Mercado. El de Barcelona se creó en 1982 y el de Madrid en 1986. El Cuadro A-8 contrasta los requisitos del Segundo Mercado y el Principal. La principal diferencia está en las condiciones de admisión; los costos son equivalentes al 50% del mercado principal, ya que la reglamentación de los dos mercados es la misma.

Adicionalmente se requiere la suscripción de un contrato con una sociedad para facilitar la oferta y demanda de títulos. Mediante este contrato se pone a disposición de la sociedad al menos el 20% del capital. Esta sociedad fija el precio de compra y venta con una diferencia máxima del 10% para acciones y del 3% para obligaciones convertibles o hipotecarias. También se requiere que las empresas presenten, cada seis meses, los estados financieros de los tres últimos ejercicios contables.

g) Argentina

La "Segunda Sección de Cotización" de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires se creó en 1987, teniendo en cuenta la estructura y necesidades de las PYME. Para atraer este tipo de empresas, se redujo la apertura mínima del capital al 5%, con la salvedad de que si se tiene 30 accionistas no se exige un monto de apertura mínimo. Como requisitos que deben cumplir está la presentación de información contable anual y semestralmente.

Cuadro A-8. CONDICIONES DE ADMISION
Bolsa de Barcelona

Criterios	Mercado Oficial	Segundo Mercado
Organización	Admite valores negociados en bolsa por sus miembos	Admite valores negociados en bolsa por sus miembos
Reglamentación	Reglamento de las bolsas de Comercio	Igual
Negociación	Mercado divulgado	Igual
Admisión	Admisión por la cámara Sindical	Condiciones moderadas y procedimientos simplificados
Difusión	Boletín oficial de cotización. Difusión sistema electrónico en tiempo	Bajo la rúbrica de la cotización oficial
Función económica	Para crédito de estado acciones y obligaciones	Mercado de acciones para PYME

Tomado de: Soto (1994).

REFERENCIAS

Abel, A. y O.J. Blanchard (1986): "The Present Value of Profits and Cyclical Movements in Investment", **Econométrica, Vol. 54-2**

Arrau, P. (1993): **Fondos de pensiones y desarrollo del mercado de capitales en Chile: 1980-1993**, Serie Financiamiento del Desarrollo (19), CEPAL/PNUD.

Ayala, U. (1994): La Reforma pensional colombiana, **mimeo**, Mayo.

Beltz, H. (1993): **Ante el Siglo XXI**. Bolsa de Bogotá.

Brealey, R. y S. Myers (1981): **Principios de Finanzas Corporativas**. Mc Graw Hill. Segunda edición.

Caballero, C. (1994): "La Economía y el Mercado Bursátil. Desafíos y Responsabilidades", IX Encuentro Nacional de Comisionistas. Cartagena, octubre.

Calvo, G.A., L. Leiderman y C. Reinhart (1993): Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factors", **IMF Staff Papers**, marzo.

Cárdenas, M. y F. Barrera (1994): "Efectos macroeconómicos de los capitales extranjeros: El caso colombiano", en J.A. Ocampo (ed.) **Los Capitales Extranjeros en las Economías Latinoamericanas**, Fedesarrollo-BID.

Echavarría, J.J. y F. Tenjo (1993): "Inversión, liquidez y fuentes de financiación en la industria colombiana", **Coyuntura Económica**, 23(3).

Edwards, S. (1992): "Flujos de capitales, tasas de interés y tipo de cambio en Colombia", **mimeo**, Bogotá.

Fanelli, J.M. y M. Damill (1994): "Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas: Argentina", en J.A. Ocampo (ed.) **op.cit.**

Fedesarrollo, Analdex y Ministerio de Comercio Exterior (1994): "Plan de Acción Exportador", Documento preparado para el X Congreso Nacional de Exportadores.

Hommes, R. (1989): **La Banca de inversión en Colombia: Hacia un mercado moderno de capitales**. Corporación Financiera del Valle.

Hoshi, T.A, Kashyap y Scharfstein, D (1991): "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups", **Quarterly Journal of Economics**.

Lora, E y F. Sánchez (1993): "Indización de activos financieros en Colombia", en **Indización de activos financieros, Experiencias Latinoamericanas**, CEPAL-Gobierno de Holanda

Lora, E. y D. Polanía (1994): "Una visión macro del sector inmobiliario", Documento presentado al XVI Congreso Nacional de Fedelonjas.

Ocampo, J.A. (1994): **Los Capitales Extranjeros en las Economías Latinoamericanas**, Fedesarrollo-BID.

Olivera, M. (1993): "El costo de uso del capital: una nueva estimación (revisión)", en **Archivos de Macroeconomía**, Unidad de Análisis Macroeconómico, DNP, marzo.

Pagano, M. y Roëll (1990): "Stock Markets", **Economic Policy**, abril.

Perry, G. (1994): Discurso de Instalación, IX Encuentro Nacional de Comisionistas de Bolsa, Cartagena, octubre.

Solimano, A. (1989): "How private investment reacts to changing macroeconomic conditions", **Working Papers**, 212.

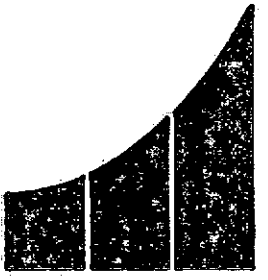
Soto, C.P. (1994): **Cómo hacer asequible el mercado de valores a las pequeñas y medianas empresas?**, Concurso Bolsa de Bogotá.

Steiner, R. (1994): **Afluencia de Capitales y Estabilización en América Latina**, Fedesarrollo-Tercer Mundo.

Steiner, R., R. Suescún y L.F. Melo (1992): "Flujos de capital y expectativas de devaluación", **Coyuntura Económica**, 22(2).

Uribe, A. (1994): Palabras pronunciadas en el IX Encuentro Nacional de Comisionistas, Cartagena, octubre.

Valderrama, M.T. (1990): **Impacto de la reforma tributaria de 1986 sobre la estructura patrimonial de las empresas**, Departamento de Investigaciones del Banco de la República.



FEDESARROLLO

FUNDACION PARA LA EDUCACION SUPERIOR Y EL DESARROLLO

FEDESARROLLO es una entidad colombiana, sin ánimo de lucro dedicada a promover el adelanto científico y cultural y la educación superior, orientándolos hacia el desarrollo económico y social del país.

Para el cumplimiento de sus objetivos, adelantará directamente o con la colaboración de universidades y centros académicos, proyectos de investigación sobre problemas de interés nacional.

Entre los temas de investigación que han sido considerados de alta prioridad están la planeación económica y social, el diseño de una política industrial para Colombia, las implicaciones del crecimiento demográfico, el proceso de integración latinoamericana, el desarrollo urbano y la formulación de una política petrolera para el país.

FEDESARROLLO se propone además crear una conciencia dentro de la comunidad acerca de la necesidad de apoyar a las Universidades colombianas con el fin de elevar su nivel académico y permitirles desempeñar el papel que les corresponde en la modernización de nuestra sociedad.