

**PARTICIPACIÓN DE EMPRESAS DE CARTAGENA DE INDIAS EN EL
MERCADO DE VALORES DE
COLOMBIA**

**ROLANDO DE JESÚS GONZÁLEZ ANAYA
LIBARDO JOSÉ DÍAZ PEÑARANDA**

**Trabajo de Investigación, presentado para optar al título de Profesional en
Finanzas y negocios Internacionales**

Directores del proyecto

**ROLANDO ARIZA
DANIEL TORO**

**UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA DE BOLÍVAR
FACULTAD DE FINANZAS Y NEGOCIOS INTERNACIONALES
CARTAGENA DE INDIAS**

2007

Cartagena de Indias, 1 de Octubre de 2007

Señores,

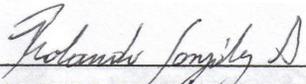
UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA DE BOLÍVAR
Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas

Ref.: *Entrega de trabajo de investigación denominado "Participación de las Empresas de Cartagena de Indias en el Mercado de Valores de Colombia".*

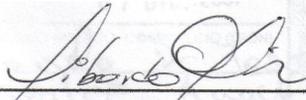
Respetados señores,

Se hace entrega formal del trabajo de investigación titulado "**Participación de las Empresas de Cartagena de Indias en el Mercado de Valores de Colombia**" con el fin de someterlo a revisión por parte del comité de evaluación de la Universidad, como requisito para obtener el título como profesionales.

Cordialmente,



ROLANDO GONZÁLEZ ANAYA
C.C. 7.920.894 de Cartagena



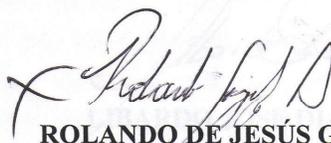
LIBARDO DÍAZ PEÑARANDA
C.C. 73.006.623 de Cartagena



AUTORIZACIÓN

Cartagena de Indias, D. T. C. H.,

Yo **ROLANDO DE JESÚS GONZÁLEZ ANAYA**, identificado con número de cédula 7.920.894 de Cartagena, autorizo a la Universidad Tecnológica de Bolívar para hacer uso de mi trabajo de grado y publicarlo en el catálogo online de la Biblioteca.



ROLANDO DE JESÚS GONZÁLEZ ANAYA

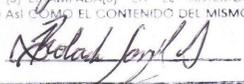
LA SUSCRITA NOTARIA SEPTIMA
DEL CIRCULO DE CARTAGENA
07 DIC. 2007

EN CARTAGENA
ANTE EL SUSCRITO NOTARIO, COMPARECIERON

Rolando De Jesús
González Anaya
cc 7.920.894

De CJUS

Y DIJO (ERON) QUE RECONOCE(N) COMO SUYA (S)
LA(S) FIRMA (S) EMPADA(S) EN EL ANTERIOR
DOCUMENTO ASI COMO EL CONTENIDO DEL MISMO

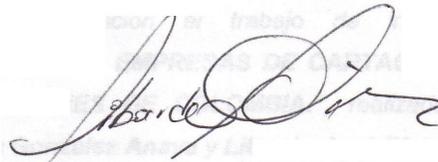
DECLARANTE 



AUTORIZACIÓN

Cartagena de Indias, D. T. C. H.,

Yo **LIBARDO JOSE DIAZ PEÑARANDA**, identificado con número de cédula 73.006.623, autorizo a la Universidad Tecnológica de Bolívar para hacer uso de mi trabajo de grado y publicarlo en el catálogo online de la Biblioteca.



LIBARDO JOSE DIAZ PEÑARANDA



LA SUSCRITA NOTARIA QUINTA DEL CIRCULO DE CARTAGENA	
- 7 DIC. 2007	
EN CARTAGENA	
ANTE EL SUSCRITO NOTARIO, COMPARECIÓ (ERON)	
Libardo Jose	
Diaz Peñaranda	
C.C. 73006623	
Y Dijo (ERON) QUE RECONOCE(N) COMO SUYA (S) LA(S) FIRMA (S) ESTAMPADA(S) EN EL ANTERIOR DOCUMENTO ASÍ COMO EL CONTENIDO DEL MISMO	
DECLARANTE 	

Cartagena de Indias, D.T.y C. 1 de Octubre de 2007

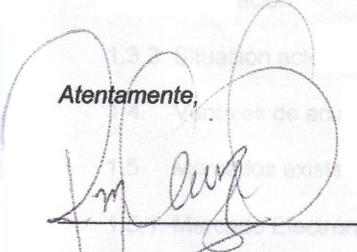
Señores:

COMITE DE EVALUACIÓN
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA DE BOLÍVAR
Ciudad

Apreciados señores:

*Por medio de la presente, en función de directores del proyecto nos permitimos someter a su consideración el trabajo de investigación denominado **"PARTICIPACIÓN DE LAS EMPRESAS DE CARTAGENA DE INDIAS EN EL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA."**, realizada por los estudiantes **Rolando de Jesús González Anaya y Libardo José Díaz Peñaranda**, para optar el título de **PROFESIONAL EN FINANZAS Y NEGOCIOS INTERNACIONALES**.*

Atentamente,



ROLANDO ARIZA
Director del Proyecto



DANIEL TORO
Director del Proyecto

CONTENIDO

	pág.
Introducción	
0. Propuesta de Investigación	04
0.1. Identificación del Problema	04
0.2. Objetivos	07
0.2.1. Objetivo general	07
0.2.2. Objetivos Específicos	07
0.3. Justificación	08
0.4. Antecedentes	09
1. Descripción y antecedentes del Mercado de Valores	10
1.1. Mercado de Valores en el Mundo	11
1.2. Mercado de Valores en Latinoamérica	16
1.3. Mercado de Valores en Colombia	24
1.3.1. Evolución del Mercado	27
1.3.2. Regulación	32
1.3.3. Situación actual del Mercado	35
1.4. Ventajas de acudir al Mercado de Valores	35
1.5. Mercados existentes en Colombia.	40
1.5.1. Mercado Electrónico Colombiano (MEC)	40
1.5.2. Mercado de Renta Variable	41
1.5.3. Operaciones según el plazo de cumplimiento	41

2.	Marco teórico	43
2.1.	La decisión de entrar, permanecer o salir del Mercado de Valores	43
2.1.1.	La gestión de los riesgos	43
2.1.2.	Configuración de estructuras financieras de las empresas	43
2.1.3.	Emisiones en mercados externos	45
2.1.4.	Búsqueda de financiamiento a corto plazo	45
2.1.5.	Desconocimiento del sistema	46
2.2.	Importancia del Gobierno Corporativo	46
2.3.	Asimetría de Información	49
2.4.	Análisis del entorno	50
2.4.1.	Entorno nacional	51
2.4.2.	Entorno internacional	52
2.5.	Ventajas del Plan Colombia Capital	53
3.	Determinantes de la Participación en Cartagena	54
3.1.	Metodología	54
3.2.	Planteamiento de la encuesta	54
3.3.	Formulación metodológica	55
3.4.	Resultados de la encuesta	57
4.	Conclusiones	76
5.	Recomendaciones	80
6.	Bibliografía	82

LISTA DE TABLAS

	pág.
Tabla 1. Correlación IGBC vs. Índices Mundiales	13
Tabla 2. Correlación IGBC vs. Índices de EE.UU.	15
Tabla 3. Valor total de acciones transadas / PIB	19
Tabla 4. Distribución de operaciones bursátiles entre renta fija y renta variable	21
Tabla 5. Correlación IGBC vs. Índices Latinoamericanos	23
Tabla 6. Entorno nacional. Aspecto / Impacto en el mercado colombiano	51
Tabla 7. Entorno internacional. Aspecto / Impacto en el mercado colombiano	52
Tabla 8. Empresas alguna vez inscritas	55
Tabla 9. Empresas muestreadas	56
Tabla 10. Ejercicio de simulación: financiación propia vs. endeudamiento	60
Tabla 11. Ejercicio de simulación: TIR según modalidad de financiación	70

LISTA DE GRÁFICAS

	pág.
Gráfica 1. Crecimiento relativo del IGBC vs. índices mundiales	12
Gráfica 2. Crecimiento relativo del IGBC vs. índices de EE.UU.	15
Gráfica 3. Capitalización del Mercado / PIB	18
Gráfica 4. Promedio anual de la capitalización de mercado 1990-2001	18
Gráfica 5. Emisiones de acciones anunciadas	19
Gráfica 6. Distribución de transacciones por tipo de instrumento (1996-2000)	20
Gráfica 7. Crecimiento relativo del IGBC vs. Índices latinoamericanos	23
Gráfica 8. Profundidad del Mercado de Valores 1989-1996	29
Gráfica 9. Escenarios de negociación 1997-2004	30
Gráfica 10. Evolución del índice IGBC	32
Gráfica 11. Preferencia de financiación de empresas que alguna vez emitieron (2007)	57
Gráfica 12. Preferencia de financiación de empresas de la muestra (2007)	58
Gráfica 13. ¿Ha emitido bonos y/o acciones? (empresas inscritas)	62
Gráfica 14. Razones por las cuales no ha emitido acciones (2007) (Empresas inscritas)	64
Gráfica 15. Razones por las cuales no ha emitido acciones (2007) (Empresas de la muestra)	64
Gráfica 16. Razones por las cuales no ha emitido bonos (2007) (Empresas inscritas)	67
Gráfica 17. Razones por las cuales no ha emitido bonos (2007) (Empresas de la muestra)	67

Gráfica 18. Razones por las cuales dejó de emitir bonos (2007) (Empresas inscritas)	72
Gráfica 19. Interés en financiarse empleando el Mercado de Valores (Empresas inscritas)	73
Gráfica 20. Interés en financiarse empleando el Mercado de Valores (Empresas de la muestra)	74
Gráfica 21. Condición por la cual acudiría al Mercado de Valores (Empresas de la muestra)	75

INTRODUCCIÓN

El mercado de capitales es el conjunto de mecanismos a disposición de una economía para cumplir la función básica de asignación y distribución, en el tiempo y en el espacio, de los recursos de capital, los riesgos, el control y la información asociados con el proceso de transferencia del ahorro a la inversión.¹

Los mercados de capitales intermediados y no intermediados coexisten en la mayoría de los países del mundo aunque, dependiendo del caso, generalmente uno se desarrolla más que el otro. De acuerdo con Juan Pablo Trujillo (1995),² Alemania es un ejemplo de mayor desarrollo relativo del mercado bancario, mientras que Estados Unidos y el Reino Unido han tenido un mercado no intermediado más dinámico (sin desconocer el papel de las instituciones financieras). Colombia ha optado por un modelo más inclinado hacia el esquema alemán³. Dicho esquema está estructurado alrededor de pocas instituciones bancarias multipropósito, mientras que su mercado no intermediado es de escasa profundidad y poco competitivo frente al intermediado. Por su parte el sistema anglosajón basado en instrumentos, se encuentra en el otro extremo del espectro. Cada estructura posee ventajas y desventajas, y cada una corresponde a circunstancias particulares de cada país. Más aún, en términos generales se puede observar a nivel mundial una tendencia hacia la complementación de los dos sistemas más que su sustitución.

¹ Misión de Estudios del Mercado de Capitales, Informe Final, Santa Fe de Bogotá, mayo de 1996, Ministerio de Hacienda, Banco Mundial, Fedesarrollo, Capítulo I, Aspectos Conceptuales.

² *Ibíd.*, Capítulo I, Modelos de Mercado de Capitales.

³ *Ibíd.*

Diversos estudios revelan que en los países desarrollados los recursos internos son la principal fuente con las que las empresas financian sus planes de inversión. En cuanto a las fuentes externas o transferencias por el mercado de capitales, los créditos bancarios dominan a la financiación por medio de acciones y bonos.⁴

Las empresas privadas son demandantes importantes de recursos financieros debido a sus requerimientos de inversión. Sin embargo, las empresas colombianas se han caracterizado por una baja utilización del mercado de capitales no bancario como mecanismo de financiación, siendo su principal fuente de recursos el endeudamiento con el sistema bancario.⁵

La alta concentración de la propiedad de las empresas y la reticencia de los empresarios a ofrecer al público nuevas emisiones de acciones, por el temor a perder el control o a sufrir interferencia en el manejo de la empresa, son los factores que más limitan el desarrollo del mercado accionario privado.⁶

Por otra parte, son varios los elementos que desestimulan el uso de la emisión de bonos como fuente de financiación, entre los cuales se destacan: el exceso de trámites, el hacer pública la información de la empresa y la falta de sustituibilidad entre los diferentes tipos de productos.⁷

Las empresas de la ciudad de Cartagena de Indias parecen no haber estado muy ajenas a la situación general, lo cual se deduce por el reducido porcentaje que representan dentro del total de empresas alguna vez inscritas en el Registro de la Bolsa de Valores de Colombia, 1.22%. Para el año 2004 se hallaban inscritas

⁴ *Ibíd.*

⁵ *Ibíd.*, Capítulo IV, Tendencias Generales.

⁶ *Ibíd.*, Acciones.

⁷ *Ibíd.*, Bonos.

alrededor de 739 empresas a nivel nacional, de las cuales no más de 9 eran cartageneras y sólo 5 de ellas aún se encuentran activas en el mercado.

Con la presente investigación se pretende hacer una exploración acerca de factores que influyen en las decisiones de algunas empresas de la ciudad de Cartagena de Indias en hacer parte activa del mercado de valores del país, a través de estudios realizados por medio de encuestas y el uso de otras fuentes.

En el primer capítulo se hace una descripción del Mercado de Valores y se analizan sus antecedentes de manera global, se hablará de bolsas importantes a nivel mundial y de las Latinoamericanas con el fin de realizar un comparativo en relación al desarrollo de la Bolsa de Valores de Colombia; de la cual se destacará su evolución, regulación y posición relativa. En el segundo capítulo se analizan los elementos que inciden en la decisión de algunas empresas de entrar, permanecer o salir del mercado de valores; tales como el riesgo, la estructura financiera, tipo de financiamiento o el mismo desconocimiento del sistema, así como el análisis del entorno nacional e internacional. En el tercero se apreciarán comportamientos de la participación de ciertas empresas de la ciudad de Cartagena de Indias arrojados como resultados de encuestas. En el cuarto y último se plasmarán las conclusiones y recomendaciones.

0. PROPUESTA DE INVESTIGACIÓN

0.1. IDENTIFICACIÓN DEL PROBLEMA

El surgimiento del mercado de capitales en el país se remonta al año 1901, en el cual "un núcleo de empresarios antioqueños quiso formalizar una práctica de intercambio de oro y valores al igual que noticias y comentarios, para lo cual constituyeron la Bolsa Popular de Medellín"⁸ Este establecimiento no alcanzó éxito, por lo cual desapareció prontamente.

Desórdenes de aquella época contribuyeron al fracaso de los primeros intentos por consolidar un mercado de valores, señala William Mc. Greevery⁹, "Las oportunidades para un progreso económico se mejorarían considerablemente después de 1902 al terminar el conflicto y todos los disturbios conocidos como La Guerra los Mil Días". Entre 1905 y 1921, como producto de una expansión industrial acelerada se dio un progreso económico, lo cual más tarde daría un soporte suficiente a la institucionalización del mercado valores en el país.

En 1923 ocurrió el hecho más importante de los primeros años del desarrollo del mercado de capitales; la creación de instituciones económicas con asesoría de un grupo de expertos norteamericanos orientados por Edwin Kemmerer, a fin de organizar y modernizar el Sistema Financiero colombiano¹⁰.

⁸ Bolsa de Bogotá. *Sesenta años de la bolsa*, 1989, pág. 13

⁹ *Ibíd.*, Pág. 14.

¹⁰ La esencia de esta misión se conserva en la actualidad.

El importante desarrollo del mercado de acciones y otros títulos valores "llevó a que algunos ciudadanos vinculados con el mercado pensarán en la creación de una Bolsa Valores, dando vida a un organismo adecuado para la transacción controlada y pública de los valores que empezaban a representar las nuevas expresiones de la riqueza nacional"¹¹. Es así como en 1929 tendría lugar la creación de la Bolsa de Valores de Bogotá, en 1961 la Bolsa de Medellín y en 1982 la Bolsa de Occidente¹².

Actualmente sólo existe la Bolsa Valores de Colombia S.A. y dentro de ella se encuentran; el Mercado Electrónico Colombiano (papeles de renta fija), el de renta variable (acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones) y el de las operaciones a plazo con cumplimiento financiero.

El mercado bursátil en Colombia presentó en su volumen de títulos negociados (profundidad del mercado) un fuerte crecimiento real en los primeros años de la década de los noventa, mientras que en la segunda mitad se presentó una desaceleración en el ritmo de aumento. Tal situación coincidió con el establecimiento por parte de las entidades financieras, a partir de 1994, de importantes mesas de dinero que les otorgaron la capacidad de intermediar directamente las negociaciones de títulos¹³.

Existe amplia evidencia a nivel internacional que sugiere que la inversión es el principal motor del crecimiento económico. Sólo aquellos países que registran

¹¹ Op.citp.Bolsa de Bogotá, pág. 15

¹² Estas tres entraron en proceso de liquidación en septiembre de 2001, y dieron paso a la integración de la actual BVC.

¹³ Superintendencia de Valores, página Web, vía Internet, www.supervalores.gov.co, Informe económico mensual. Profundidad del Mercado de Valores en Colombia.

tasas elevadas de formación de capital son capaces de tener una economía dinámica en crecimiento¹⁴.

El mercado de valores colombiano continúa presentando indicadores deficientes de profundidad, liquidez, rotación, capitalización¹⁵ y empresas inscritas a cotización. A esto se suman índices de concentración de las negociaciones en muy pocos papeles, así como escasa oferta de productos, tanto de renta variable como fija, que atiendan a las necesidades de financiamiento de la economía¹⁶.

En lo que atañe al mercado de acciones, la situación muestra, además de un bajo crecimiento del mercado (aunque en teoría la situación tributaria es favorable), una excesiva concentración de la propiedad familiar (que la muestra como la de mayor control sobre las decisiones de la corporación). Esto se suma a la existencia de pocos emisores inscritos, bajos estándares de profesionalización, control interno y conducta de los agentes¹⁷ y la deficiente calidad en la revelación de información al público¹⁸, la cual: “desestimula la confianza de los inversores en los mercados de capital, y por consiguiente, disminuye la liquidez y la eficiencia del mercado”.

Otra serie de importantes elementos inciden en las decisiones de las empresas de pertenecer, permanecer o abandonar el Mercado de Valores, tales como; la gestión de los riesgos, configuración de estructuras financieras de las empresas, emisiones en mercados externos, búsqueda de financiamiento a corto plazo, y bajo cumplimiento de buenas prácticas de gobierno corporativo.

¹⁴ Misión de Estudios del Mercado de Capitales, Informe final, mayo de 1996, Ministerio de Hacienda – Banco Mundial – Fedesarrollo, pág. 10.

¹⁵ Valor total de una canasta de acciones calculado en términos de sus precios de cierre.

¹⁶ Op.citp. Superintendencia de Valores, plan estratégico 2003-2008, diagnóstico del Mercado de Valores de Colombia.

¹⁷ *Ibíd.*

¹⁸ Asimetría de información.

Cartagena de Indias por su parte ha mostrado un reducido volumen de empresas que alguna vez han estado inscritas en Bolsa, el cual representa el 1.22% con respecto a 739 del total nacional que también lo han estado. Sólo un poco más de la mitad de dicho porcentaje aun se encuentran cotizando. Tal situación se puede considerar preocupante si se tiene en cuenta que importantes estudios revelan que en la ciudad existen 112 empresas que poseen las condiciones suficientes para poder participar en el Mercado Público de Valores de país.

0.2. OBJETIVOS

0.2.1. Objetivo general. Indagar cuáles son los factores que han incidido en las decisiones de algunas empresas de la ciudad de Cartagena de Indias de entrar, permanecer o salir del Mercado de Valores de Colombia.

0.2.2. Objetivos específicos. Describir el desarrollo del Mercado de Valores en Colombia.

Hacer un comparativo sobre el desarrollo de la Bolsa de Valores de Colombia con respecto a otras bolsas de Latinoamérica.

Resaltar el papel del Gobierno en el fomento del Mercado de Valores.

Explorar cuáles son los factores que inciden en las decisiones de algunas empresas de participar en Mercado de Valores.

Tomar casos de empresas de la ciudad, que han participado en el Mercado y analizar en términos generales los resultados de esta participación.

Examinar posibles causas de empresas de Cartagena por las cuales deciden su participación respecto al Mercado de Valores.

0.3. JUSTIFICACIÓN

Dada la importancia que reviste el desarrollo del Mercado de Valores para el crecimiento de la economía, el presente estudio tiene repercusión práctica sobre este último en la medida en que se logre incentivar la participación de las empresas en dicho mercado. Se pretende analizar los principales beneficios que conlleva para una empresa financiarse a través del Mercado de Valores, ya que la inscripción y emisión en la Bolsa los implica; entre las cuales se destaca el mejoramiento de la imagen pública de la empresa, mayor liquidez, mejor programación del financiamiento acorde a lo requerido, acceso a importantes montos de financiamiento, financiamiento a plazos más largos que los de la banca y financiamiento a menores costos.

Todo ello permite el incremento de la productividad de la empresa y por lo tanto mejora su posición dentro de la industria en que se desenvuelva. Es decir, que las empresas motivadas por estas importantes ventajas, si deciden aumentar su participación en el Mercado de Valores, propiciarán el desarrollo de éste, el suyo y el del país en sí.

El presente estudio se centra en la investigación de por qué ciertas empresas de Cartagena que teniendo las condiciones favorables en cuanto a estructura y coyuntura no han participado significativamente del Mercado de Valores como alternativa de financiación, así mismo como en el análisis del por qué algunas de las que han cotizado se han retirado.

0.4. ANTECEDENTES

Tras una búsqueda exhaustiva de información bibliográfica en las bases de datos de diversas universidades y entidades públicas, no se encontró documentos que contuviesen información específica en relación a la participación de las empresas de Cartagena de Indias en el Mercado de Valores del país.

1. DESCRIPCIÓN Y ANTECEDENTES DEL MERCADO DE VALORES

Los mercados en los que existe una mezcla de instituciones, actividades y mecanismos a través de los cuales se contactan compradores y vendedores para negociar valores existen desde la antigüedad. “En Atenas existía lo que se conocía como *emporion* y en Roma existía el *collegium mercatorum* en el que los comerciantes se reunían de modo periódico a una hora fija”¹⁹.

Diversos historiadores económicos presumen que los intercambios de bienes en esos mercados se realizaban a través de "billetes de intercambio", con los que se acudía luego un banco para cambiarlos por dinero real, los cuales eran de aceptación más general. Se dice entonces, que esa figura representativa de los billetes de intercambio propició el surgimiento de los bonos y acciones.

El origen y la adjudicación de la palabra bolsa a los mercados se dice que provienen del latín *Bursa*, que significa bolsa de piel, donde cabía de todo y como en los mercados se negociaba de todo, se optó por llamarles "bolsas"²⁰.

Así mismo, otra versión de los historiadores indica que la palabra se tomó del nombre de una célebre familia de comerciantes que vivía en Brujas, en el siglo XV: la familia Van der Buerse, cuyo escudo de armas tenía pintadas tres bolsas de piel. En las bocas de éstas se notaba la aglomeración de aquellos quienes tuvieran negocios que celebrar, tenían que acudir a su casa, a la "*bourse*"²¹.

¹⁹ Biblioteca de Consulta Microsoft ® Encarta ® 2005. © 1993-2004 Microsoft Corporation.

²⁰ Las definiciones expuestas en este numeral están basadas en estudios encontrados en el capítulo Mercado de Valores: oxígeno para la economía, del libro "Para Entender la Bolsa", de Arturo Rueda, Editorial: Thomson Learning, Pág. 29.

²¹ *Ibíd.*

En todo caso, es la palabra bolsa la que se emplea en español para definir por lo general a este mercado: Bolsa de Brujas, Bolsa de Amberes, Bolsa de Nueva York (NYSE), Bolsa de Londres (LSE), Bolsa de Tokio, Bolsa de Madrid, Bolsa Mexicana de Valores, Bolsa de París, Bolsa de Valores de Francfort, Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

1.1. EL MERCADO DE VALORES EN EL MUNDO

En el mercado global se realizan virtualmente todo tipo de operaciones, tanto en el ámbito nacional como internacional y se caracteriza por su elevado grado de liquidez y por la ausencia de trabas para el libre flujo de capitales. Como resultado de la creciente globalización en dichos mercados, se incrementó la eficiencia al reducirse los costos de intermediación, al tiempo que se observa un incremento en las alternativas de protección contra riesgos relacionados con el tipo de cambio, la tasa de interés y la volatilidad en el precio de los valores²².

En orden de mayor participación las bolsas New York Stock Exchange, Tokyo Stock Exchange, Nasdaq y London Stock Exchange representan hoy día el 60% de la capitalización bursátil mundial²³. Las bolsas de los Estados Unidos, y principalmente la New York Stock Exchange, ejercen no sólo un liderazgo económico, sino político, pues, junto con la Comisión de Valores de los EEUU (la SEC, *Securities and Exchange Commission*) han sido una fuente de innovación constante en lo que se refiere a reglamentos para protección del inversor y transparencia en las transacciones²⁴.

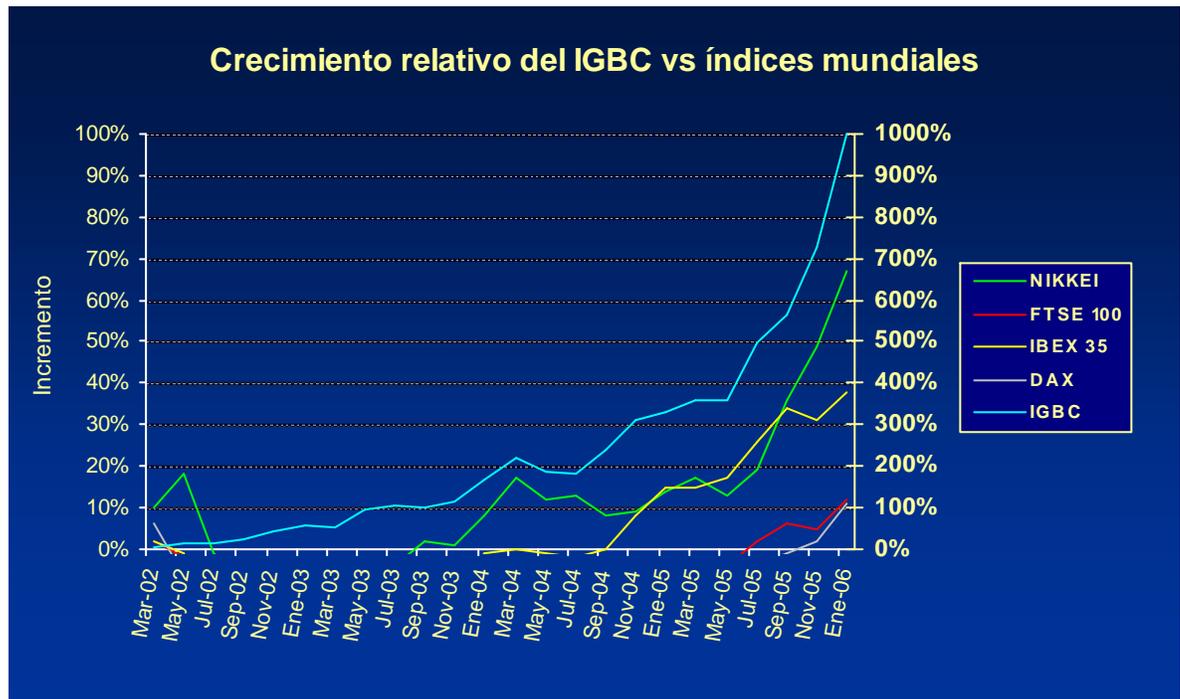
²² Documento denominado La Globalización de los Mercados Financieros, RONALD SOLANO.

²³ Carta Financiera ANIF N° 136 noviembre 2006 – febrero 2007, Pág. 8.

²⁴ Página Web, vía INTERNET, www.ieev.uma.es/ecoapl/docencia, El Mercado de Capitales o Bolsa, Otras bolsas en el mundo.

Al comparar el mercado colombiano con los grandes mercados mundiales se presenta una gran diferencia, ya que éstos se encuentran muy desarrollados en términos de capitalización, profundidad y volúmenes transados. Si embargo, en los últimos cuatro años el Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) ha demostrado un importante crecimiento relativo en sus niveles, tanto así que entre enero de 2002 al mismo mes de 2006 alcanzó un 998% de crecimiento, superando índices como el NIKKEI (Bolsa de Tokio 🇯🇵) con 67%, al IBEX 35 (Bolsa de Madrid 🇪🇸) con 38%, al FTSE 100 (Bolsa de Londres 🇬🇧) con 12% y al XETRA DAX (Bolsa de Frankfurt 🇩🇪) con 11% de crecimiento²⁵ (gráfica 1).

Gráfica: 1



Fuente: Datos tomados del documento CONVENIO COLOMBIA CAPITAL Y GOBIERNO CORPORATIVO y de la página WEB yahoo.finances.com.

²⁵ Las cifras de los índices que a sus debidas fechas aquí se consignan han sido tomadas de la página WEB yahoo.finances.com. Con ellos se calcularon los porcentajes mencionados.

En niveles de crecimiento relativo respecto a los anteriores índices mundiales se presenta mayor correlación del IGBC con los índices NIKKEI e IBEX 35 en 88%, siguiendo en orden el índice FTSE 100 con 75% y XETRA DAX con 68%. (tabla 1)

Tabla: 1

Correlación IGBC vs. Índices Mundiales					
ÍNDICE	IGBC	NIKKEI	FTSE 100	IBEX 35	DAX
IGBC	1,00	0,88	0,75	0,88	0,68
NIKKEI	0,88	1,00	0,88	0,89	0,87
FTSE 100	0,75	0,88	1,00	0,93	0,98
IBEX 35	0,88	0,89	0,93	1,00	0,89
DAX	0,68	0,87	0,98	0,89	1,00

Fuente: Datos tomados del documento CONVENIO COLOMBIA CAPITAL Y GOBIERNO CORPORATIVO y de la página WEB yahoo.finances.com.

La Bolsa de Nueva York, New York Stock Exchange (NYSE), es la mayor de las bolsas de los Estados Unidos. Cotizan en el NYSE unas 2800 empresas, siendo 470 de ellas no estadounidenses²⁶. Pero al contrario de lo que mucha gente piensa, ni Microsoft ni Intel ni otras tecnológicas cotizan en este mercado.

El American Stock Exchange (ASE) era el segundo mercado de Nueva York y el primer mercado de opciones sobre acciones del mundo²⁷. Debe su origen a los elevados requisitos de admisión del NYSE. En Noviembre de 1.998 el NASDAQ absorbió al ASE. Hoy el mercado combinado NASDAQ-ASE es el mayor de los EE.UU. en términos de volumen de contratación y el segundo después del NYSE en capitalización bursátil. El NASDAQ, (Nasdaq Automatic Quote System) es el mercado informatizado americano que opera a través de una red informática que une a 479 Sociedades de Valores que operan en toda la geografía de los EE.UU. y que pertenecen al NASD (National Association of Securities Dealers).

²⁶ Ibíd.

²⁷ Ibíd.

El tercer mercado en importancia de los EE.UU. es el "Over The Counter Market" u OTC Market²⁸. Esta expresión, que significa aproximadamente "mercado informal", refleja el hecho que los emisores no han tenido que satisfacer ningún requisito especial de admisión para que las acciones coticen en ese mercado. Por supuesto que para ofrecer sus valores al público los emisores tienen que presentar un folleto de emisión al SEC, pero una vez autorizada la oferta pública pueden pasar a cotizar en el mercado OTC, sin mas preámbulo.

Existen por último media docena más de bolsas regionales, tales como el Pacific Stock Exchange (PSE) de Los Angeles, el Philadelphia Stock Exchange etc., pero el volumen de contratación de estas bolsas es muy inferior al de las tres principales y poco a poco el NASDAQ va absorbiendo la negociación de estos mercados regionales²⁹.

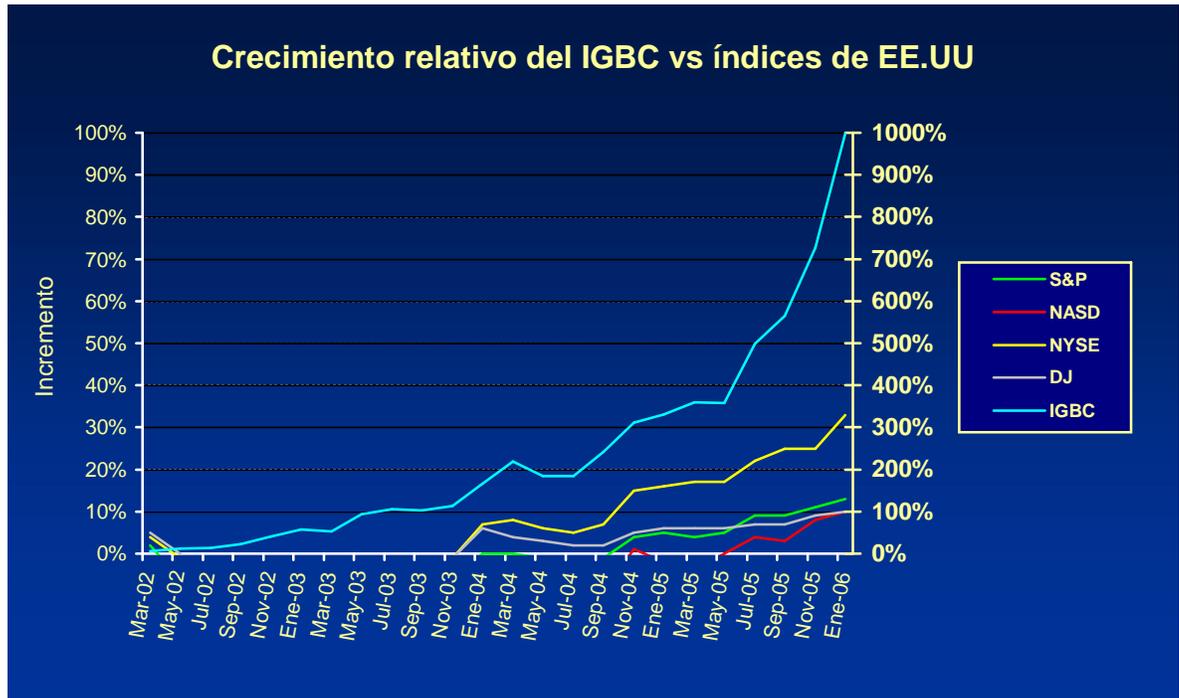
Estados Unidos agrupa los principales mercados accionarios del mundo y a 2005 acaparaba el 47% de la capitalización bursátil, donde sólo El New York Stock Exchange (NYSE) tenía un 32% de representatividad³⁰. Una comparación del IGBC con los índices de las bolsas norteamericanas sería ampliamente asimétrica, pero vale la pena resaltar que éste ha estado por encima de ellos en cuestión de crecimiento relativo entre principios de 2002 y de 2006 (gráfica 2), cuando por ejemplo el NYSE COMPOSITE, Standar & Poors, NASDAQ y Dow Jones lograron el 33%, 13%, 10% y 10% respectivamente, frente al 998% del IGBC.

²⁸ Ibid.

²⁹ Ibid.

³⁰ Op.Citp. Carta Financiera ANIF N° 136.

Gráfica: 2



Fuente: Datos tomados del documento CONVENIO COLOMBIA CAPITAL Y GOBIERNO CORPORATIVO y de la página WEB yahoo.finances.com.

La mayor correlación del IGBC con los índices de Estados Unidos en niveles de crecimiento relativo se presenta con el índice NYSE en 85%, seguido de ESTÁNDAR & POORS, NASDAQ y DOW JONES con 77%, 76% y 65% respectivamente. (tabla 2)

Tabla: 2

Correlación IGBC vs. Índices de EE.UU					
ÍNDICE	IGBC	S&P	NASD	NYSE	DJ
IGBC	1,00	0,77	0,76	0,85	0,65
S&P	0,77	1,00	0,97	0,99	0,98
NASD	0,76	0,97	1,00	0,95	0,96
NYSE	0,85	0,99	0,95	1,00	0,94
DJ	0,65	0,98	0,96	0,94	1,00

Fuente: Datos tomados del documento CONVENIO COLOMBIA CAPITAL Y GOBIERNO CORPORATIVO y de la página WEB yahoo.finances.com.

1.2. EL MERCADO DE VALORES EN LATINOAMERICA

En América Latina la participación de los mercados de valores en la economía asciende a 50% del PIB, mientras que en los países asiáticos alcanza una cifra superior a 90%.³¹ En efecto, las economías asiáticas³² manifiestan una notable ventaja en cuanto a la participación del mercado de valores en el financiamiento de la economía.

El volumen de las transacciones en las economías emergentes mostró un importante desempeño en la década de los ochenta así como el valor de capitalización³³. Esta expansión en el volumen de transacciones fue muy superior a la observada en los mercados mundiales agregados en el periodo, con una relación de casi 8 a 1 veces por año a favor de los mercados emergentes. De la misma manera, el valor de la capitalización en los mercados emergentes aumentó 1.5 veces por año, mientras que en el mercado mundial aumentó en promedio 0.6 veces anualmente.

No obstante, la tendencia descrita se revirtió en la década de los noventa (1992-1998) pues el volumen de las transacciones aumentó 0.5 veces por año en promedio, en tanto que el valor de la capitalización se expandió 0.3 veces. Estas cifras contrastan con las observadas a nivel mundial que ascendieron a 0.8 y 0.4 veces en promedio por año, respectivamente.

³¹ Inter-American Development Bank (July, 1995), Capital Market Development in Latin America and the Caribbean. A Strategy Proposal.

³² China, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia.

³³ Ahorro Interno y Mercado de Capitales, Xavier Arcos – Emilio Uquillas, DESARROLLO DE LOS MERCADOS DE VALORES, Situación actual y desempeño del mercado de valores latinoamericano, Volumen de transacciones, Pág. 104.

Esta reducción observada en el volumen de transacciones en el mercado de valores, obedeció, en primer lugar, a que grandes empresas que transaron en los mercados emergentes se “deslistaron” de sus mercados de origen buscando otros de mayor profundidad, fenómeno que continua hasta la actualidad³⁴. Por ejemplo, el número de empresas listadas en la Bolsa de Buenos Aires disminuyó de 204 en 1989 a 121 en 2000, en México número de empresas listadas disminuyó en un 5.9% entre 1994 y 1998, y en Sao Paulo disminuyó un 8.5% en el mismo periodo³⁵. Por otro lado, el valor de transacciones de acciones de empresas de Latinoamérica en las bolsas de los Estados Unidos aumentó considerablemente³⁶. Por su parte, el deslistamiento no es solamente atribuible a la falta de dinamia de los mercados de valores, sino por el interés de las empresas por listar en bolsas de los mercados desarrollados, por el impacto que tiene en el valor de la firma³⁷.

La evolución de la capitalización del mercado de valores con relación al PIB³⁸ (valor de mercado de las acciones emitidas por compañías domésticas/PIB) muestra que la fortaleza del mercado mundial se encuentra en los países más desarrollados (gráfica 3). América Latina en esta medición no muestra un rol determinante de los mercados de valores como fuente de financiamiento del sector real de las economías. En el Área Andina la tendencia es decreciente, y Colombia muestra un valor promedio entre los años 1990 y 2001 del 13.7%.

Sin embargo, para Colombia el incremento de la capitalización ha sido importante si se tiene en cuenta las cifras reflejadas en la tasa de crecimiento promedio anual 1990 a 2001³⁹, (gráfica 4) donde se observa con un 22.5% superior a Estados Unidos con 14.7% y al total mundial con 10.4%.

³⁴ Ibid. Empresas listadas en bolsa, Pág. 104 y 105.

³⁵ Ibid.

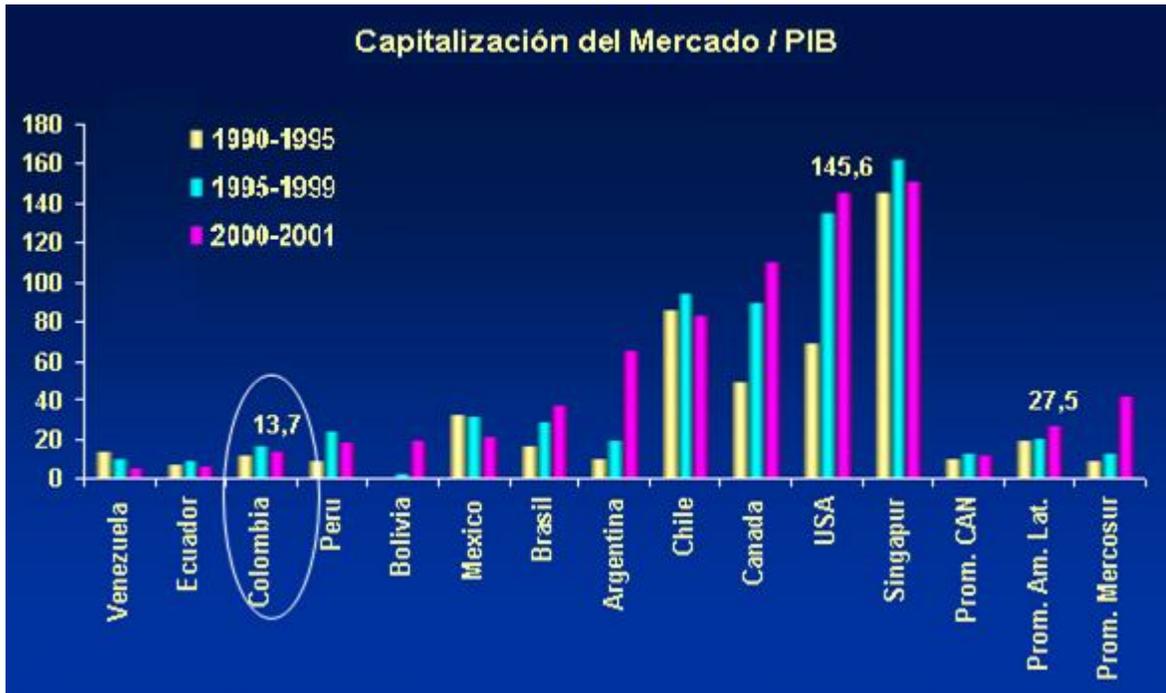
³⁶ Ibid.

³⁷ Doidge Craig, Karolyi G. Andrew, Stulz René M. (October 2001).

³⁸ Federación Internacional de Bolsas de Valores, 2001, Reporte Estadístico.

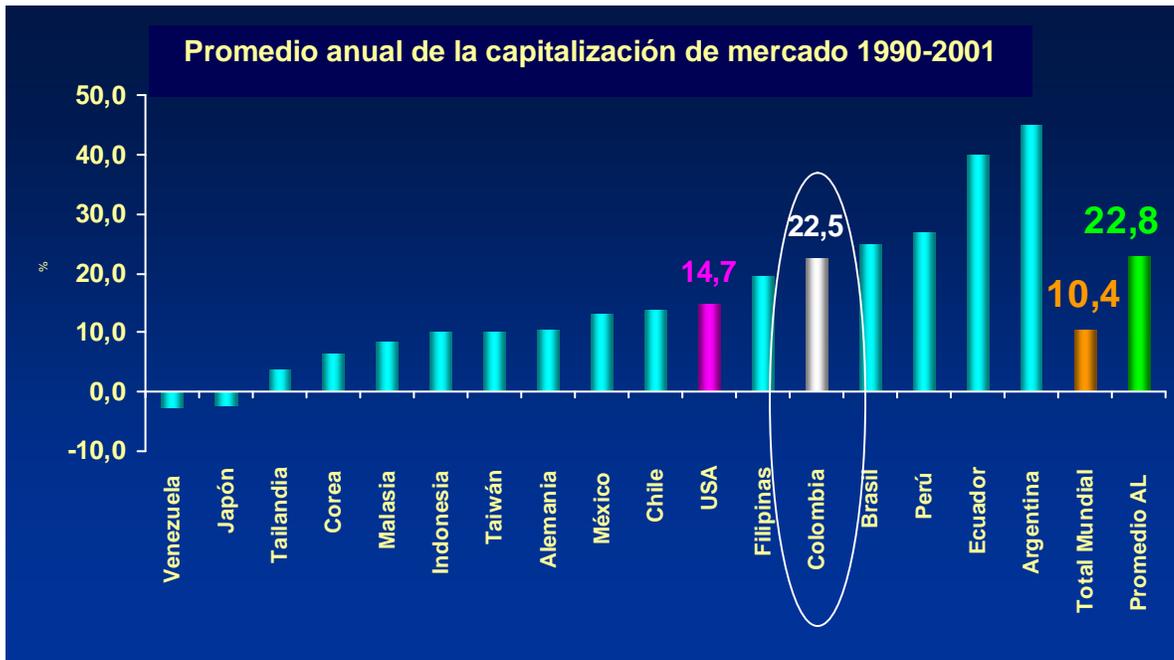
³⁹ La Competitividad de la Empresa y su Estructura de Capital: El Caso Colombiano, Mauricio Cárdenas, FEDESARROLLO. Inalde Universidad de la Sabana, Junio 8 de 2004.

Gráfica: 3



Fuente: Cálculos de Fedesarrollo con base en Banco Mundial 2003

Gráfica 4:



Fuente: S&P Emerging Stock Markets Factbook (2002), cálculos propios

El criterio de valor total de acciones transadas con relación al PIB⁴⁰ revela que la inversión privada en los países de América Latina no considera al mercado de valores como fuente alternativa de financiamiento, al menos en la magnitud de las economías asiáticas⁴¹. (tabla 3) En 2003, según estudios del Banco Mundial el volumen promedio de acciones transadas como porcentaje del PIB para América Latina es de 6.0% en tanto que para Colombia es

Gráfica: 5

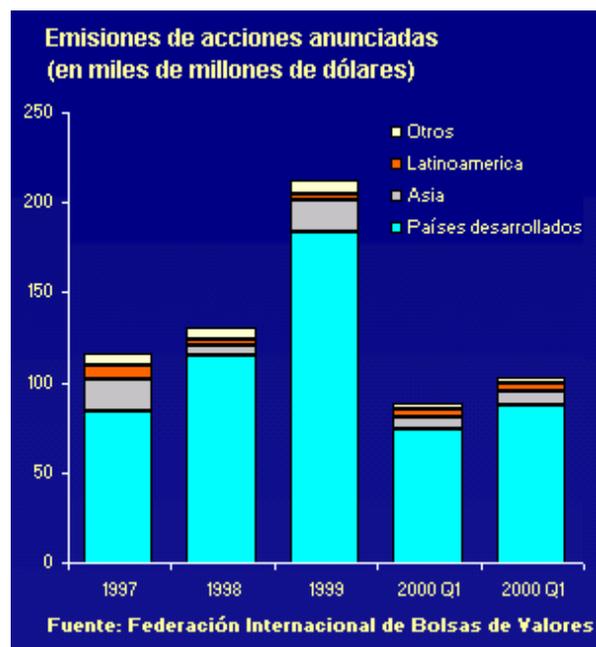


Tabla: 3

Valor total de acciones transadas / PIB											
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Lati América	1.8%	4.7%	6.6%	11.2%	19.4%	11.7%	7.9%	9.8%	6.7%	5.7%	5.7%
Argentina	0.5%	2.4%	6.9%	21%	43.8%	12.3%	11.5%	13.1%	8.7%	4.2%	3.4%
Brasil	1.3%	3.0%	5.9%	8.2%	15%	9.5%	15%	27%	22.4%	16%	18%
Colombia							2.1%	2.5%	2.1%	1.5%	1.3%
Ecuador							0.7%	1.0%	0.7%	0.8%	0.1%
México	4.6%	12.5%	14.1%	15.8%	20.5%	12.2%	13.1%	13.7%	7.4%	7.3%	7.9%
Perú	0.35%	0.38%	1.1%	4.8%	6.9%	7.1%	6.8%	7.2%	5.3%	5.2%	4.7%
Chile	2.5%	5.4%	4.9%	6.3%	10.5%	17.5%	12.3%	9.8%	6.0%	10.1%	8.6%
Venezuela							2.0%	4.3%	1.6%	0.9%	1.8%
Asia	20.8%	20.1%	36.9%	81.9%	69.1%	39.5%	65.3%	84.5%	42.5%	74.7%	75.1%
China	46.3%	44.8%	78.1%	114%	96.3%	68.8%	108%	265%	127%	145%	231%
Indonesia	3.4%	2.3%	2.8%	5.7%	6.7%	7.1%	14.2%	19.7%	11.1%	12.2%	9.8%
Corea	30%	28.8%	37%	61.3%	71.2%	38%	34.1%	35.8%	45.7%	180%	121%
Malasia	24.2%	21.8%	33.4%	222%	162%	68%	177%	145%	37%	53.8%	59%
Filipinas	2.6%	3.1%	5.7%	18%	21.7%	19.7%	30.8%	24.7%	15.5%	26%	11.3%
Tailandia	18.4%	20%	64.7%	71%	56.7%	35.2%	28%	16.2%	18.7%	30.5%	17.3%

Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales Bloomberg

⁴⁰ Criterio útil para evaluar la presencia de los mercados de valores en la economía de un país.

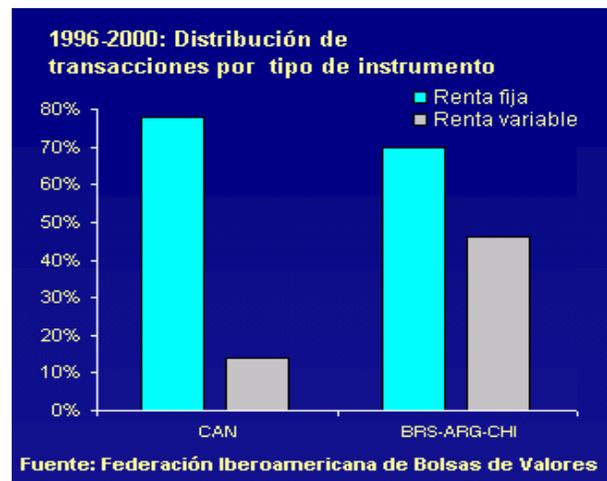
⁴¹ Op.citp. Ahorro Interno y Mercado de Capitales, Emisión de acciones, Pág. 106 y 107.

del 0.5%. Por su parte las emisiones anunciadas de acciones (gráfica 5) tienden a ser muy reducidas en dicha región, comparadas con otras en el mundo. Ello evidencia el bajo grado de desarrollo del mercado latinoamericano, lo cual ha contribuido al debilitamiento de esta fuente de recursos sustituyéndola con el endeudamiento bancario internacional⁴².

Es importante evaluar La calidad de la intermediación a través del mercado de valores mediante el análisis de la desconcentración de negocios entre varios tipos de títulos⁴³. En los países de América Latina la negociación de títulos de renta fija ha constituido una característica generalizada, que ha alcanzado el 64% del total, sin embargo, en Brasil y en México, casi un 90% de las transacciones han sido efectuadas en títulos de renta variable⁴⁴.

A nivel de los países de la Comunidad Andina, la participación de títulos de renta fija supera el promedio de América Latina (gráfica 6), pues el valor negociado bajo este concepto alcanza un 78% del total⁴⁵. Colombia por su parte muestra en el periodo comprendido entre 1996 y 2000, un promedio del 94% de operación bursátil de renta fija (tabla 4).

Gráfica: 6



⁴² Ibíd. Pág. 107.

⁴³ Op.citp. Ahorro Interno y Mercado de Capitales, Importancia de mercado de valores, Pág. 108.

⁴⁴ Ibíd.

⁴⁵ Ibíd. Pág. 109.

Tabla: 4

Distribución de operaciones bursátiles entre renta fija y renta variable										
	1996	1996	1997	1997	1998	1998	1999	1999	2000	2000
	R.Fija	R.Var								
Bolivia	15%	0%	7%	0%	4%	0%	3%	0%	16%	2%
Colombia	94%	6%	92%	8%	94%	6%	95%	5%	96%	4%
Ecuador	97%	3%	96%	4%	97%	3%	99%	1%	99%	1%
Perú	40%	46%	23%	35%	0%	58%	30%	59%	20%	70%
Venezuela	63%	37%	33%	67%	51%	49%	36%	64%	10%	90%
Argentina	79%	19%	61%	34%	54%	39%	67%	23%	63%	21%
Brasil	0%	88%	0%	88%	0%	86%	0%	87%	25%	65%
Chile	91%	4%	89%	3%	82%	1%	76%	3%	76%	3%
México	6%	91%	2%	94%	3%	91%	1%	98%	1%	99%

Fuente: Federación Iberoamericana de Valores – Superintendencia Valores y Seguros de Bolivia.

Los volúmenes transados en las bolsas latinoamericanas son relativamente importantes y algo que sorprende es que las bolsas que más transan no son la de Brasil ni la de México, sino que aparece por volumen transado total la bolsa de Santiago de Chile, y en segundo lugar la bolsa de valores de Colombia⁴⁶.

¿Qué es lo que se transa entonces? Las bolsas de valores, incluidas no sólo las iberoamericanas sino muchas más, tomaron la decisión de trascender su alcance original⁴⁷. Por ejemplo, en Colombia se pensaba que tocaba transar renta fija porque no hay acciones. Sin embargo, en el mercado español; que es importante en acciones, al integrar todos los actores de su mercado buscaron ampliar el alcance de su actividad para transar además de acciones bonos corporativos o deuda privada, y otro tipo de papeles⁴⁸. Lo mismo pasa en la bolsa de Santiago; el porcentaje transado allí en acciones es pequeño, pero lo transado en bonos corporativos emitidos por el sector privado es un porcentaje sumamente importante, tanto que la convierte, excluyendo a España, en la bolsa

⁴⁶Comentarios de Augusto Acosta Torres (Presidente de la Bolsa de Valores de Colombia) sobre el documento “El Mercado de Valores y los Sistemas Financieros”, Clemente del Valle Borraez.

⁴⁷ Ibíd.

⁴⁸ Ibíd.

iberoamericana de mayor promedio diario de transacción⁴⁹. Con un volumen también importante, pero distinto en su composición se logra un volumen de transacción importante en la bolsa colombiana⁵⁰. Un porcentaje de acciones que es virtualmente inexistente, un porcentaje de deuda privada que equivale más o menos a alrededor del 24-25 % del total de la rotación diaria, y un volumen muy importante en deuda pública⁵¹. Con lo cual, además del cambio conceptual en la actividad de los administradores tradicionales de los mercados de acciones, también vale destacar que en los mercados de acciones cada vez estamos viendo una mayor integración de distintos tipos de especies⁵². El mercado de capitales ya no se restringe a acciones, sino que tiene que pensar en la satisfacción integral de las necesidades financieras de los clientes, emisores e inversionistas⁵³.

Pese a que el tamaño del mercado colombiano es aun pequeño frente al de las economías regionales, ha demostrado un consistente desarrollo de su índice frente a éstas⁵⁴. De enero de 2002 a enero de 2006 los principales índices de las bolsas latinoamericanas mostraron importantes incrementos (gráfica 7), de manera que el índice Merval (Bolsa de Buenos Aires ) pasó de 439 puntos a 1.794, aumentando 308%, el índice IBOVESPA (Bolsa de Sao Paulo ) pasó de 12.721 puntos a 38.383 puntos, incremento de 202%, el IPC MEX (Bolsa de México ) pasó de 6.929 puntos a 18.907 puntos, aumento de 173%, el índice IGPA (Bolsa de Santiago ) pasó de 5.282 puntos a 9.505 puntos, aumento de 80% y considerablemente el IGBC () pasó de 1.041 puntos a 11.433 puntos, incremento de 998%⁵⁵.

⁴⁹ Ibíd.

⁵⁰ Ibíd.

⁵¹ Ibíd.

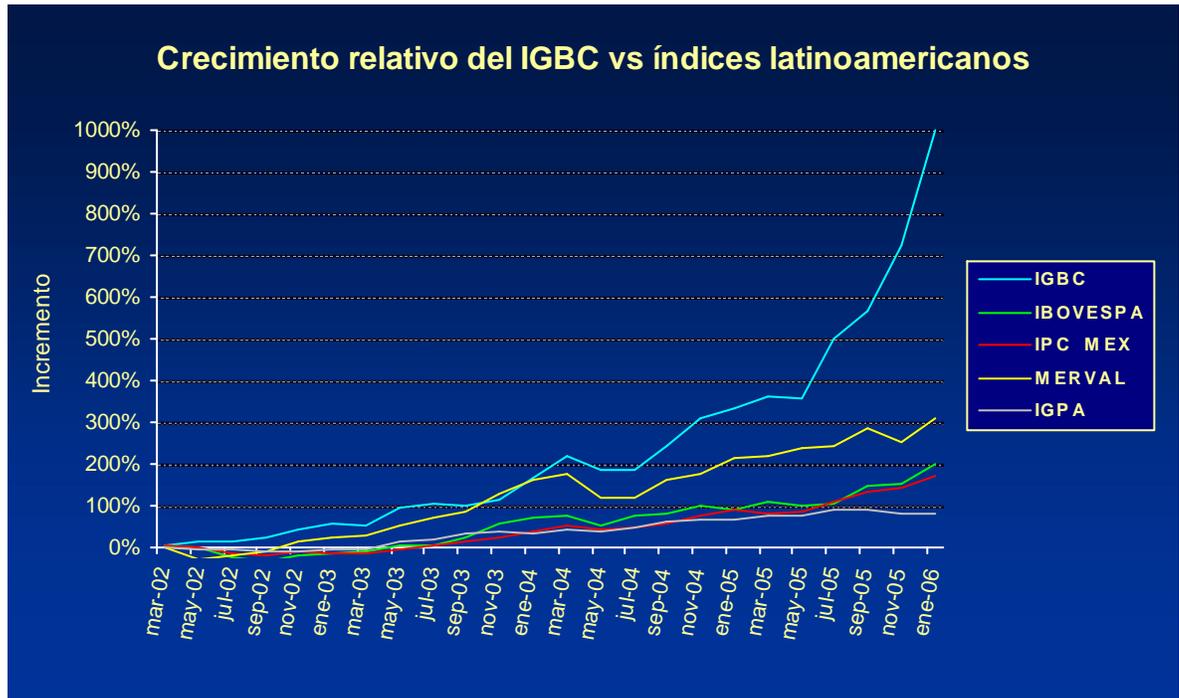
⁵² Ibíd.

⁵³ Ibíd.

⁵⁴ El desarrollo del mercado de capitales en Colombia, Carta financiera ANIF N° 136 noviembre 2006-febrero 2007.

⁵⁵ Las cifras de los índices que a sus debidas fechas aquí se consignan han sido tomadas de la página WEB yahoo.finances.com y de las páginas WEB de algunas bolsas latinoamericanas. Con ellos se calcularon los porcentajes mencionados.

Gráfica: 7



Fuente: Datos tomados del documento CONVENIO COLOMBIA CAPITAL Y GOBIERNO CORPORATIVO, de la página WEB yahoo.finances.com y de las páginas WEB de algunas bolsas latinoamericanas.

En Latinoamérica el IGBC tiene mayor correlación con el índice mexicano IPC en 96%, siguiendo IBOVESPA con 93%, Merval con 89% e IGPA en 82%. (tabla 5)

Tabla: 5

Correlación IGBC vs. Índices Latinoamericanos					
ÍNDICE	IGBC	BOVESPA	IPC MEX	Merval	IGPA
IGBC	1,00	0,93	0,96	0,89	0,82
IBOVESPA	0,93	1,00	0,98	0,96	0,94
IPC MEX	0,96	0,98	1,00	0,95	0,93
Merval	0,89	0,96	0,95	1,00	0,96
IGPA	0,82	0,94	0,93	0,96	1,00

Fuente: Datos tomados del documento CONVENIO COLOMBIA CAPITAL Y GOBIERNO CORPORATIVO y de la página WEB yahoo.finances.com.

El IGBC está mayormente correlacionado con los índices de la región, algo muy coherente al hecho de ser todos mercados emergentes, los cuales pudieron alcanzar las mayores valorizaciones a nivel global⁵⁶; beneficiados por el auge de los *commodities* y la elevada liquidez mundial que permitió el ascenso de la entrada de capitales a sus economías⁵⁷.

1.3. EL MERCADO DE VALORES EN COLOMBIA

El surgimiento del mercado de capitales en el país se remonta al año 1901, en el cual "un núcleo de empresarios antioqueños quiso formalizar una práctica de intercambio de oro y valores al igual que noticias y comentarios, para lo cual constituyeron la Bolsa Popular de Medellín"⁵⁸ Este establecimiento no alcanzó éxito, por lo cual desapareció prontamente.

Desórdenes de aquella época contribuyeron al fracaso de los primeros intentos por consolidar un mercado de valores, señala William Mc. Greevery⁵⁹, "Las oportunidades para un progreso económico se mejorarían considerablemente después de 1902 al terminar el conflicto y todos los disturbios conocidos como La Guerra los Mil Días". Entre 1905 y 1921, como producto de una expansión industrial acelerada se dio un progreso económico, lo cual más tarde daría un soporte suficiente a la institucionalización del mercado valores en el país⁶⁰.

En 1923 ocurrió el hecho más importante de los primeros años del desarrollo del mercado de capitales; la creación de instituciones económicas con asesoría de un

⁵⁶ Op.Citp. El desarrollo del mercado de capitales en Colombia.

⁵⁷ *Ibíd.*

⁵⁸ Bolsa de Bogotá. *Sesenta años de la bolsa*, 1989, pág. 13

⁵⁹ *Ibíd.*, Pág. 14.

⁶⁰ *Ibíd.*

grupo de expertos norteamericanos orientados por Edwin Kemmerer⁶¹, a fin de organizar y modernizar el Sistema Financiero colombiano⁶².

El importante desarrollo del mercado de acciones y otros títulos valores "llevó a que algunos ciudadanos vinculados con el mercado pensarán en la creación de una Bolsa Valores, dando vida a un organismo adecuado para la transacción controlada y publica de los valores que empezaban a representar las nuevas expresiones de la riqueza nacional"⁶³. Es así como en 1929 tendría lugar la creación de la Bolsa de Valores de Bogotá, en 1961 la Bolsa de Medellín y en 1982 la Bolsa de Occidente⁶⁴.

"Un diagnóstico inicial permite afirmar, sin lugar a dudas, que el mercado de capitales en Colombia tuvo un crecimiento sin precedentes durante la década de los noventa gracias a los enormes esfuerzos, no sólo de las autoridades sino de quienes han participado de manera activa y decidida en este mercado. Una clara muestra de lo anterior lo constituye el acelerado crecimiento que registró durante este periodo la emisión de deuda privada de largo plazo"⁶⁵.

Sin embargo, el mismo diagnóstico también muestra que, en el contexto de la región, aún se tiene un largo camino por recorrer en aspectos como su crecimiento, liquidez, concentración e integración.

Este panorama evidencia contundentemente la necesidad de seguir avanzando en la consolidación de condiciones más favorables para el crecimiento y desarrollo

⁶¹ *Ibíd.*

⁶² La esencia de esta misión se conserva en la actualidad.

⁶³ *Op.Citp.* Bolsa de Bogotá, 1989, pág. 15

⁶⁴ Estas tres entraron en proceso de liquidación en septiembre de 2001, y dieron paso a la integración de la actual BVC.

⁶⁵ Palabras de la doctora MARÍA ANGÉLICA ARBELAEZ en el VII congreso de tesorería, VERSION PRELIMINAR, Cartagena de Indias, Octubre 21 de 2004.

del mercado de capitales de Colombia, para lo cual resulta fundamental tener en cuenta algunos factores que lo han venido afectando⁶⁶.

“En Colombia, de acuerdo con los resultados de la Encuesta de Opinión empresarial de Fedesarrollo y la Superintendencia de Sociedades, las empresas se financian en un muy bajo porcentaje a través del mercado de valores. Del total de recursos para inversión, el 1.6% proviene de acciones y el 0.3% de bonos. En su mayoría; los recursos provienen del crédito bancario y de la reinversión de utilidades”⁶⁷.

“Por el lado de la demanda, existe una limitada participación de los inversionistas institucionales en el mercado de capitales, motivada por varios factores dentro de los que se destacan: la restringida oferta de instrumentos y las limitaciones a las inversiones del portafolio, impuestas por las autoridades”⁶⁸.

“Adicionalmente, es importante seguir avanzando decididamente en la solución de algunos inconvenientes relacionados con la infraestructura y el ambiente regulatorio del mercado de capitales colombiano”⁶⁹.

“Sin embargo, se debe precisar que se han hecho importantes esfuerzos que han contribuido a su dinamismo reciente: la mayor estabilidad de variables macroeconómicas como las tasas de interés y la inflación, la unificación de las tres bolsas de valores en una sola, lo cual ha sido determinante para eliminar la segmentación de los mercados y lograr una estructura más eficiente y la presentación de una Ley Marco de Mercado de Valores”⁷⁰.

⁶⁶ Ibíd.

⁶⁷ Ibíd.

⁶⁸ Ibíd.

⁶⁹ Ibíd.

⁷⁰ Ibíd.

1.3.1. Evolución del Mercado. El volumen negociado en el mercado bursátil en Colombia, presentó fuertes crecimientos reales en los primeros años de la década de los noventa, presentando en la segunda mitad una desaceleración en su ritmo de aumento. Tal situación coincidió con el establecimiento por parte de las entidades financieras, a partir de 1994, de importantes mesas de dinero que les otorgaron la capacidad de intermediar directamente las negociaciones de títulos⁷¹.

El mercado de valores colombiano continúa presentando indicadores deficientes en cuanto a profundidad, liquidez, rotación, capitalización⁷² y empresas inscritas a cotización. A esto se suman los índices de concentración de las negociaciones en muy pocos papeles, así como la escasa oferta de productos, tanto de renta variable como de renta fija, que atiendan a las necesidades de financiamiento de la economía⁷³.

En los últimos años se destacan dos grandes cambios en el mercado público de valores: el desarrollo del Mercado de Deuda Pública (que actualmente representan cerca del 80% de las negociaciones totales en el mercado de valores) y el crecimiento en la industria de fondos. Ambos temas, el primero con necesidad de reformas y el segundo con importantes problemas estructurales por solucionar, ayudan al mercado en el fortalecimiento de su integridad y eficiencia⁷⁴.

Dicha eficiencia está basada en la concepción de que los precios de los valores en lo mercados financieros reflejan totalmente la información disponible⁷⁵. Información que debe ser divulgada de manera completa e imparcial, por parte de

⁷¹ Superintendencia de Valores, página Web, vía Internet, www.supervalores.gov.co, Informe económico mensual. Profundidad del Mercado de Valores en Colombia.

⁷² Valor de las empresas a precios bursátiles.

⁷³ Op.Citp. Superintendencia de Valores, plan estratégico 2003-2008, diagnóstico del Mercado de Valores de Colombia.

⁷⁴ *Ibíd.*

⁷⁵ Teoría de los Mercados Eficientes.

las compañías a los inversores, algo fundamental para la eficiente asignación del capital en un mercado libre⁷⁶.

En lo que atañe al mercado de acciones, existe además de un bajo crecimiento de éste, una excesiva concentración de la propiedad familiar (mayor control sobre las decisiones de la corporación)⁷⁷. A esto se suma el haber pocos emisores inscritos, bajo cumplimiento de buenas prácticas de gobierno corporativo, bajos estándares de profesionalización, control interno y conducta de los agentes y deficiencia en la revelación de información⁷⁸, la cual: “desestimula la confianza de los inversores en el mercado y por consiguiente, disminuye la liquidez y la eficiencia del mercado”⁷⁹.

El comportamiento del mercado bursátil reflejado en el indicador de participación porcentual de las negociaciones con títulos en el PIB (profundización), pasó de 4.6% en 1989 a 40.9% en 1996⁸⁰ (gráfica 8).

⁷⁶ Op.Citp. Superintendencia de Valores, plan estratégico 2003-2008.

⁷⁷ Ibíd.

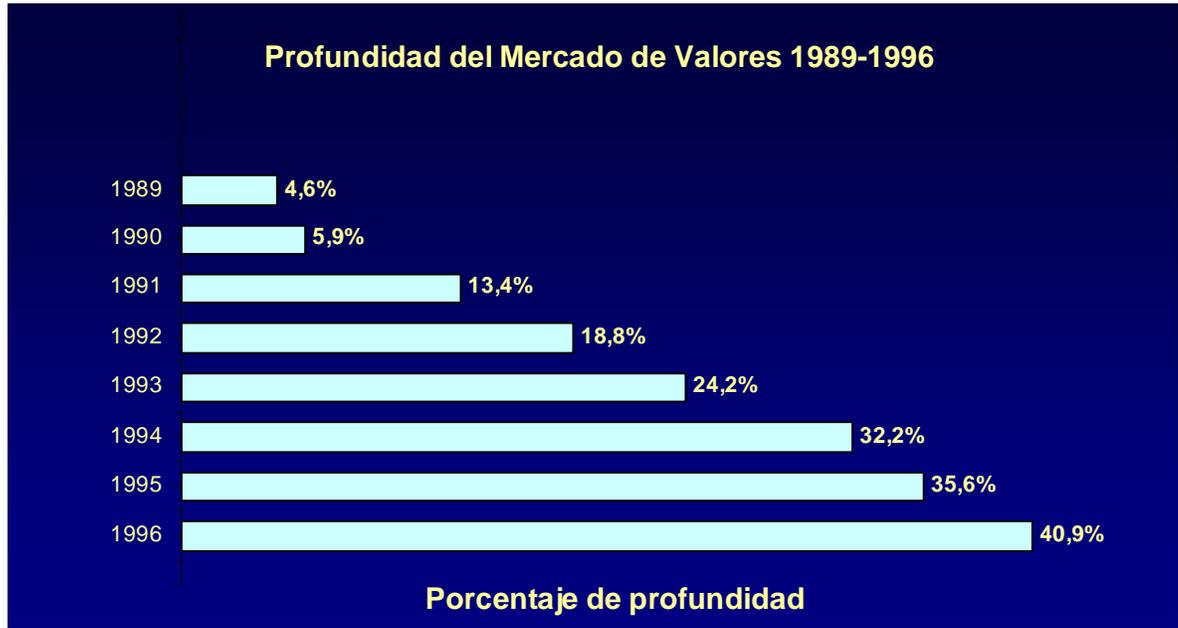
⁷⁸ Asimetría de información.

⁷⁹ Op.Citp. Superintendencia de Valores, plan estratégico 2003-2008.

⁷⁹ Ibíd.

⁸⁰ Op.Citp. Superintendencia de Valores, Informe económico mensual. Profundidad del Mercado de Valores en Colombia.

Gráfica: 8



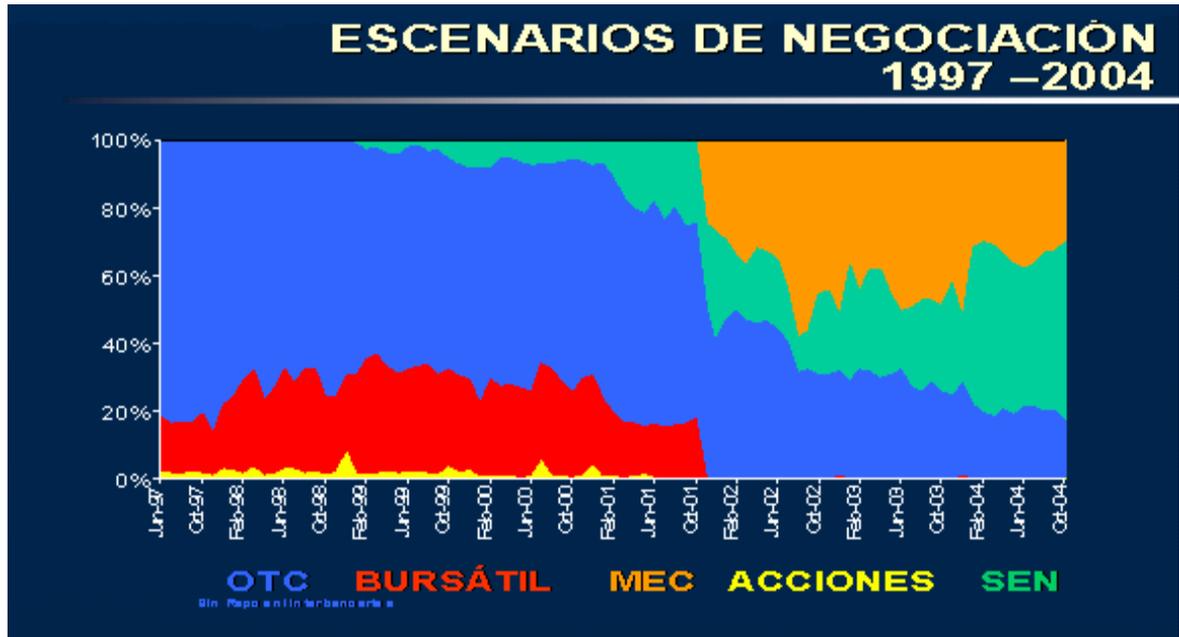
Fuente: Sistema de Información de Supervalores. Oficina de Estudios Económicos.

Por su parte, existe un mercado extrabursátil, en el cual las partes no están obligadas a negociar por bolsa, incluyendo el MEC y por lo tanto pueden negociar directamente⁸¹. En el periodo 1997-2004 el mercado extrabursátil ha presentado un destacado tamaño relativo frente al tamaño del mercado bursátil y al que importantemente ha venido adquiriendo el Mercado Electrónico desde su implementación en 2001⁸² (gráfica 9).

⁸¹ Sobre el mostrador (OTC), realizado por fuera la bolsa valores, con apoyo tecnológico.

⁸² Bolsa de Valores de Colombia, página Web, vía Internet, www.bvc.com.co, Contribución de la Bolsa de Valores al desarrollo de la infraestructura del mercado.

Gráfica: 9



Fuente: Bolsa de Valores y Banco de la República.

En el periodo 2003-2006 se dieron importantes avances alrededor del mercado de capitales doméstico, uno de ellos es la valorización de la bolsa de acciones, donde el IGBC se incrementó en más de 800% en cuatro años y 118% anual sólo en 2005, lo cual ha atraído muchos inversionistas⁸³.

A pesar del rezago histórico, el mercado de capitales en Colombia ha venido mostrando significativos avances en la última década. Por ejemplo, la capitalización bursátil pasó del 21% del PIB en 1997 a casi un 41% del PIB (US\$50.000 millones) a cierre de 2005⁸⁴.

El IGBC experimentó un muy buen año en materia de valorización bursátil en 2005, cuando ocupó, según el diario británico *The Economist*⁸⁵ el segundo lugar

⁸³ Op.citp. El desarrollo del mercado de capitales en Colombia.

⁸⁴ Ibíd.

⁸⁵ Edición de enero 7 a enero 13 de 2006.

en el mundo después de la Bolsa de Egipto. Sin embargo, la Bolsa de Colombia sigue siendo pequeña comparada con la región, visto que en Junio de 2006 ocupaba el puesto 22 en capitalización bursátil ubicada por debajo de la Bolsa de Buenos Aires, la de Chile, la de México y la de Sao Paulo⁸⁶.

Cabe resaltar que la tendencia al alza del IGBC comenzó a mediados de 2001, luego de la fusión de las tres antiguas bolsas existentes en el país en lo que hoy se conoce como la Bolsa de Valores de Colombia⁸⁷. El índice pasó de 1.041 puntos en enero de 2002 a un pico de 11.433 puntos el 27 de enero de 2006 (gráfica 10), registrando así una valorización promedio anual de aproximadamente 82%, es decir, 998% en cuatro años⁸⁸. Contribuyó a inflar el mercado nacional de activos la blandura monetaria del Banco de la República, el cual llegó a aprobar tasas de interés de 1% real anual en el periodo 2001-2006, frente a tasas históricas del orden de 4% real⁸⁹. En febrero de 2006 el IGBC registró una ligera corrección hacia los 10.000 puntos, retomando su tendencia al alza en los meses marzo y abril del mismo año⁹⁰. A mediados de junio de 2006 el IGBC llegó a niveles de 6.000 puntos, algo dado por operaciones excesivamente apalancadas a través de “repos”, registrándose de esta manera pérdidas por el 35% año corrido⁹¹. El índice volvió a repuntar en los meses de agosto-septiembre del mismo año y actualmente fluctúa cerca de los 10.000 puntos, donde parece estar encontrando su equilibrio de mediano plazo⁹².

⁸⁶ Ibíd. El desarrollo del mercado de capitales en Colombia.

⁸⁷ Ibíd.

⁸⁸ Ibíd.

⁸⁹ Ibíd.

⁹⁰ Ibíd.

⁹¹ Ibíd.

⁹² Ibíd.

Gráfica: 10



Fuente: Datos del documento CONVENIO COLOMBIA CAPITAL Y GOBIERNO CORPORATIVO, del que fueron entidades aportantes la BVC y la Superintendencia Financiera de Colombia.

1.3.2 Regulación. El gobierno tiene como competencia regular el mercado de valores conforme a los objetivos y criterios establecidos en la Ley Marco⁹³, así como ejercer la inspección, vigilancia y control sobre la actividad bursátil y el mercado de valores. Atribución presidencial⁹⁴. La supervisión estatal corresponde al presidente a través de la Superintendencia Financiera de Colombia⁹⁵, la cual define el artículo 2 como “Organismo técnico, adscrito al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, con personería jurídica, autonomía administrativa y financiera y patrimonio propio”.

La forma como se expedía la regulación en el mercado de valores era absolutamente inadecuada pues existían múltiples autoridades que expedían

⁹³ Ley 964 de 2005, artículo 150, numeral 19, letra d, de la Constitución Nacional.

⁹⁴ Artículo 189, numeral 24, Constitución Nacional. (Esta facultad no equivale a una facultad de regulación, sino a una función típicamente administrativa)

⁹⁵ Decreto 4327 de 2005. se ordenó la fusión de la Superintendencia Bancaria de Colombia en la Superintendencia de Valores.

regulación, lo que no favorecía la consistencia⁹⁶. La Ley 964 de 2005 corrige esos problemas eliminando la Sala General de la Superintendencia de Valores, así como las funciones de regulación del Superintendente de Valores y la facultad de regulación contable y atribuyéndoselas al Gobierno Nacional⁹⁷

La Superintendencia Financiera de Colombia tiene dentro del cronograma de cumplimiento de sus obligaciones las siguientes exigencias⁹⁸:

- Velar por la calidad, oportunidad y suficiencia con que los emisores de valores deben suministrar y presentar su información al público.
- Dictar las normas sobre preparación, presentación y publicación de los informes que deban presentar a mercado de valores.
- Autorizar los reglamentos de suscripción de acciones para lo cual podrá expedir regímenes de autorización general.
- Solicitar la información que estime necesaria para la transparencia del mercado público de valores, pudiendo ordenar su publicación al emisor.
- Exigir, cuando lo considere necesario, los estados financieros de fin de ejercicio y sus anexos antes de ser considerados por la Asamblea o por la Junta de socios, pudiendo formular observaciones y correcciones a los mismos.
- Decretar la disolución de la sociedad en los casos previstos en el Código de Comercio.

⁹⁶La Regulación en la Nueva Ley del Mercado de Valores, Andrés Flórez Villegas, Director General de Regulación Financiera, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Julio 2005. Órgano Regulador.

⁹⁷ Ibíd.

⁹⁸ La lista aquí expuesta ha sido tomada de la página de la Superintendencia de Valores, www.supervalores.gov.co, Artículo: Autoridades de Supervisión del Mercado de Valores, Enero de 2006.

- Autorizar la solemnización de las siguientes reformas estatutarias: relativas a las reorganización de la sociedad (tales como la fusión y escisión); la transformación; la conversión de acciones; reducción del capital social cuando implique reembolso efectivo de aportes; disolución anticipada.
- Convocar u ordenar la convocatoria de asambleas o juntas de socios a reuniones extraordinarias.
- Ordenar y practicar visitas (Inspección de libros y documentos del emisor)

El papel del Estado puede ser⁹⁹: pasivo (como regulador), en ese caso puede evitar o corregir fallas de mercado, o activo (agente capaz de solucionar fallas de coordinación), aprovechar la alta calificación crediticia como deudor soberano y emitir bonos de largo plazo, privatizar y convertir empresas de servicios públicos en sociedades por acciones, y establecer mecanismos para impulsar la demanda y mejorar las oportunidades de los inversionistas para compartir el riesgo.

Se recomienda determinar el espectro de intervención del Estado; precisar y ampliar noción de interés público; ampliar campo de intervención más allá del Mercado Público de Valores; dar un enfoque funcional a la regulación; sustituir reglamentación promocional y proteccionista por una que garantice una mejor calificación de intermediarios y organismos autorregulados, lo cual implica reorientar supervisión para dar mayor énfasis a la legislación societaria, a la autorregulación y a la solución de conflictos entre particulares. Igualmente se requieren medidas comunes de capital y reducir arbitraje regulatorio¹⁰⁰.

⁹⁹ Avance N° 5, sobre las recomendaciones de la Misión de Estudios del Mercado de Capitales, Resumen y Conclusiones.

¹⁰⁰ *Ibíd.*

1.3.3 Situación Actual del Mercado. Dentro de las principales características de la situación actual del mercado de valores en Colombia se pueden resaltar¹⁰¹:

- Las firmas están restringidas financieramente (utilizan en gran medida recursos propios para invertir).
- Apertura redujo las restricciones (Echavarría y Arbeláez, 2002).
- Concentración en recursos propios (reinversión de utilidades y capital).
- Importancia de los recursos bancarios y crédito de proveedores.
- Financiación a través del mercado de casi inexistente.
- Recursos de corto plazo.
- Diferencias marcadas según características de las firmas (tamaños, inversión extranjera, conglomerados, etc).

1.4. VENTAJAS DE ACUDIR AL MERCADO DE VALORES

Existen varias ventajas al acudir al mercado de valores frente al mercado financiero cuando una empresa necesita recursos frescos para realizar programas de expansión, sustitución de pasivos, ampliación de planta, necesidades de capital de trabajo, entre otros¹⁰². Se pueden hacer emisiones de deuda, como es el caso de bonos o capitalización mediante la suscripción de acciones¹⁰³.

¹⁰¹ La Competitividad de la Empresa y su Estructura de Capital: El Caso Colombiano, Mauricio Cárdenas, FEDESARROLLO. Inalde Universidad de la Sabana, Junio 8 de 2004.

¹⁰² Bolsa de Valores de Colombia, página Web, vía Internet, www.bvc.com.co, Emisores, Ventajas de cotizar en Bolsa.

¹⁰³ *Ibíd.*

El mercado público de valores facilita el acceso de la empresa a una amplia comunidad de inversionistas que confía en la empresa y comparte con ella el objetivo de maximización del beneficio tanto para los empleados, los clientes y la empresa, adicionalmente un mercado organizado permite que los precios de los valores se fijen de acuerdo con las fuerzas competitivas, no se fijan en negociaciones ajenas al mercado, así mismo estos precios son ampliamente difundidos para el conocimiento de todos los interesados en los mismos¹⁰⁴.

Incentivar a los trabajadores con acciones de la propia empresa. “La emisión de acciones se convierte en una herramienta para incentivar a los trabajadores con acciones de la propia empresa: las empresas más exitosas han comprobado que dentro de las distintas políticas de incentivos para los empleados que puede llevar a cabo una empresa, se encuentra la de ofrecer a éstos la posibilidad de participar en su capital. Además de una fórmula de gratificación, esta política motivará un interés mayor por parte del trabajador en la marcha y gestión de la empresa, integrándole de forma más activa en los nuevos planes y proyectos futuros de desarrollo de la misma”¹⁰⁵.

Valoración objetiva de la empresa. “Las acciones de una compañía que cotiza en la Bolsa son valoradas por el mercado, lo que resulta ser más objetivo al momento de asignarles un precio y por ende valorar a la empresa. La Bolsa incorpora sistemáticamente las expectativas de beneficios en la valoración de las empresas cotizadas. El precio que alcanzan las acciones de una compañía inscrita en bolsa, no sólo es representativo de la dinámica entre oferta y demanda en el mercado, si no también de la percepción de éste sobre las decisiones tomadas y de los resultados obtenidos por la empresa”¹⁰⁶.

¹⁰⁴ *Ibíd.*

¹⁰⁵ *Ibíd.*

¹⁰⁶ *Ibíd.*

Obtener recursos financieros a menor costo. “Al tomar decisiones de financiamiento es importante recordar el concepto de generación de valor: éste consiste en que si una empresa genera utilidades operativas mayores que los costos de los recursos utilizados para producirlas, estará generando valor o riqueza para los accionistas, por el contrario, si esta utilidad es menor que los costos, la riqueza de los accionistas se verá deteriorada. Al acudir al mercado de valores se da una reducción en los costos de financiamiento, dicha reducción se obtiene por ejemplo, como resultado de una emisión de bonos (fuente desintermediada), frente a la alternativa de la obtención de un crédito bancario (fuente intermediada). Los instrumentos de deuda ofrecen a quien los emiten tasas menores a las que se obtienen en el sector financiero, gracias a la desintermediación inherente a estos mecanismos”¹⁰⁷.

Estructurar las fuentes de financiación por deuda de acuerdo a las necesidades específicas. “El emisor tiene la posibilidad de estructurar un programa de emisión y colocación de valores en el que puede definir las condiciones de su deuda: plazo, amortización, tasa de interés y modalidad de pago; ya sean títulos valores de contenido crediticio o mixto adaptándolos a los flujos previstos para las necesidades de la empresa que los emite”¹⁰⁸.

Optimizar la estructura financiera de la empresa. “La empresa puede mejorar la composición de endeudamiento, atender y programar más eficientemente sus necesidades financieras. También obtiene fuentes de recursos no concentrados que garantizan la estabilidad e independencia crediticia, además es posible suplir las necesidades de liquidez”¹⁰⁹.

¹⁰⁷ *Ibíd.*

¹⁰⁸ *Ibíd.*

¹⁰⁹ *Ibíd.*

Acceder a una fuente alternativa de financiación y capitalización. “La financiación a través de recursos propios y / o de terceros ofrece características de flexibilidad y reducción de riesgo para conseguir el equilibrio financiero deseado por cualquier empresa”¹¹⁰.

Capitalizar su compañía. “Se puede encontrar en el mercado de valores diversidad de inversionistas que deseen apoyar proyectos o el desarrollo de una empresa. Este apoyo se facilita si cuenta con un Código de Buen Gobierno, el cual es una plataforma de protección y confianza para los accionistas, inversionistas y terceros con interés en la empresa. Mediante la emisión de acciones se pueden mejorar las condiciones de negociación ante las instituciones bancarias: al tener mayor patrimonio y una menor relación de apalancamiento, la compañía se convierte en un sujeto de crédito más seguro ante los bancos, además de permitirle enfrentarse a posibles reducciones en sus niveles de ventas o incrementos en las tasas de interés. Reduce los costos y gastos financieros: las acciones no afectan el flujo de caja, pues no requiere erogaciones periódicas de pago de intereses, facilita el manejo de fondos en proyectos de largo plazo: un proyecto de largo plazo rinde sus frutos en el futuro. Las acciones no requieren el pago de gastos financieros en la etapa pre-operativa del proyecto. Aporta a la expansión de la empresa características de solidez, flexibilidad y reducción de riesgo financiero, por medio de la emisión de acciones las empresas pueden obtener en el momento más adecuado financiación a través de ampliaciones de capital (emisión de acciones), adicionalmente”¹¹¹.

Proyectar la imagen corporativa de la empresa otorgándole prestigio e imagen institucional. “El mercado de valores es un medio eficaz para dar a conocer las oportunidades y fortalezas de una compañía. Cotizar en Bolsa conlleva reconocimiento de tradición y transparencia en el manejo, lo que a su vez

¹¹⁰ Ibíd.

¹¹¹ Ibíd.

redunda en imagen positiva de la compañía frente a inversionistas, clientes, proveedores, bancos, etc.”¹¹².

Todo lo anterior permite el incremento de la productividad de la empresa y por lo tanto mejora su posición dentro de la industria en que se desenvuelva. Es decir, que las empresas motivadas por estas importantes ventajas, si deciden aumentar su participación en el mercado de valores, permitirán el desarrollo de éste, el suyo y el del país en sí.

Durante los últimos años el mercado de activos financieros en Colombia ha registrado cambios estructurales que han permitido su desarrollo y homologación a estándares internacionales; dichas transformaciones, percibidas en el pasado como un escenario inalcanzable, hoy son una realidad y constituyen un claro avance en la consolidación de un mercado nacional de valores¹¹³. En este sentido, se hace necesario determinar por qué si las condiciones estructurales cada día son más favorables, se presenta una escasa participación de las empresas colombianas en el Mercado Valores. De 10.000 empresas entre grandes, medianas y pequeñas con características potenciales para participar en éste; según un estudio realizado por la revista Vademécum de MERCADOS 2004, sólo 739 han estado alguna vez registradas en la Bolsa de Valores y peor aún, de ellas cotizan actualmente 106. Es decir que sólo se aprovecha un 1.06% de dicho potencial empresarial en el país. Detectar estas fallas del sistema financiero nacional permite plantear posibles caminos al desarrollo del sector financiero.

Para abordar el análisis de factores que influyen en el desarrollo del mercado de capitales colombiano se hace necesario estudiar aspectos como; la gestión de los riesgos, configuración de estructuras financieras de las empresas, emisiones de

¹¹² *Ibíd.*

¹¹³ *Op.citp.* Bolsa de Valores de Colombia, página Web, Mercados de capitales, Evolución del mercado de activos en Colombia.

mercados externos, búsqueda de financiamiento a corto plazo y el propio desconocimiento de sistema¹¹⁴.

La referencia sobre ciertos aspectos permite disponer de un marco global para realizar estudios pilotos acerca de posibles causales de las decisiones de las empresas para participar en el mercado de valores.

En general, se intentará explorar posibles razones que influyen o no en la participación de las empresas de la ciudad de Cartagena de Indias en la Bolsa Valores de Colombia.

1.5. MERCADOS EXISTENTES EN COLOMBIA

Actualmente sólo existe la Bolsa Valores de Colombia S.A. y dentro de ella se encuentran; el Mercado Electrónico Colombiano (papeles de renta fija), el de renta variable (acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones) y el de las operaciones según el plazo de cumplimiento.

1.5.1 Mercado Electrónico Colombiano (MEC). Este sistema reúne un conjunto inmejorable de herramientas que permiten negociar títulos de renta fija inscritos en la Bolsa de Valores de Colombia, obtener completa y oportuna información del mercado y acceder al sistema de registro y complementación de operaciones INVERLACE. Ofrece un sistema transaccional bajo tres modalidades de negociación; continua (para cotizaciones de compra y/o venta de títulos

¹¹⁴ Javier Serrano, Mercados Financieros. Universidad de los Andes, Facultad de Administración, ARIEL, Pág. 12.

estandarizados), serializada (para cotizaciones de venta de títulos no estandarizados), y subastas (para operaciones en el mercado primario).¹¹⁵

1.5.2 Mercado de Renta Variable. El mercado de renta variable es aquel en donde la rentabilidad de la inversión, esta ligada a las utilidades obtenidas por la empresa en la cual se invirtió y por las ganancias de capital obtenidas por la diferencia entre el precio de compra y venta. Este mercado esta compuesto por acciones, bonos convertibles en acciones (BOCEAS), derechos de suscripción y títulos provenientes de procesos de titularización donde la rentabilidad no esta asociada a una tasa de interés específica.¹¹⁶

1.5.3 Operaciones Según el Plazo de Cumplimiento. Estas se pueden dividir en operaciones de contado y operaciones a plazo¹¹⁷.

Operaciones de contado: Aquellas operaciones cuyo cumplimiento se realiza el mismo día de negociación o dentro de los 5 días siguientes para renta fija y 6 días para acciones. El incumplimiento da lugar a sanciones y hasta al cierre de la Sociedad Comisionista¹¹⁸.

Operaciones a plazo: La compra y venta de valores en Bolsa será una operación a plazo cuando al momento de ser celebrada se pacte su cumplimiento y liquidación en una fecha posterior y superior a 5 días para renta fija o 6 para acciones después del día de registro y no superior de 365 días calendario, su cumplimiento puede ser¹¹⁹:

¹¹⁵ Op.Citp. Bolsa de Valores de Colombia, Mercado Electrónico Colombiano.

¹¹⁶ *Ibíd.* Mercado de Renta Variable.

¹¹⁷ Bolsa de Bogotá, página Web, vía Internet, www.bolsabogota.com.co.

¹¹⁸ *Ibíd.*

¹¹⁹ *Ibíd.*

- De cumplimiento efectivo: Caso en el cual el vendedor se obliga a entregar el título y el comprador se obliga a entregar el dinero de los valores vendidos en la fecha de cumplimiento.
- De cumplimiento financiero: El cumplimiento no constituye la entrega del título sino la entrega del diferencial en dinero entre el precio establecido en el contrato y el precio de mercado el día de cumplimiento. Las OPCF pueden realizarse sobre indicadores de rentabilidad (DTF), tasas de cambio (TRM) o índices bursátiles.

2. MARCO TEORICO

2.1 LA DECISION DE ENTRAR, PERMANECER O SALIR DEL MERCADO DE VALORES

Existen elementos que inciden en las decisiones de las empresas de pertenecer, permanecer o abandonar el Mercado de Valores, como se mencionó; la gestión de los riesgos, configuración de estructuras financieras de las empresas, emisiones en mercados externos, búsqueda de financiamiento a corto plazo y desconocimiento de sistema.

2.1.1 La gestión de los riesgos. Ayuda a mejorar el valor de la empresa, pues permite alcanzar una administración adecuada en tiempos de incertidumbre, en los cuales, según la catalogación de una encuesta de Pricewaterhouse Coopers¹²⁰ (con una muestra de casi 1400) las principales amenazas son: la competitividad (63%), exceso de regulación (59%), fluctuación monetaria (48%), la pérdida de los talentos clave (45%) y el terrorismo global se situó en la quinta plaza entre las amenazas para el crecimiento global, con un 40%.

2.1.2 Configuración de estructuras financieras de las empresas. Se preocupa principalmente por el análisis de la estructura de pasivos, de dónde provienen los

¹²⁰ Página Web, vía Internet, www.pwc.com, News Release, 21 de enero de 2004.

recursos de la empresa, haciendo una distinción en cuanto al origen de ellos y a su duración¹²¹.

- Según el origen esta buscará medir la importancia de los fondos propios de la empresa en relación a los fondos externos.

Independencia financiera global: $\frac{\text{fondos propios}}{\text{pasivo} + \text{patrimonio}}$

Adicionalmente, $\frac{\text{fondos propios}}{\text{deudas totales}}$

Independencia financiera a largo plazo $\frac{\text{fondos propios}}{\text{capital permanente}}$

Cuando su valor es elevado, se estima que la empresa presenta una buena base ("Colchón") financiera, tranquilizadora para todos los proveedores de fondos. Teóricamente, la empresa dispone de una capacidad de pedir prestado que será bien apreciada por las instituciones financieras.

En la medida que el nivel de endeudamiento sea alto, la empresa se hace más vulnerable y el riesgo de insolvencia aumenta.

- Según la duración permiten visualizar el peso relativo de los recursos permanentes en la estructura de financiamiento, es decir, la relación entre las fuentes de financiamiento a mediano y largo plazo versus las fuentes de corto plazo (endeudamiento de corto plazo).

Permanencia de los capitales $\frac{\text{capitales permanentes}}{\text{pasivo} + \text{patrimonio}}$

¹²¹ Pagina Web, vía Internet, www.mailxmail.com, Análisis de Estados Financieros: una nueva metodología, Cáp.8, Análisis de Ratios de la Estructura Financiera, LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO, Jonathan Hermosilla Cortés, 18 de Abril de 2006.

Grado de seguridad financiera

$$\frac{\text{capitales permanentes}}{\text{deudas a corto plazo}}$$

Mientras más elevado sea el valor de estos ratios, la empresa será, en principio, financieramente más sólida. Estos ratios constituyen una medida bastante rápida del volumen de deudas a corto plazo.

Adicionalmente, se puede calcular la relación del total de deudas, cuánto corresponde al corto plazo (Pasivo Circulante / Deudas con Terceros Totales) y, cuánto al largo plazo (Pasivo a Largo Plazo / Deudas con Terceros Totales).

2.1.3 Emisiones en mercados externos: aumentaron la participación del endeudamiento del sector privado debido a que emitieron en él bonos y acciones a través de la figura ADR (aperturas de mercados financieros internacionales, ley 9/1991 y resolución 21/1993), disminuyendo la participación dentro del mercado nacional¹²².

2.1.4 Búsqueda de financiamiento a corto plazo: mercado monetario, al cual recurren muchas empresas para el manejo de los excedentes temporales generados por una buena gestión, permite obtener importantes ingresos adicionales para estas; con lo cual toman los resultados obtenidos y refuerzan otras áreas organizacionales, estructurando un buen portafolio sin incurrir en los riesgos financieros del Mercado de Valores¹²³.

¹²² Javier Serrano, Mercados Financieros. Universidad de los Andes, Facultad de Administración, ARIEL, Pág. 23.

¹²³ *Ibíd.* Pág. 234.

2.1.5 Desconocimiento del sistema: ha sido otro de los problemas críticos que se ha presentado por la carencia de promoción del mercado en sí. Los intermediarios de valores tradicionalmente han jugado un papel pasivo en el mercado al no promover agresivamente las diferentes alternativas de inversión que este brinda¹²⁴.

2.2. IMPORTANCIA DEL GOBIERNO CORPORATIVO

“El código de buen gobierno tiene como objeto establecer los parámetros que, como complemento de la normatividad legal y estatutaria aplicable, orientan la Administración de la Bolsa respecto de su actuación como sociedad comercial, como entidad que ejerce una actividad de interés público y como entidad que fomenta el desarrollo de los mercados de capitales, valores y divisas”¹²⁵. De igual manera, el artículo segundo del mismo título de este código dice que es aplicable a los accionistas, administradores y empleados de la Sociedad.

“La Bolsa además de ser el principal centro de negociación de los mercados de activos financieros, liderará la agenda intelectual del mercado de capitales en Colombia. Así mismo, será el motor de cambio de dicho mercado mediante la promoción de la oferta de valores e instrumentos emitidos por empresas emergentes y del desarrollo de la demanda de los inversionistas institucionales y de los individuos”¹²⁶.

El código estipula que el modelo de acción de la Bolsa debe estar orientado a:¹²⁷

¹²⁴ Op.Citp. Misión de Estudios del Mercado de Capitales.

¹²⁵ CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO DE LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA S.A., TÍTULO PRELIMINAR, ARTÍCULO PRIMERO. OBJETO DEL CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO.

¹²⁶ *Ibíd.* TÍTULO I. LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA, Capítulo 1. Disposiciones de carácter general, Sección Única, ARTÍCULO 1.1.1.1. ESTRATEGIA Y VISIÓN.

¹²⁷ *Ibíd.* ARTÍCULO 1.1.1.3. MODELO DE ACCIÓN.

- Liderar la agenda del mercado de valores.
- Conocer a los clientes del mercado de valores, sus móviles y sus comportamientos.
- Activar y desarrollar nuevos productos.
- Considerar que el valor reside en las relaciones, la marca y la capacidad de crear demanda vía acceso.
- Competir para ganar nuevos emisores e inversionistas.
- Reconocer a las sociedades comisionistas de bolsa y otros intermediarios, como proveedores de acceso y aliados para crear un mercado más grande y activo en el cual todos ganen.

“La Superintendencia de Valores ha promovido desde el año 2001, una reforma sustancial al marco regulatorio del Mercado Público de Valores, con el fin de colocar a Colombia en sintonía con los demás países de Latinoamérica. Las normas de Buen Gobierno relacionadas con la protección a los accionistas, la revelación de información y conflictos de interés, son solamente algunos de los vacíos que no permiten a Colombia ser destinataria de inversión extranjera”¹²⁸.

El concepto de Corporate Governance ha evolucionado, para dejar de ser un instrumento exclusivo de protección a los accionistas minoritarios y convertirse en una herramienta gerencial fundamental para la competitividad.¹²⁹ El concepto tiene una doble faceta; El ámbito autoregulatorio de cada sociedad como forma de creación de valor para la empresa esencial para atraer a los inversionistas

¹²⁸ GOBIERNO CORPORATIVO EN LATINOAMERICA, ¿Cómo ven los inversionistas las prácticas empresariales de los países latinoamericanos? – Paola Gutiérrez V. Coordinadora Corporate Governance Project Colombia. Confecamaras, Colombia.

¹²⁹ *Ibíd.* Conclusión.

institucionales y el ámbito de regulación dado a través de las Comisiones de Valores de cada país para hacer seguro sus mercados financieros¹³⁰.

Se atribuye la insipiente de los mercados de capitales de los países en desarrollo a asuntos como: la excesiva concentración de la propiedad accionaria, la concentración de poder en los órganos societarios de tipo familiar, el riesgo país acentuado por la inestabilidad política y jurídica de estas naciones, y el miedo a abrirse al mercado¹³¹. Por ello el gobierno corporativo se considera como piedra angular para estos mercados.

El Buen Gobierno Corporativo resulta idóneo para proveer dinamismo a los mercados de capitales de las economías emergentes, promover fuentes alternativas de financiación y afrontar muy bien los retos de la globalización, especialmente en lo referente a la integración de los mercados financieros¹³².

CalPers¹³³ se puso en la tarea de evaluar el desempeño en materia de gobierno corporativo de las sociedades domiciliadas en los países en desarrollo y determinó a través de un estudio comparativo que en una escala de 1 a 3 el mayor porcentaje lo obtuvo Argentina con un 2.63, siguiéndole Chile, Brasil y México como los mercados mejor posicionados. Entre las economías con prácticas corporativas más pobres se encuentran Rusia, Venezuela y Colombia con calificaciones entre 1.44 y 1.19.

Según un estudio sobre percepción de los inversionistas en relación con la importancia del gobierno corporativo en la toma de decisiones, realizado por la

¹³⁰ *Ibíd.*

¹³¹ *Ibíd.*

¹³² *Ibíd.*

¹³³ Sistema de Retiro de los Empleados Públicos de California. Inversionista Institucional. "WHILESHIRE REPORT ON EMERGING ECONOMIES". 2002.

firma internacional Mckinsey & Co de 2002¹³⁴, para los institucionales encuestados las prácticas corporativas de una sociedad son tan importantes como su desempeño financiero.

2.3. ASIMETRÍA DE INFORMACION

“En los mercados de valores existe un problema denominado de asimetría de información. Se refiere al hecho de que normalmente los “insiders” (administradores y ejecutivos) disponen de mucha más información sobre la situación y perspectivas futuras de la empresa que los inversores en el mercado (“outsiders”). La asimetría de información puede hacer que temporalmente la cotización de las acciones no refleje su verdadero valor, incidiendo en las decisiones de financiación de las empresas.

Por lo general los inversores tienden a sospechar que los “insiders” sólo emiten acciones cuando están sobrevaloradas. De esta forma, la asimetría de información se puede considerar una especie de coste adicional que acaba dificultando la financiación de las empresas mediante ampliaciones de capital y un incentivo a la utilización de deuda. En este contexto cualquier mecanismo que contribuya a reducir la asimetría de información debería incentivar la emisión de acciones y una reducción en el uso de endeudamiento.

De otro lado, los analistas financieros juegan un papel fundamental ofreciendo servicios que contribuyen a reducir la asimetría de información entre las empresas y los inversores: procesan información pública compleja, haciéndola más comprensible para los inversores menos sofisticados, y difunden información obtenida por otros medios (encuentros con directivos, visitas a las instalaciones de

¹³⁴ INVESTORS OPINIÓN SURVEY. Mckinsey & Co. Ed. 2002.

la empresa, etc.), mayoritariamente desconocida por los inversores hasta ese momento”¹³⁵.

En Colombia parece ser que se ha manejado problemas de información asimétrica y que aun cuando hay regulación prudencial para ésta, hay carencia de herramientas traducidas en metodologías y conceptos, que den mayor base, sustento y sentido a la regulación existente¹³⁶.

En la reglamentación de integridad ó de conducta de mercado, instrumentada para evitar conductas impropias, lo más relevante tiene que ver con establecer adecuados estándares de revelación y transparencia de información, y, con determinar reglas pertinentes sobre la conducción de los negocios y los mercados, aunado a mejoras de gobierno y responsabilidad¹³⁷.

2.4. ANÁLISIS DE ENTORNO

A continuación se analizan los principales aspectos del orden nacional (tabla 6) e internacional (tabla 7) que inciden en el mercado de valores en Colombia.

¹³⁵ ¿Influyen los analistas financieros en las decisiones de financiación de las empresas? Resumen realizado por J. Carlos Gómez Sala (Universidad de Alicante) “Analysts Coverage and Capital Structure Decisions”, Xin Chang, Sudipto Dasgupta y Gilles Hilary, Working Paper, University of Melbourne y Hong Kong University of Science and Technology.

¹³⁶ Diario La República, 9 de Agosto de 2006, ANÁLISIS, “De la conducta irregular en el mercado”, Germán Bolívar / Cali.

¹³⁷ *Ibíd.*

2.4.1. Entorno nacional

Tabla: 6

Aspecto	Impacto en mercado de valores en Colombia
Crisis de confianza – incertidumbre.	<ul style="list-style-type: none"> • Aumenta la fuga de capitales y disminuyen los flujos de entrada. • Aumentan los costos de transacción.
Sofisticación, especialización y tecnificación de los actores y productos del mercado.	<ul style="list-style-type: none"> • Posibilidades de crecimiento. • Aumento del riesgo. • Canalización del ahorro al exterior y no en el país. • Aumento de las especializaciones.
Transformación de los mercados financieros.	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento de la competencia. • Aumento del riesgo.
Incremento en la volatilidad de los mercados.	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento del riesgo. • Aumento del riesgo sistémico.
Falta de educación y conocimiento del mercado de valores.	<ul style="list-style-type: none"> • Alta concentración. • Mercado de pocos jugadores.
Mercado bancario prevalece sobre el mercado no intermediado.	<ul style="list-style-type: none"> • El costo de los fondos es alto. • Concentración del riesgo. • Pocas alternativas de inversión.
Reforma del Estado.	<ul style="list-style-type: none"> • Nuevas reglas de juego. • Cambios en las prioridades de supervisión.
Fuente: Superintendencia de Valores, Plan estratégico 2003-2008, Análisis del Entorno del Mercado de Valores de Colombia.	

2.4.2 Entorno internacional

Tabla: 7

Aspecto	Impacto en mercado de valores en Colombia
Globalización de la economía.	<ul style="list-style-type: none"> • Oportunidad para nuevos negocios. • Aumenta la posible inversión extranjera. • Requiere competitividad y participación. • Exige empresas financieramente sostenibles. • Requiere adopción de estándares internacionales. • Exige cambios en la regulación.
Procesos de consolidación de la industria financiera.	<ul style="list-style-type: none"> • Mayores exigencias de capital. • Riesgo de concentración. • Desarrollo de conglomerados financieros.
Influencia de estándares internacionales.	<ul style="list-style-type: none"> • Obliga a mantenerse actualizado • Genera costos de adopción. • Implica cambios en la regulación. • Aumenta los requisitos para estar en el mercado. • Colombia pierde autonomía • Eleva la calidad y la competencia. • Condiciona la obtención de recursos.
Tecnología y sistematización (infraestructura internacional: sistemas de negociación, depósitos, servicios, etc.)	<ul style="list-style-type: none"> • Grandes inversiones. • Mayores riesgos. • Abre puertas a diversos fraudes. • Permite el desarrollo de nuevos mercados. • Aumenta la velocidad de los flujos de capital. • Acelera la información. • Mayor especialización en la supervisión.
Fraudes, delitos y falta de ética en el manejo de la información	<ul style="list-style-type: none"> • Demanda eficiencia en prevención y corrección. • Produce pérdidas. • Exige recursos tecnológicos para detectar infracciones. • Genera desconfianza. • Afecta la profundidad del mercado. • Debilita el mercado accionario. • Fomenta un mercado de corto plazo. • Se presentan nuevas posibilidades de infracción.
Conflictos internacionales (terrorismo, inestabilidad política).	<ul style="list-style-type: none"> • Volatilidad de flujos de capital y variables macro. • Deterioro de los emisores. • Crea oportunidades de desarrollo del mercado local.
Fuente: Superintendencia de Valores, Plan estratégico 2003-2008, Análisis del Entorno del Mercado de Valores de Colombia.	

2.5. VENTAJAS DEL PLAN COLOMBIA CAPITAL

Con esta iniciativa se busca que las compañías de tradición familiar, principalmente, que hoy no hacen parte del mercado bursátil colombiano obtengan conocimientos sobre el mercado de capitales y accedan a él¹³⁸. El objetivo es que las empresas se capaciten y puedan emitir acciones o bonos, como mecanismo de financiamiento cuando ellas lo crean conveniente.

Las empresas serán capacitadas en un ciclo de duración de seis a ocho meses e incluye formación desde el presidente, los vicepresidentes, hasta los miembros de las juntas directivas en temas de mercado de capitales y gobierno corporativo, a través del programa Colombia Capital, con el fin de que comiencen a acercarse a la Bolsa de Valores de Colombia y la vean como un mecanismo oportuno para conseguir los recursos necesarios¹³⁹.

Para la creación de este programa de capacitación, la Bolsa de Valores de Colombia, el Banco Interamericano de Desarrollo, las Cámaras de Comercio de Bogotá, Cali y Medellín, la Superintendencia Financiera, Asofondos y la Andi, firmaron un convenio en 2005, para destinar unos recursos al programa de cooperación que tiene como objetivo fortalecer el mercado de capitales del país¹⁴⁰. El programa Colombia Capital también contempla beneficios para las pequeñas empresas que no pueden participar directamente en el mercado de capitales, pero que requieren financiación de inversionistas para prepararse y que posteriormente puedan ser emisores¹⁴¹.

¹³⁸ Diario La República, 16 de Agosto de 2006, BURSATIL, "A la caza de más emisores con el plan Colombia Capital". Material suministrado al diario por la Bolsa de Valores de Colombia.

¹³⁹ *Ibíd.*

¹⁴⁰ *Ibíd.*

¹⁴¹ *Ibíd.*

3. DETERMINANTES DE LA PARTICIPACION EN CARTAGENA

3.1. METODOLOGÍA

El problema planteado se analizó por medio del uso de fuentes secundarias; como noticias de prensa y encuestas realizadas a los funcionarios encargados del área financiera de las empresas de la ciudad que fueron pertinentes para el estudio.

Se hizo búsquedas en páginas Web de diversas entidades, tales como: La Superintendencia de Valores, Departamento Nacional de Planeación, Cámara de Comercio de Cartagena, Ministerio de Hacienda y demás.

Adicionalmente se recurrió a información de la Bolsa Valores de Colombia, de donde se utilizó la lista de empresas que participan o alguna vez han participado en el mercado de valores, la cual suministra información sobre la ciudad de origen de la empresa y algunas variables generales como; sector al que pertenecen, representante legal, estado actual de participación y bursatilidad.

3.2. PLANTEAMIENTO DE LA ENCUESTA

El diseño de la encuesta se concibió de tal manera que se pudiese hacer uso del mismo formato en todas los casos, con el cual cada entrevistado de manera muy sencilla respondiese sólo a las preguntas pertinentes de acuerdo a la situación particular de la empresa.

Se plantearon cuestionamientos referentes a preferencias por fuentes de financiación de inversión, emisión o no de acciones o bonos en el mercado de

valores, razones por las cuales las dejaron de emitir estos títulos o por las que nunca se había hecho, posible interés en financiarse a través del mercado de valores y condiciones bajo las cuales si lo harían.

3.3. FORMULACIÓN METODOLÓGICA

Se determinó la necesidad de evaluar dos grupos de empresas de Cartagena con lo cual los resultados permitieran un diagnóstico más cercano a las intenciones de la investigación, teniendo en cuenta el definido y escaso número de participantes en el mercado de valores y el reducido volumen de potenciales para hacerlo.

Se estableció un primer grupo conformado por todas aquellas empresas de la ciudad que alguna vez estuvieron inscritas en el Registro Nacional de Valores y que emitieron acciones o bonos, encontrándose activas o no a la fecha (tabla 8). De esta manera se sabría como prefieren dichas empresas financiar sus inversiones de expansión, que porcentaje emitió acciones o bonos, razones por la cuales algunas se retiraron y bajo las cuales retornarían.

Tabla: 8

Empresas alguna vez inscritas
Abonos de Colombia
Cementos Argos
Compañía Hotelera Cartagena Hilton
Fondo de Titularización Inmobiliaria la Castellana
Surtigás

Un segundo grupo conformado por una muestra escogida por percepción de 15 de las 112 empresas potenciales emisoras existentes en Cartagena (tabla 9) según el

Vademécum de Mercados 2004 (10.000 EMPRESAS MAS IMPORTANTES DE COLOMBIA).

Tabla: 9

Empresas muestreadas
Asesorías y Construcciones
Autobol s.a.
Cabot Colombiana S.A.
Cicon S.A.
Harina 3 Castillos Rafael del Castillo & CIA. S.A.
Imec LTDA.
Indupollo
Industrias Astivik S.A.
Lotería de Bolívar
Monoblock S.A.
Océanos C.I S.A.
Panificadora del Caribe
Polybol S.A.
Protucaribe
Roberto Acero & CIA. LTDA.

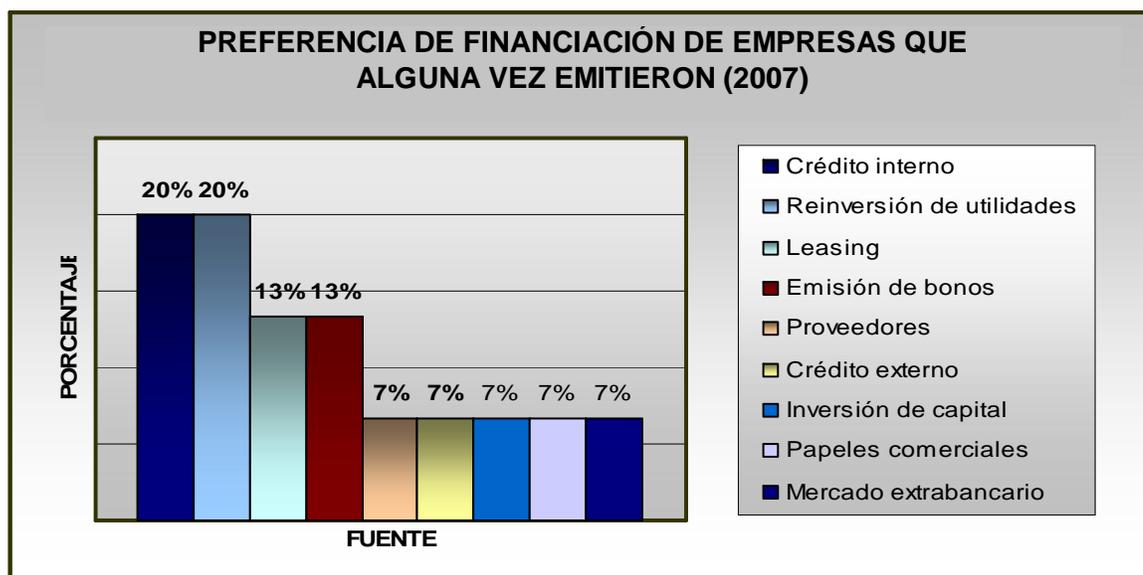
De esta muestra se obtendrían respuestas en cuanto a la manera en que algunas empresas de la ciudad prefieren financiarse para inversiones de expansión, principales motivos por los que no han emitido acciones ni bonos y condiciones de interés en financiarse vía mercado de valores.

Las encuestas en su mayoría fueron realizadas a través del envío y la recepción de faxes del formato a los funcionarios pertinentes, así como diligenciadas vía telefónica y visitas al lugar de trabajo.

3.4. RESULTADOS DE LA ENCUESTA

La situación colombiana se caracteriza por la restricción al acceso de financiamiento de las empresas, aunque después de la apertura, tanto comercial como de capitales, se ha relajado un poco el nivel de restricción. Ahora bien, las utilidades de las firmas son particularmente importantes como fuente de financiación; por lo que las empresas recurren al financiamiento solo después de reutilizarlas.¹⁴² “El grueso del financiamiento proviene del crédito bancario (83% de corto plazo) y el crédito de proveedores o extrabancario, entre estos dos elementos se explica cerca del 80% de la estructura de financiamiento de las empresas en Colombia. Un 15% del financiamiento proviene de la reinversión de utilidades. Es notorio el poco uso de los instrumentos de mercado como los bonos o acciones”¹⁴³.

Gráfica: 11 (Empresas inscritas)



La situación dada en las empresas estudiadas no dista mucho de la tendencia nacional (gráfica 11) y llama la atención la similitud de los resultados de las

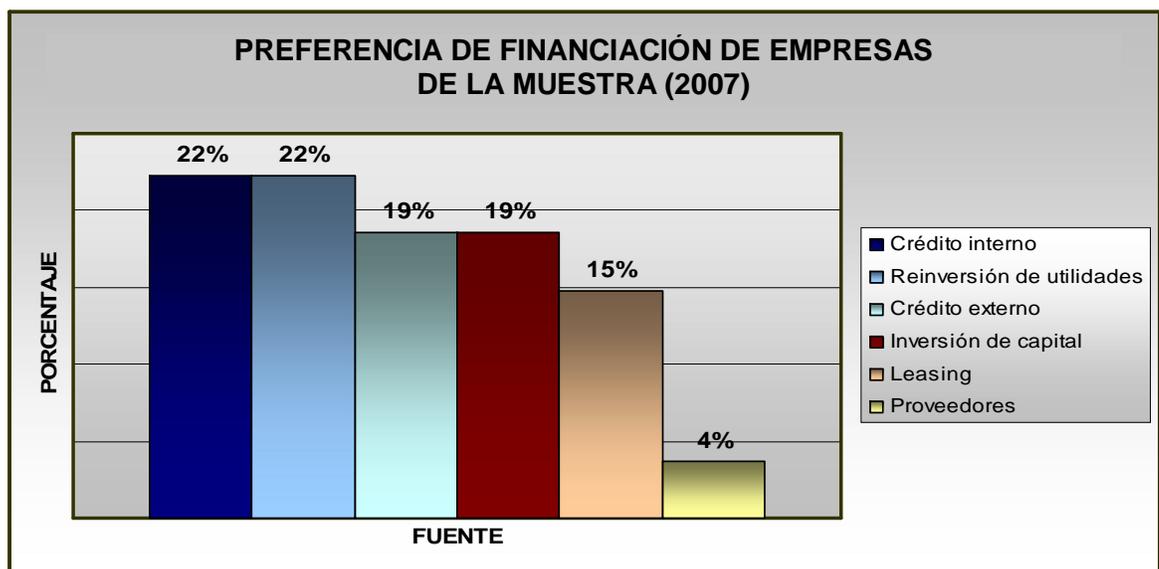
¹⁴² SEMINARIO “La competitividad de la empresa y su estructura de capital” El Caso Colombiano, MAURICIO CARDENAS SANTAMARIA.

¹⁴³ Resultados de la ENCUESTA DE OPINION EMPRESARIAL FEDESARROLLO, 2002.

encuestas y lo poco que cambian con el tiempo. La prioridad de financiamiento de las empresas que alguna vez han emitido acciones o bonos en el mercado de valores está dada por la reinversión de sus utilidades y créditos bancarios internos, conformando un 40% de su estructura de financiamiento. El leasing ocupa un 13% de preferencia al igual que la emisión de bonos, mientras que el crédito con proveedores, los créditos externos, las inversiones de capital, los papeles comerciales y el mercado extrabancario tienen cada una un 7% de prioridad a la hora de elegir financiarse.

Por su parte las empresas de la muestra demuestran predilecciones algo similares a las anteriores, (gráfica. 12) con un 44% entre reinversión de utilidades y créditos bancarios internos de corto plazo, mientras que el crédito externo y las inversiones de capital siguen en el orden con 19% cada una. El leasing pesa un 15% de sus preferencias y recurren a créditos con proveedores en un 4%.

Gráfica: 12 (Empresas de la muestra)



Pareciera que en algunas empresas y mucho más en las muestreadas existiese un estado de conformidad y de aversión al riesgo, lo cual se traduce en una posición

cómoda, donde no se quieren diluir ni tampoco endeudar a largo plazo. Generalmente utilizan sus recursos propios, tendencia creciente tal vez justificada por los beneficios otorgados a la reinversión de utilidades en la ley “863 de 2003¹⁴⁴”, así como créditos bancarios de corto plazo; énfasis que no conduce a procesos de inversión, de reconversión y de innovación, lo que puede ser señal de una tendencia a cubrir primordialmente sus necesidades de liquidez inmediata para solventar sus pasivos corrientes.

Cuando se presenta un mayor financiamiento vía reinversión de utilidades que financiamiento con deuda y con acciones o aumento de capital (composición de financiación) se puede generar un mayor costo de uso de capital¹⁴⁵, lo cual influye en el rendimiento del patrimonio, tal preferencia puede indicar falta de coordinación a la hora de planear inversiones que redunden en verdadero crecimiento de la firma.

“El endeudamiento puede resultar más barato que la financiación propia pues, por norma general, los inversionistas exigen una retribución mayor (de otra manera, preferirían ser acreedores y no inversionistas), ya que dentro de dicha retribución debe estar incorporado el costo de la financiación”¹⁴⁶.

Supóngase una compañía con activos totales equivalentes a un millón de pesos, que pueden ser financiados con recursos propios, mediante financiación externa o con una combinación de ambas fuentes. Supóngase además una utilidad antes de intereses de cuatrocientos mil pesos, una tasa de interés del 30% y un impuesto sobre la renta del 35%. (tabla 10)

¹⁴⁴ Por la cual se establecen normas tributarias, aduaneras, fiscales y de control para estimular el crecimiento económico y el saneamiento de las finanzas públicas.

¹⁴⁵ Departamento Nacional de Planeación, ARCHIVOS DE ECONOMIA, Costo de uso de Capital en Colombia 1997-2003, Leonardo Rhenals Rojas, Resultados, Costo de Uso del Capital, Pág. 15.

¹⁴⁶ ANÁLISIS FINANCIERO, INTERPRETACIÓN DE LAS RAZONES FINANCIERAS, INTERVALO BÁSICO DEFENSIVO, Ing. José Luís Hernández Cabrera, Universidad Privada Abraham Valdelomar – Perú.

Tabla: 10

Ejercicio de simulación: financiación propia vs. endeudamiento						
Capital	Deuda	UAll	Interés	UAI	Impues	Retorno
\$1.000.0	\$0	\$400.000	\$0	\$400.000	\$140.000	26.00%
\$800.000	\$200.000	\$400.000	\$60.000	\$340.000	\$119.000	27.63%
\$600.000	\$400.000	\$400.000	\$120.000	\$280.000	\$98.000	30.33%
\$500.000	\$500.000	\$400.000	\$150.000	\$250.000	\$87.500	32.50%
\$300.000	\$700.000	\$400.000	\$210.000	\$190.000	\$66.500	41.17%
\$100.000	\$900.000	\$400.000	\$270.000	\$130.000	\$45.500	84.50%

“Puede observarse que en la medida en que el nivel de deuda sea mayor, también lo será la rentabilidad de los inversionistas con relación al capital aportado. Por esta circunstancia, se afirma que el costo de financiación por medio de deuda es menor al costo de los recursos propios, dada su variabilidad en éste caso”¹⁴⁷.

La deducibilidad de los intereses puede producir una importante generación de recursos internos para futuras inversiones, gracias al menor impuesto que se paga; siempre y cuando dicho menor impuesto causado por el uso de la deducción proveniente de los gastos financieros, sea retenido de las utilidades netas, a fin de evitar que los recursos así generados se distribuyan implícitamente a los accionistas¹⁴⁸.

A medida que se incrementa el volumen de la deuda aumentan los intereses causados, pero a su vez se produce un menor gravamen, lo cuál significa que de cierta forma el Estado subsidia el costo de la financiación externa obtenida por las empresas¹⁴⁹. Bajo un enfoque de planeación estratégica, éstas no deberían distribuir

¹⁴⁷ *Ibíd.*

¹⁴⁸ *Ibíd.*

¹⁴⁹ *Ibíd.*

ese menor impuesto, sino retenerlo bajo la figura de reserva voluntaria, para ser acumulado y, posteriormente utilizado¹⁵⁰.

Lo anterior puede ser reflejo de un ciclo de desempeño lineal en el tiempo, sin perspectivas de un crecimiento significativo, donde no importa que el tamaño del mercado aumente ni se pretenda restarle participación a la competencia, como lo hacen aquellas compañías que tienen grandes proyectos y crecen.

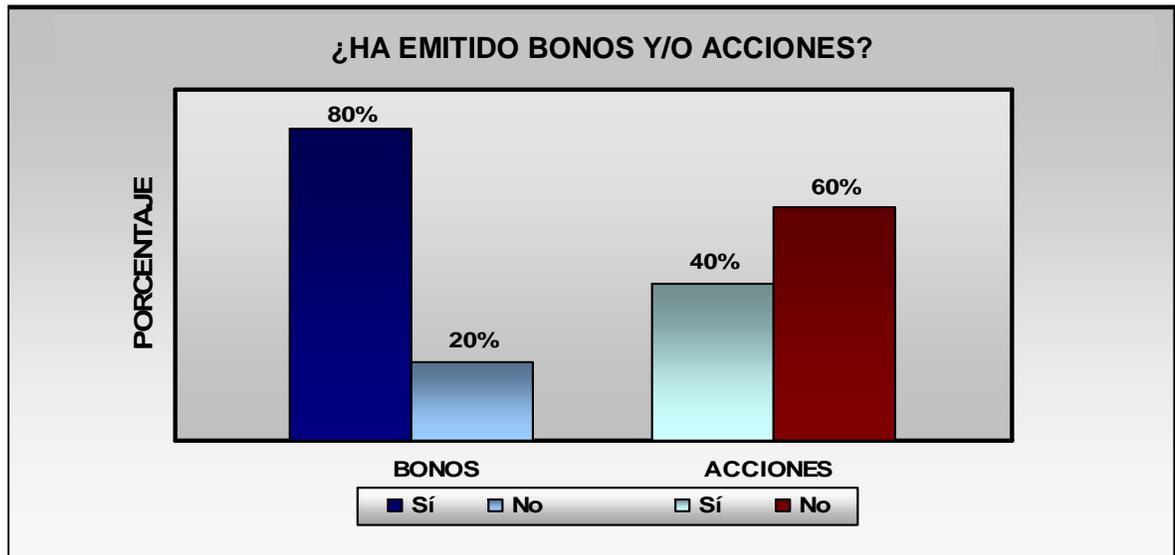
Las anteriores propensiones pueden deberse a un estándar de cultura empresarial en término general y no específicamente en el entorno local, algo que se confirma con comentarios de Fedesarrollo¹⁵¹ basados en su encuesta de Opinión Empresarial 2003, donde dicen que las empresas más grandes tienen más acceso al crédito bancario y las más pequeñas tienen que recurrir más al crédito de proveedores o extrabancario, pero que todas reinvierten sus utilidades aunque un poco menos las empresas grandes y, sin importar el tamaño, es muy baja la utilización de instrumentos de mercado.

Las empresas en estudio, inscritas en el Registro Nacional de Valores han emitido acciones alguna vez en un 40% de sus posibilidades, en tanto que sus emisiones de bonos duplican esa cuantía (gráfica 13). Indudablemente la financiación vía deuda ha sido y sigue siendo de mayor peso entre estos dos tipos de emisiones.

¹⁵⁰ *Ibíd.*

¹⁵¹ Op. Cipt. SEMINARIO “La competitividad de la empresa y su estructura de capital” El Mercado de Capitales en Colombia, Estructura de financiamiento de las empresas 1995-2002.

Gráfica: 13 (Empresas inscritas)



A pesar de no incurrir en altos costos financieros al momento de una emisión de acciones, de no tener cargos fijos ni fechas de vencimiento, de poderse vender más fácil que la deuda, de aumentar el valor crediticio de la firma y fortalecer al patrimonio, son las emisiones de deuda las que representan el mayor volumen de emisiones entre estas dos opciones, lo cual se explica por la preferencia que tienen los empresarios por la ventajas de éstas últimas.

Las empresas pueden reestructurar sus pasivos, reemplazando sus compromisos de corto plazo por deudas de largo plazo con un menor costo financiero y con una estructura de pagos definida acorde a las necesidades de la empresa¹⁵², reduciendo el riesgo de incumplimiento del pago de los pasivos; de esta manera obtienen una mayor capacidad de maniobra para administrar los recursos de la

¹⁵² Sería así como un cambio de deuda cara por deuda barata con amplia versatilidad.

empresa en el corto plazo y facilitan el cumplimiento de otros compromisos no financieros¹⁵³.

Históricamente la tasa de interés que pagan las empresas por sus títulos de deuda se ha encontrado entre la tasa captación y colocación referencial ofrecida por las instituciones bancarias. Es lógico entonces que ellas elijan reducir sus costos de financiamiento con esta alternativa a la vez que ofrecen al inversionista un instrumento de inversión más atractivo, con lo cual se incrementa la demanda retroalimentando sus propias posibilidades de segundas colocaciones de manera más fácil debido a que ya se han hecho conocidas.

De las razones por la cuales nunca han emitido acciones destacan como la principal no haberlo requerido o realmente no les interesa (gráficas 14 y 15). Impedir el acceso de desconocidos, no perder el control de la empresa y mantener dominio sobre el valor del patrimonio siguen en el orden. Otras razones son: La falta de demanda por parte del mercado, la percepción de que los títulos van a estar subvalorados y tener que hacer pública información de la empresa. Algunas dicen desconocer la alternativa y otras mencionan problemas de liquidez, costos y el exceso de requisitos y trámites.

¹⁵³ MANUAL PARA EL EMISOR, MANUAL INFORMATIVO DE LA BOLSA DE VALORES DE EL SALVADOR, www.bves.com.sv, Qué debe saber para... Emitir en la Bolsa de Valores, BENEFICIOS DE FINANCIARSE A TRAVÉS DE LA BOLSA, FINANCIAMIENTO.

Gráfica: 14 (Empresas inscritas)



Gráfica: 15 (Empresas de la muestra)



Las empresas de manera radical responden a su decisión de no financiarse vía emisión de acciones el no haberlo requerido o interesado, pero a manera de justificar su negativa, argumentan que prefieren conservar una estructura

propietaria donde no haya entrada de inversionistas con capitales de desconocida procedencia, a fin de mantener la idoneidad de la compañía y evitar inconvenientes con las autoridades, algo que asocian a problemas como tráfico de drogas y guerrillas. Pero en realidad esa primera justificación queda desplazada por el temor de perder el control de la empresa a través de la participación en propiedad de nuevos accionistas (aunque sean idóneos), dada las cerradas estructuras organizacionales y administrativas de tipo familiar, poco dispuestas a entrar a un proceso natural de institucionalización donde se tengan que modificar algunos valores tradicionales y cambiarlos por otros institucionales. Es decir, poseen una barrera que no les permite lanzarse a emitir acciones ya no quieren asociarse con factores externos a la empresa como son la dinámica global, la vigilancia institucional de los mercados, los elementos de regulación y autorregulación de los mismos, así como ventajas competitivas y de supervivencia de las empresas, ya que éstos imponen la necesidad de institucionalizar¹⁵⁴.

La falta de demanda parece jugar un papel importante para no querer emitir acciones, lo que ver con el tamaño de las empresas. Perciben que al hacer una emisión de acciones al público, no van a contar con las suficientes cantidades demandadas de éstas, como para justificar sus costos de lanzamiento, lo cual se acentúa cuando son empresas pequeñas y poco reconocidas en el mercado.

“Dentro de las empresas aparece un obstáculo sobre la reserva de información y ello se debe en gran parte a que los empresarios no gustan de contar sus éxitos. Las empresas colombianas que han aprendido el poder de los sistemas formales de innovación no les gusta mucho contar su historia. En consecuencia, quienes vienen atrás no cuentan con ejemplos claros para seguir. A veces, a los directivos

¹⁵⁴ Institucionalizar Empresas Familiares a través del Gobierno Corporativo, Por: C.P. Carlos Moreno Carranza, Artículo/Marzo 2007, Horwath Castillo Miranda (Consultoría de Riesgo)

de estas empresas les parece que estarían cediendo una ventaja competitiva crítica si revelan información”¹⁵⁵.

En contraste puede haber otros motivos para ocultar información y no precisamente concernientes al éxito, sino más bien a fallas de ética corporativa, contrapuestas a las buenas prácticas que implica la implementación de Gobierno Corporativo en la empresa¹⁵⁶ (artículo 44 de la Ley 964)¹⁵⁷, donde la transparencia forma una de las principales coordenadas que rigen el funcionamiento de ésta y define la manera en que las empresas operan, son controladas e interactúan con los accionistas y con otros agentes que tienen intereses económicos en las mismas. El hecho de publicar información, tanto positiva como negativa, hace que las empresas sean unas vitrinas al público. ¿Habrá mucha información negativa que ocultar?

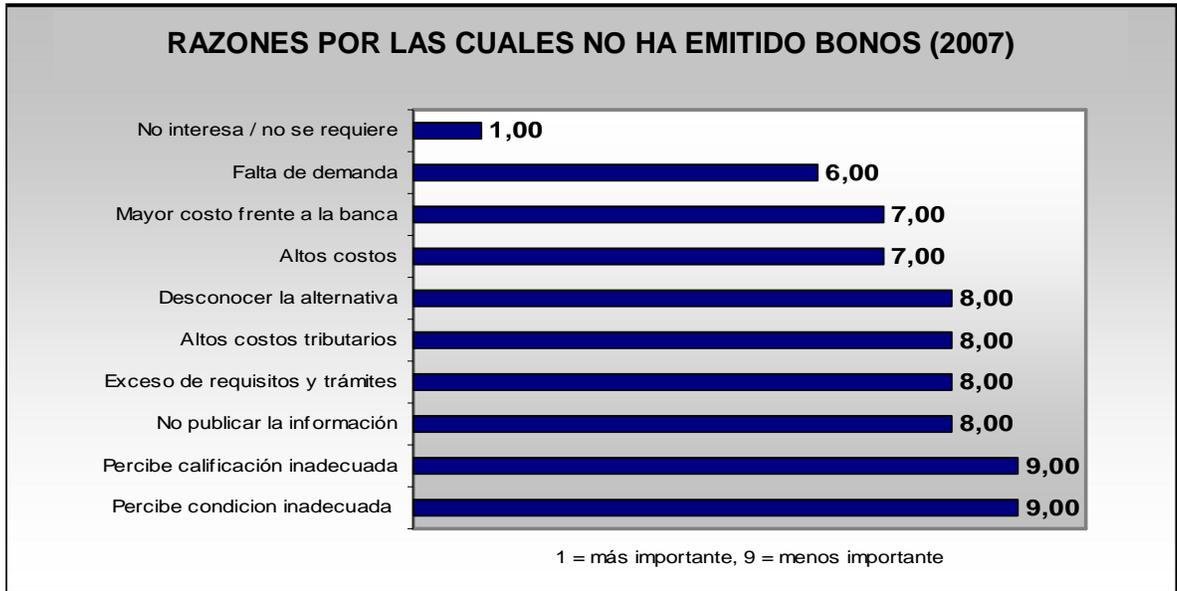
Las que no han hecho emisión de bonos lo atribuyen básicamente a la falta de interés o no requerirlo (gráfica 16 Y 17). Otras de las mencionadas justificaciones son: la falta de demanda, el mayor costo frente al crédito bancario y los altos costos. También resaltan no conocer la alternativa, los costos tributarios, el exceso de requisitos y tener que publicar información de la empresa.

¹⁵⁵ INNOVACIÓN (publicado 27/10/2006), Rafael Vesga, profesor de la facultad de administración de la Universidad de los Andes, <http://cec.uniandes.edu.co/innovación>.

¹⁵⁶ Consistente en el conjunto de relaciones que se establecen entre los diferentes participantes en la empresa con el fin de garantizar que cada uno haga y reciba lo justo.

¹⁵⁷ En cumplimiento de los estándares internacionales y con la intención de proteger a los accionistas minoritarios, generar confianza en el público inversionista y mejorar la competitividad y eficiencia de las empresas, el artículo obliga a que las Juntas Directivas de los emisores de valores se integren por un mínimo de cinco (5) y un máximo de diez (10) miembros principales, de los cuales por lo menos el veinticinco por ciento (25%) deberán ser independientes.

Gráfica: 16 (Empresas inscritas)



Gráfica: 17 (Empresas de la muestra)



La falta de interés y de necesidad en financiarse con emisión de obligaciones es la primera razón que dan los empresarios al hecho de no haber emitido bonos. Además de esta aparente falta, se destacan las expectativas de los empresarios con respecto a lo que otros hagan. Si un empresario espera muchos seguidores a

su iniciativa entenderá que hay expectativas de alta demanda y bursatilidad por los instrumentos que se han de emitir. En contrario si espera que sólo unos pocos lo secunden, entenderá que se percibe un bajo volumen de demanda y de potenciales transacciones. Según estudios, las expectativas cuando el mercado de capitales es poco profundo son bajas, de forma tal que nadie querrá ser el primero en arriesgarse. Así las cosas, se entiende que esa percepción de falta de demanda que tienen las empresas esté fundamentada en la noción que nuestro mercado de valores tiene escasa profundidad.

Para algunas empresas su decisión de financiamiento por medio de títulos de deuda obedece a un problema de costos, contrastado con los que implican los créditos vía sistema bancario. Resulta evidente que para el caso de emisiones muy pequeñas el costo de financiarse con deuda se encuentra muy cercano al del financiamiento bancario¹⁵⁸. En ese sentido, se podría decir que para que una empresa obtenga un beneficio al emitir bonos, el monto a colocar deberá ser lo suficientemente grande como para absorber los costos fijos que implican los trámites de inscripción¹⁵⁹. Asimismo, cuando las firmas son conocidas sus costos de conseguir fondos con bonos son menores en términos relativos, como lo revela Juan Pablo Córdoba (presidente de la BVC). Ello podría indicar que el tamaño de las empresas es pequeño o son poco conocidas dado que asumen más aceptables los créditos de la banca, sin embargo, las decisiones en torno a las fuentes de financiación dependen de condiciones económicas específicas¹⁶⁰.

¹⁵⁸ Análisis sobre los costos en que incurre un emisor al financiarse vía Bolsa, Elaborado por: Superintendencia General de Valores, Departamento de Investigaciones Bursátiles, COSTOS DE LAS PRINCIPALES FORMAS DE FINANCIACIÓN, Conclusiones.

¹⁵⁹ Clemente del Valle, superintendente de valores, considera que una suma mínima para una emisión de bonos puede estar entre \$30.000 millones o \$40.0000 millones.

¹⁶⁰ Modigliani-Miller (1958) señalaron que bajo condiciones “normales” de los mercados, las firmas serían indiferentes frente a sus diversas fuentes de financiamiento, debido a la aparente equivalencia intertemporal de las mismas. Sin embargo, la existencia de mercados “incompletos” y el problema de la “información asimétrica” hacen que, en la práctica, la respuesta varíe para condiciones específicas de los mercados.

Algunas empresas tienen muy en cuenta que una emisión de bonos implica costos como inscripciones, cuota de sostenimiento, contratación de una firma especializada que califique la emisión, pago por la administración y custodia de la emisión, honorarios de agentes y otros gastos generales; por lo que prefieren un crédito corporativo que sólo requiere el pago de impuesto de timbre (1.5% del monto)¹⁶¹. Sin embargo, lo que no hacen es tomar la tasa de interés de colocación del bono o del crédito como variable fundamental para determinar costos.

A manera ilustrativa apréciense las simulaciones de ANIF¹⁶², en las cuales se considera la tasa de interés antes mencionada para la determinación de los costos. En ellas se toman como referentes históricos recientes las emisiones del primer trimestre de 2006, con colocaciones entre \$9.000 a \$450.000 millones, con plazos de vencimiento en el rango cinco a veinte años y calificadas en el rango AA+ hasta AAA. En el caso de los créditos, se trataría de empresas con un perfil financiero similar a las que hicieron emisiones de bonos durante 2006.

Se calcula la Tasa Interna de Retorno (TIR) de las alternativas de financiación. Como “*benchmark*” se estableció una DTF real de 2% anual y una inflación de largo plazo de 4% anual¹⁶³.

“Los resultados generales de esta simulación indican que la alternativa de emisión de bonos privados, bajo las condiciones imperantes durante el primer trimestre de 2006, era más favorable para las firmas que la alternativa de fondear dichos proyectos con créditos del sector financiero. Para horizontes financieros a cinco años, la diferencia del costo efectivo entre las dos alternativas es de 230 puntos básicos a favor de los bonos privados. (tabla 11) Sin embargo, cuando el plazo se

¹⁶¹ ENFOQUE MERCADO DE CAPITALES, ANIF-DECEVAL, Sergio Clavijo, Julio 14 de 2006, Edición 5. La Emisión de Bonos Corporativos en el Mercado de Valores de Colombia: La experiencia reciente (2000-2006)

¹⁶² *Ibíd.*

¹⁶³ *Ibíd.*

extiende a siete años, la diferencia se estrecha a sólo 80 puntos básicos. Curiosamente, si el plazo llega a diez años, el costo de un crédito se amplía a 420 puntos básicos por encima de lo que representa la emisión de bonos privados. Cabe aclarar que se parte del supuesto de que estos bonos se logran colocar con condiciones tan favorables como las de tasa fija nominal de tan sólo 7.59% anual¹⁶⁴.

Tabla: 11

Ejercicio de simulación: TIR según modalidad de financiación						
Plazo	Monto	Calificación	Bonos		Crédito	
			Tasa	TIR	Tasa	TIR
5	9.000	AA+	DTF+ 1.59	8.3	DTF+ 4	10.6
7	100.000	AA+	IPC+ 6.29	10.7	DTF+ 5	11.5
10	450.000	AAA	7.59	7.7	DTF+ 5.5	11.9
20	120.000	AAA	IPC+ 4.8	9.1		

Fuentes: Deceval y Cálculos Anif.

Aunque las simulaciones de costos de financiamiento señaladas anteriormente indican que las emisiones de bonos corporativos pueden llevar asociado un costo efectivo inferior al del crédito tradicional, es probable que tales diferencias puedan estrecharse hacia el futuro, dada la actual coyuntura de restricciones monetarias a nivel nacional e internacional¹⁶⁵.

Al igual que conseguir fondos de capital, el tema de la obligación de reportar información contable, financiera, estadística, hechos relevantes, suscripción de declaraciones juradas, etc., no por el tiempo de su elaboración, sino por la necesidad de desviar la concentración de la actividades principales de la empresa a esa tarea lleva consigo un costo de oportunidad considerable. Toca sumarle que ante eventuales incumplimientos de dichos requisitos de información, la empresa y

¹⁶⁴ *Ibíd.*

¹⁶⁵ *Ibíd.*

sus representantes legales, se exponen a sanciones que podrían afectar su imagen y credibilidad ante el público, generando un "stress" adicional que no se tiene con el financiamiento tradicional.

Cuando los empresarios comentan que otra de las razones por las cuales la firma no ha emitido bonos es porque consideran que no cuentan con las condiciones adecuadas, muy posiblemente están haciendo referencia a las implicaciones del gran cambio que conlleva involucrarse en el mercado de valores; en cuanto a la forma de pensar al nivel más alto de la organización, donde se deban ajustar a esquemas de administración más formales y transparentes, para los cuales deban disponer de cierta capacidad con la que no se cuenta. Esto demuestra que perciben la organización en una situación de rezago, donde no estarían en condiciones de enfrentar una actuación en la que se pueda apreciar con claridad la responsabilidad de planes estratégicos que aseguren la permanencia de la sociedad; la implementación de mecanismos necesarios para un buen control interno que asegure confiabilidad en la información y tener sistemas de información acorde a las operaciones de la empresa.

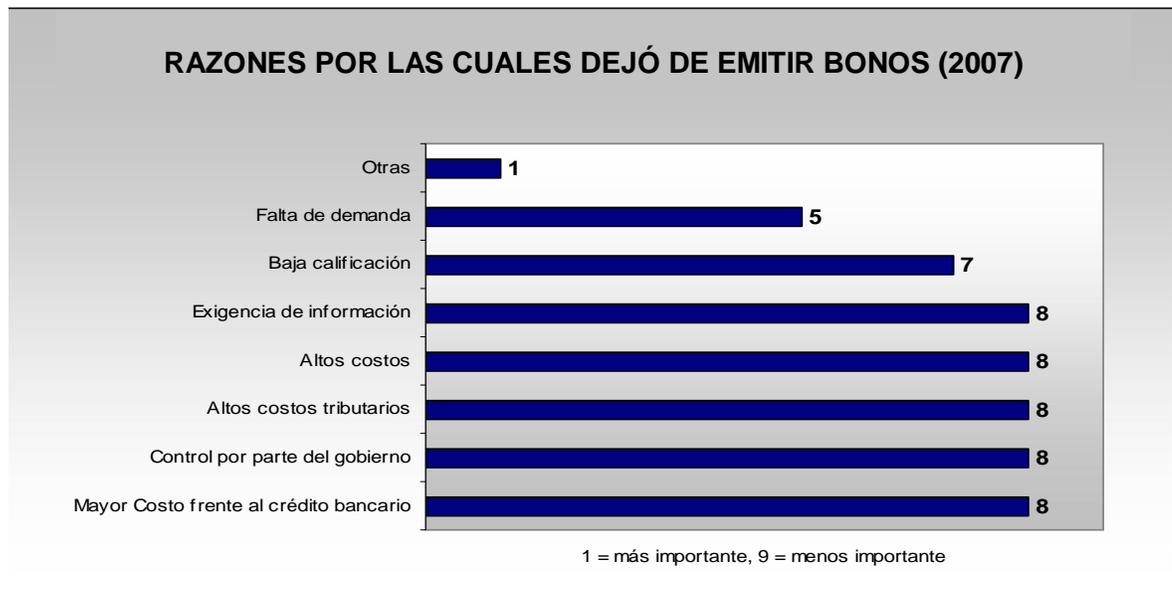
En cuanto a haber dejado de emitir acciones algunas empresas no definieron un motivo en particular. Se podría presumir que los considerables costos anuales para mantenerse inscrito en el Registro nacional de Valores hayan catalizado la decisión sumada al hecho de mantener emisiones sucesivas año tras año para lograr presencia significativa en el mercado¹⁶⁶. Muchas de las ventajas de la financiación con acciones sólo se hacen evidentes cuando hay una vocación de crecimiento hacia el largo plazo¹⁶⁷.

¹⁶⁶ Según Clemente del Valle teniendo vocación de aumento ésta anhelada presencia se podría alcanzar entre 5 y 6 años de emisiones continuas.

¹⁶⁷ Gaceta financiera, Revista Dinero, FERNANDO DE JESÚS FRANCO CUARTAS, 07/08/2005.

Por su parte, aquellas que decidieron abandonar la emisión de títulos de deuda argumentan principalmente que se debió a la falta de demanda de éstos y a tener que tolerar una baja calificación (gráfica 18).

Gráfica: 18 (Empresas inscritas)

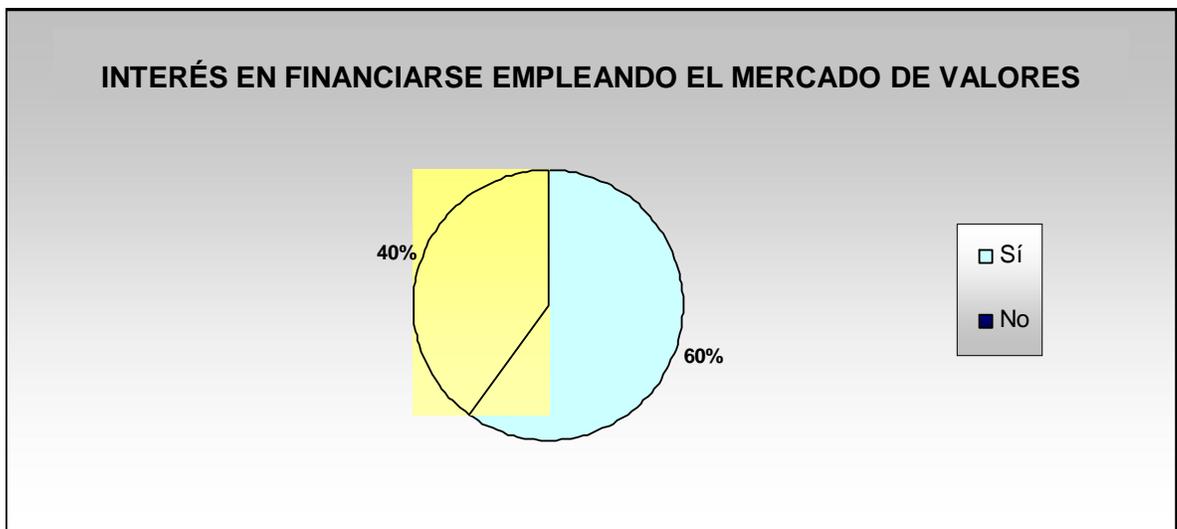


Las definiciones del contenido de documentos de calificación son el reflejo de las metodologías utilizadas por las sociedades calificadoras a la hora de evaluar una empresa, lo cual se promueve con el objeto de brindarle al mercado información, y al inversor elementos de juicio para tomar decisiones. De manera que cuando las organizaciones no poseen estructuras que permitan ofrecer títulos con buena calificación y un nivel de riesgo aceptable, deben recurrir a su implementación; lo que conlleva incremento en costos, tiempo y complejos procesos de calificación. El que hayan tenido que tolerar una calificación poco favorable es indicio de que prefirieron ahorrarse tal implementación dejando su suerte en las decisiones del mercado; que en Colombia, sólo mira con benevolencia aquellos títulos con

calificación AAA, tolera AA+ y tal vez AA¹⁶⁸, lo que en consecuencia explica la baja demanda que atribuyen como motivo para dejar de emitir.

En cuanto a estar dispuesto en cambiar la estructura de financiamiento empleando el mercado de valores, las empresas inscritas que abandonaron sus emisiones (40%) manifestaron total desinterés en retornar (gráfica 19). Lógicamente las que se mantienen afirman interés en este tipo de mecanismo.

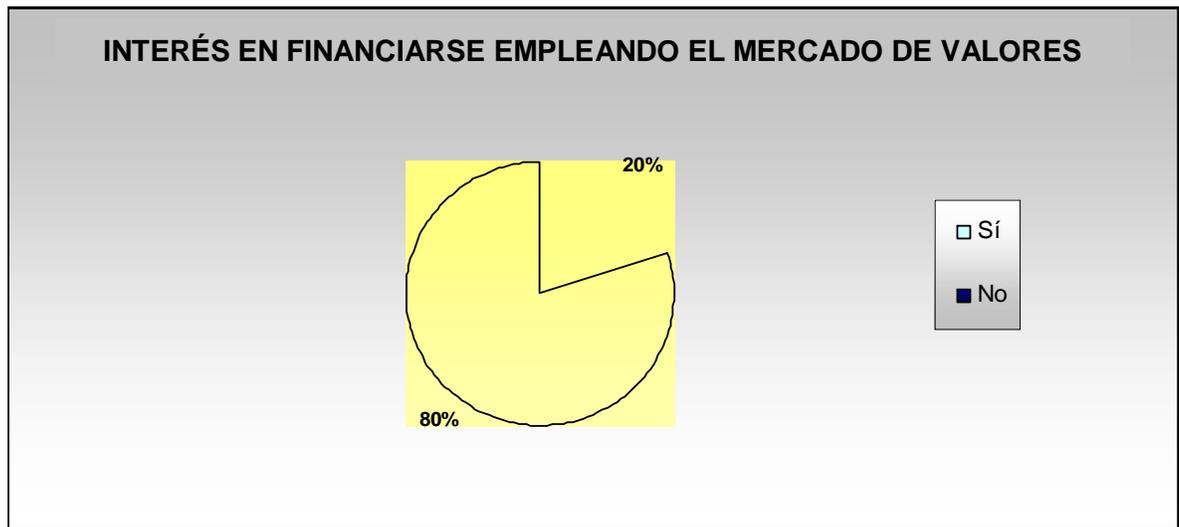
Gráfica: 19 (Empresas inscritas)



Entre tanto sólo el 20% de las muestreadas responden estar dispuestas a cambiar su estructura de financiamiento de esta manera (gráfica 20), mientras que el resto, un 80% responde no interesarle.

¹⁶⁸ Desarrollo del Mercado de Capitales en Colombia, Rompiendo el círculo vicioso, Algunas reflexiones, Rafael María González Guillen, Febrero 23 de 2007.

Gráfica: 20 (Empresas de la muestra)



Es curioso que la respuesta mayoritaria sea que la estructura no es la óptima pero que no le genera ninguna restricción de crecimiento a la firma. Las empresas en general parecerían estar satisfechas con esa estructura de financiamiento; con la cual hacen visible el excesivo énfasis en financiación bancaria cortoplacista.

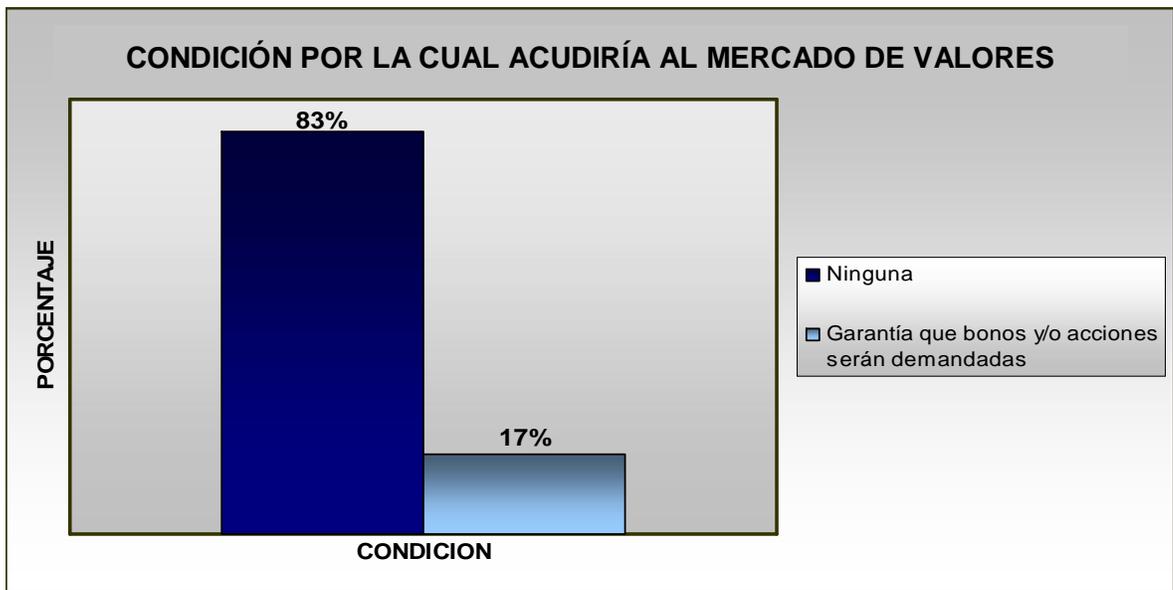
Parece que la limitante de la llegada de estas empresas a la bolsa es la falta de ambición, dado que buscan más que todo conseguir sumas intermedias de dinero de corto plazo, y es lógico si se tiene en cuenta que algunas evaluaciones básicas muestran que es más barato financiar una expansión de planta con un crédito de tesorería a una tasa cercana a la DTF (7,1% anual) y luego con bonos (10,5% a 10 años), que ir al mercado de acciones, cambiar el esquema de gobierno corporativo y ceder propiedad. Algo preferible para los propietarios, que muestran reticencia para admitir inversiones de terceros en las empresas, sustentado en razones de tipo cultural por lo que eligen una estructura propietaria que les permita el control de la empresa y el manejo confidencial de la información.

Estudios de la Superintendencia de Valores corroboran que dentro de las empresas medianas, cuanto más pequeñas más dependencia del sector bancario tradicional muestran, mientras que en las más grandes el capital es importante. Ello

indica que las firmas no son de gran tamaño y probablemente con discretos proyectos de crecimiento¹⁶⁹.

En medio de las empresas de la muestra que niegan interés inicial en cuanto a un cambio de estructura, existe un 17% que alude cierta disposición en emitir bajo la garantía que bonos y/o acciones sean demandados (gráfica 21).

Gráfica: 21 (Empresas de la muestra)



Evidentemente algunas empresas están poco dispuestas a asumir el riesgo, algo que muy probablemente esté fundamentado en una pobre mentalidad para crecer al ritmo que les pide la globalización, debido a que conservan un patrón cultural; donde se le teme además de perder control, al cambio de estilo empresarial.

¹⁶⁹ “si se tienen que hacer inversiones importantes esa estructura tan sesgada a corto plazo no es la ideal en una economía que tiene que crecer”, Clemente del Valle Borraez, Superintendente de Valores de Colombia.

4. CONCLUSIONES

En el mercado global se realizan virtualmente todo tipo de operaciones caracterizadas por su elevado grado de liquidez y la ausencia de trabas para el libre flujo de capitales, donde las bolsas de Nueva York, Tokio y Londres representan hoy más del 70% de la capitalización bursátil.

En América Latina la participación de los mercados de valores asciende a 50% del PIB aunque en la actualidad aun se presenta un fenómeno de deslistamiento de empresas de sus mercados de origen (emergentes) para buscar otros de más profundidad y mejor impacto para las firmas, lo cual reduce significativamente el volumen de transacciones. La capitalización con relación al PIB no muestra un rol determinante como fuente de financiamiento del sector real de las economías.

Colombia muestra un valor promedio de capitalización entre 1990 y 2001 del 13.7%, crecimiento más alto que el de Estados Unidos y el total mundial.

En América Latina la negociación de títulos de renta fija ha constituido una característica generalizada, que ha alcanzado el 64% del total, Colombia por su parte muestra entre 1996 y 2000 un promedio del 94% de estas operaciones. Sin embargo, en el contexto de la región, aún se tiene un largo camino por recorrer en aspectos como crecimiento, liquidez, concentración e integración.

En Colombia las empresas se financian en muy bajo porcentaje a través del mercado de valores; del total de recursos para inversión, el 1.6% proviene de acciones y el 0.3% de bonos. En su mayoría los recursos provienen del crédito bancario, con proveedores y de la reinversión de utilidades. Por el lado de la demanda existe una limitada participación de los inversionistas institucionales en el mercado de capitales, motivada por la restringida oferta de instrumentos y las limitaciones a las inversiones del portafolio, impuestas por las autoridades.

El mercado colombiano aun presenta indicadores deficientes en cuanto a profundidad, liquidez, rotación, capitalización y empresas inscritas a cotización, así como índices de concentración de las negociaciones en muy pocos papeles y escasa oferta de productos, tanto de renta variable como de renta fija.

El mercado accionario es de bajo crecimiento, con excesiva concentración de la propiedad familiar, pocos emisores inscritos, bajo cumplimiento de prácticas de gobierno corporativo, bajos estándares de profesionalización, control interno y conducta de agentes y deficiente calidad en la revelación de información.

La prioridad de las empresas de Cartagena que alguna vez han emitido acciones o bonos está dada por la reinversión de utilidades y créditos bancarios internos, siguiendo en orden de importancia el leasing, la emisión de bonos, crédito con proveedores, créditos externos, inversiones de capital, papeles comerciales y el mercado extrabancario. Las escogidas en la muestra reflejan predilecciones algo similares a las anteriores. Financiarse mayormente vía reinversión de utilidades genera mayor costo de capital, en contrario, cuando se incrementa el volumen de la deuda se aumentan los intereses causados, pero se produce un menor gravamen que las firmas podrían retener como reserva voluntaria y posteriormente utilizarlo. Como la preferencia es la primera se intuye descoordinación en la planeación de inversiones, lo cual puede ser reflejo de desempeño lineal en el tiempo, sin perspectivas de crecimiento significativo, que demuestra que la conformidad es la posición más cómoda que adquieren, sin intenciones de invertir expansivamente y sólo con tendencias de solventar pasivos. Estas propensiones pueden deberse a un patrón de cultura empresarial.

Dentro de las empresas estudiadas las emisiones de deuda duplican a la de acciones, lo cual se explica por la preferencia de reestructurar los pasivos, reemplazando sus compromisos de corto plazo por deudas de largo plazo, así como cumplir con otros compromisos no financieros.

Algunas empresas cartageneras prefieren conservar una estructura propietaria sin la entrada de inversionistas con capitales desconocidos y poseen temor de perder el control a través de la participación de nuevos accionistas debido a sus cerradas estructuras familiares reacias a institucionalizarse. Poseen una barrera ante la dinámica global, que atropella la ventaja competitiva y la supervivencia empresarial. La falta de demanda parece jugar un papel importante para no querer emitir acciones, lo cual se acentúa en empresas pequeñas y poco reconocidas. La reserva de información luce ligada a fallas de ética corporativa, contrapuestas a buenas prácticas de Gobierno Corporativo y transparencia.

La falta de expectativa de alta demanda y bursatilidad por títulos de deuda frenan la intención de emitir, evitando arriesgarse en un mercado poco profundo. Para algunos la decisión obedece a un problema de costos, contrastado con costos de los créditos bancarios y más aun para el caso de emisiones muy pequeñas, donde no se pueden absorber algunos costos fijos. Tampoco consideran la tasa de interés de colocación del bono o del crédito como variable para determinar costos. Por otra parte no desean reportar información para no desviar el rumbo de las actividades regulares y menos aun quieren involucrarse en los cambios que conlleva el mercado de valores.

Haber dejado de emitir acciones parece haber estado ligado mayormente a los costos anuales para mantenerse inscrito, sumado al hecho de mantener emisiones sucesivas año tras año para lograr presencia significativa en el mercado. La escasa demanda y bajas calificaciones afectaron la permanencia de los bonos.

Aunque la estructura de financiamiento de ciertas empresas no sea la óptima, parecerían estar satisfechas; notándose énfasis en financiación bancaria cortoplacista y falta de ambición. Cuanto más pequeñas las empresas más

dependencia del sector bancario tradicional, ello indica que las firmas no son de gran tamaño y probablemente con discretos proyectos de crecimiento.

Hay empresas que están poco dispuestas a asumir riesgos, algo probablemente fundamentado en poca intención de crecer al ritmo que pide la globalización, que por patrones culturales se teme a importantes cambios.

RECOMENDACIONES

Romper con el patrón cultural que coloca a algunas firmas en posición de conformismo.

Exorcizar el temor por la supuesta pérdida de control, que no es más que una excusa para mantener cerradas estructuras familiares.

Iniciar cambios hacia la institucionalización de la empresa para asociarse a la dinámica global que ayude a mantener ventajas competitivas.

Aplicar buenas prácticas de gobierno corporativo para el logro de la transparencia que permite revelar información sin temor alguno.

Arriesgarse y ser pionero en lo que otros no hacen para sacar ventajas a la paquidermia que poseen.

Planear reconvertir el tamaño y reconocimiento de la empresa para conseguir menores costos con financiación de deuda si el tamaño de la empresa es relativamente pequeño y no se pueden absorber los costos fijos implicados.

Tener en cuenta la tasa de colocación de los títulos de deuda y de los créditos bancarios a fin de determinar claramente que es mas barato en términos de tiempo y cantidad.

Establecer planes estratégicos que aseguren la permanencia de la sociedad y la implementación de mecanismos necesarios para un buen control interno.

Considerar una vocación de crecimiento hacia el largo plazo.

Recurrir a la implementación de estructuras que permitan ofrecer títulos con buena calificación y un nivel de riesgo aceptable.

Reconocer que una optima estructura financiera puede impulsar la productividad, donde exista espacio para competir y se reduzcan tanto los costos variables como los costos fijos y los gastos financieros.

No esperar garantías de que las cosas sean como se esperan, toca asumir el riesgo y ampliar la visión.

BIBLIOGRAFÍA

- ARBELAEZ MARÍA ANGÉLICA, VII congreso de tesorería, VERSION PRELIMINAR, Cartagena de Indias, Octubre 21 de 2004.
- ARCOS XAVIER y UQUILLAS EMILIO, Ahorro Interno y Mercado de Capitales,—, DESARROLLO DE LOS MERCADOS DE VALORES, Situación actual y desempeño del mercado de valores latinoamericano, Volumen de transacciones, Pág. 104 y 105. Emisión de acciones, Pág. 106 y 107. Importancia de mercado de valores, Pág. 108 y 109.
- BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA, página Web, www.bvc.com.co, Contribución de la Bolsa de Valores al desarrollo de la infraestructura del mercado. / El desarrollo del mercado de capitales en Colombia. / Emisores (Ventajas de cotizar en Bolsa). / Mercados de capitales, Evolución del mercado de activos en Colombia. / Mercado Electrónico Colombiano. / Mercado de Renta Variable.
- CÁRDENAS MAURICIO, La Competitividad de la Empresa y su Estructura de Capital: El Caso Colombiano, , FEDESARROLLO. Inalde Universidad de la Sabana, Junio 8 de 2004.
- CARRANZA CARLOS MORENO Institucionalizar Empresas Familiares a través del Gobierno Corporativo, Por: C.P., Artículo/Marzo 2007, Horwath Castillo Miranda. (Consultoría de Riesgo)
- CARTA FINANCIERA ANIF N° 136 noviembre 2006 – febrero 2007, Pág. 8 y 9. El desarrollo del mercado de capitales en Colombia.
- CLAVIJO SERGIO, enfoque mercado de capitales, anif-deceval, , Julio 14 de 2006, Edición 5. La Emisión de Bonos Corporativos en el Mercado de Valores de Colombia: La experiencia reciente. (2000-2006)
- CONVENIO COLOMBIA CAPITAL Y GOBIERNO CORPORATIVO. Doc.
- DEL VALLE BORRAEZ. CLEMENTE, Comentarios de Augusto Acosta Torres El Mercado de Valores y los Sistemas Financieros”, (Presidente de la Bolsa de Valores de Colombia) sobre el documento.
- DOIDGE CRAIG, KAROLYI G. ANDREW, STULZ RENÉ M. (October 2001).

- EL MERCADO DE CAPITAL EN COLOMBIA, Estructura de financiamiento de las empresas 1995-2002.
- EL MERCADO DE CAPITAL O BOLSA, Otras bolsas en el mundo. Página Web, www.ieev.uma.es/ecoapl/docencia,
- ENCUESTA DE OPINION EMPRESARIAL FEDESARROLLO 2002.
- FLÓREZ VILLEGAS ANDRÉS, La Regulación en la Nueva Ley del Mercado de Valores, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Julio 2005.
- FRANCO FERNANDO DE JESÚS, Gaceta financiera, Revista Dinero, CUARTAS, 07/08/2005.
- GONZÁLEZ GUILLEN RAFAEL MARÍA, Desarrollo del Mercado de Capitales en Colombia, Rompiendo el círculo vicioso, Algunas reflexiones, , Febrero 23 de 2007.
- GUTIÉRREZ V PAOLA, gobierno corporativo en latinoamerica, ¿Cómo ven los inversionistas las prácticas empresariales de los países latinoamericanos? – Coordinadora Corporate Governance Project Colombia. Confecamaras, Colombia.. Conclusión.
- HERMOSILLA CORTÉS JONATHAN, Análisis de Estados Financieros: una nueva metodología, Cáp.8, Análisis de Ratios de la Estructura Financiera, LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO, , 18 de Abril de 2006.
- HERNÁNDEZ CABRERA JOSÉ LUÍS, ANÁLISIS FINANCIERO, INTERPRETACIÓN DE LAS RAZONES FINANCIERAS, INTERVALO BÁSICO DEFENSIVO, , Universidad Privada Abraham Valdelomar – Perú.
- INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK Capital Market Development in Latin America and the Caribbean. A Strategy Proposal.. (July, 1995)
- INVESTORS OPINIÓN SURVEY. Mckinsey & Co. Ed. 2002.
- MANUAL PARA EL EMISOR, MANUAL INFORMATIVO DE LA BOLSA DE VALORES DE EL SALVADOR, www.bves.com.sv, Qué debe saber para... Emitir en la Bolsa de Valores, BENEFICIOS DE FINANCIARSE A TRAVÉS DE LA BOLSA, FINANCIAMIENTO.
- MISIÓN DE ESTUDIOS DEL MERCADO DE CAPITAL EN COLOMBIA, Informe Final, Santa Fe de Bogotá, mayo de 1996, Ministerio de Hacienda, Banco Mundial, Fedesarrollo, Capítulo I, Aspectos Conceptuales - Modelos de Mercado de Capitales. Capítulo IV, Tendencias Generales. (Acciones - Bonos)

- PLAN ESTRATÉGICO 2003-2008, diagnostico del Mercado de Valores de Colombia.
- PRICEWATERHOUSE COOPERS News Release, , 21 de enero de 2004. www.pwc.com
- RECOMENDACIONES DE LA MISIÓN DE ESTUDIOS DEL MERCADO DE CAPITALS, Resumen y Conclusiones. / Avance N° 5.
- REPORTE ESTADÍSTICO DE FEDERACIÓN INTERNACIONAL DE BOLSAS DE VALORES, 2001.
- RHENALS ROJAS LEONARDO Departamento Nacional de Planeación, ARCHIVOS DE ECONOMIA, Costo de uso de Capital en Colombia 1997-2003, Resultados, Costo de Uso del Capital, Pág. 15.
- RUEDA ARTURO Para Entender la Bolsa”, de, Editorial: Thomson Learning, Pág. 29. Capítulo Mercado de Valores: oxígeno para la economía.
- SERRANO JAVIER, Mercados Financieros. Universidad de los Andes, Facultad de Administración, ARIEL, Pág. 12, 23 y 234.
- SESENTA AÑOS DE LA BOLSA, Bolsa de Bogotá. 1989, pág. 13, 14 y 15.
- SOLANO RONALD, La Globalización de los Mercados Financieros
- SUPERINTENDENCIA DE VALORES, página Web, www.supervalores.gov.co, Informe económico mensual. Profundidad del Mercado de Valores en Colombia.
- SUPERINTENDENCIA GENERAL DE VALORES, Departamento de Investigaciones Bursátiles, Análisis sobre los costos en que incurre un emisor al financiarse vía Bolsa, COSTOS DE LAS PRINCIPALES FORMAS DE FINANCIACIÓN, Conclusiones.
- VADEMÉCUM DE MERCADOS 2004. (10.000 EMPRESAS MAS IMPORTANTES DE COLOMBIA)
- VESGA RAFAEL, profesor de la facultad de administración de la Universidad de los Andes, INNOVACIÓN (publicado 27/10/2006), <http://cec.uniandes.edu.co/innovación>.
- WHILESHIRE REPORT ON EMERGING ECONOMIES Sistema de Retiro de los Empleados Públicos de Californio. Inversionista Institucional. 2002.

- XIN CHANG, SUDIPTO DASGUPTA Y GILLES HILARY Analysts Coverage and Capital Structure Decisions, ¿Influyen los analistas financieros en las decisiones de financiación de las empresas?, Working Paper, University of Melbourne y Hong Kong University of Science and Technology.
- CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO DE LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA S.A., TÍTULO PRELIMINAR, ARTÍCULO PRIMERO. OBJETO DEL CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO.
- TÍTULO I. LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA, Capítulo 1. Disposiciones de carácter general, Sección Única, ARTÍCULO 1.1.1.1. ESTRATEGIA Y VISIÓN.
- ARTÍCULO 1.1.1.3. MODELO DE ACCIÓN.
- Decreto 4327 de 2005.
- Diario La República, 9 de Agosto de 2006, ANÁLISIS, “De la conducta irregular en el mercado”, Germán Bolívar / Cali.
- Diario La República, 16 de Agosto de 2006, BURSATIL, “A la caza de más emisores con el plan Colombia Capital”. Material suministrado al diario por la Bolsa de Valores de Colombia.
- Ley 964 de 2005, artículo 150, numeral 19, letra d, de la Constitución Nacional. Artículo 189, numeral 24, Constitución Nacional.

