

**ANÁLISIS DEL MERCADO ACCIONARIO FRENTE AL COMPORTAMIENTO
DEL DÓLAR EN COLOMBIA**

**LAURA PAZ MONROY
FRANCISCO ANDRES CABRERA CARO**

**UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA DE BOLÍVAR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS
CARTAGENA DE INDIAS D.T.C.
2010**

**ANÁLISIS DEL MERCADO ACCIONARIO FRENTE AL COMPORTAMIENTO
DEL DÓLAR EN COLOMBIA**

**LAURA PAZ MONROY
FRANCISCO ANDRES CABRERA CARO**

**DIRECTOR
MSc. XXXXX**

**UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA DE BOLÍVAR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS
CARTAGENA DE INDIAS D.T.C.
2010**

Nota de aceptación

Firma del Presidente del Jurado

Jurado

Jurado

Cartagena de Indias D. T. y C., Abril de 2010

Cartagena de Indias D. T. y C., 10 de Mayo de 2010

Señores:
Comité Evaluador
La Ciudad

Respetados Señores:

Tengo el agrado de presentar a su consideración el trabajo de grado del cual me desempeño como director de la monografía titulada "**ANÁLISIS DEL MERCADO ACCIONARIO FRENTE AL COMPORTAMIENTO DEL DÓLAR EN COLOMBIA**" desarrollada por los estudiantes, Laura Paz Monroy y Francisco Andrés Cabrera Caro como requisito para obtener el título de Profesional en Finanzas y Negocios Internacionales

Atentamente

JAVIER MAURICIO CARMONA RODELO
Director

Cartagena de Indias D. T. y C., 10 de Mayo de 2010

Señores:
Comité Evaluador
La Ciudad

Respetados Señores:

Con mucha atención nos dirigimos a ustedes para presentar la monografía titulada: **“ANÁLISIS DEL MERCADO ACCIONARIO FRENTE AL COMPORTAMIENTO DEL DÓLAR EN COLOMBIA”**, para su estudio y evaluación, como requisito fundamental para obtener el título de Profesional en Finanzas y Negocios Internacionales

En espera que esta cumpla con las normas pertinentes establecidas por la institución.

Atentamente,

Laura Paz
C.C. 45560727 de Cartagena

Francisco Andrés Cabrera Caro
C. C. 80182528 de Santafé de Bogotá

TABLA DE CONTENIDO

	Págs.
GLOSARIO	10
RESUMEN	20
ABSTRACT	22
INTRODUCCIÓN	24
1. PLANTEAMIENTO	26
1.1 DESCRIPCIÓN DEL PROBLEMA	26
1.2 FORMULACIÓN DEL PROBLEMA	28
1.3 OBJETIVOS	27
1.3.1 OBJETIVO GENERAL	28
1.3.2 OBJETIVOS ESPECIFICOS	29
1.4 JUSTIFICACIÓN	29
1.5 METODOLOGÍA	30
2. MERCADO ACCIONARIO EN COLOMBIA	32
2.1 RESEÑA HISTÓRICA DEL MERCADO FINANCIERO Y MERCADO DE CAPITALES COLOMBIANO	34
2.1.1. Tendencia década de los 50's a los 70's	34
2.1.2 Tendencia década de los 80's y 90's	36
2.2 EVOLUCIÓN DE LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA	40
2.2.1 Depresión económica	41
2.2.2 Nuevo escenarios	43
2.3 ESTRUCTURA	43

2.3.1	Definiciones y funciones	43
2.3.2	Mercado de capitales	46
2.3.3	Mercados de capitales bancarios	46
2.3.4	Instituciones que conforman el mercado de capitales bancarios	47
2.3.5	Mercado de capitales no bancarios	48
2.3.6	Beneficios	48
2.3.7	Submercados que conforman el mercado de capitales no Bancarios	48
2.3.8	Banco de la República	49
2.4	ESTATURO ORGÁNICO DEL MERCADO PÚBLICO DE VALORES	56
2.4.1	Aspectos generales	56
2.4.2	Tipos de regulación	57
2.4.3	Estructura regulatoria del mercado de valores colombiano	60
2.4.4	Nueva ley del mercado público de valores colombiano	67
2.4.5	Elementos esenciales de la ley.	68
2.5	INDICADORES DEL MERCADO BURSÁTIL	69
2.5.1	Relación precio valor intrínseco.	70
2.5.2	relación precio ganancia	70
2.5.3	Índice BETA	71
2.5.4	Rendimientos de los dividendos	71
2.5.5	Capitalización bursátil	71
2.5.6	Bursatilidad	71
2.5.7	Desviación estándar	72
3.	MERCADO ACCIONARIO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	73
3.1	INVERSIÓN EN EL MERCADO DE ACCIONES	73
3.1.1	Bolsa de Valores	74
3.1.2	Índices	76
3.2	POLITICAS MONETARIAS	77
3.2.1	Política monetaria restrictiva	77
3.2.2	Política monetaria expansiva	78

3.3. INFLACIÓN EN LA ECONOMÍA	78
3.4 CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA COLOMBIA	79
4. COMPORTAMIENTO DEL DÓLAR Y EL MERCADO ACCIONARIO	80
4.1 MERCADO CAMBIARIO	82
4.1.1 Dólar	86
4.2 MERCADO ACCIONARIO	89
4.3 MERCADOS INTERNACIONALES	95
4.4 RIESGO ACCIONARIO	97
4.4.1 Cultura de riesgo	102
4.4.2 Riesgo de mercado	103
CONCLUSIONES	105
BIBLIOGRAFIA	

GLOSARIO

Acciones: las acciones son títulos nominativos de carácter negociable que representan un porcentaje de participación en la propiedad emisora del título. Sólo pueden ser negociadas las emitidas por sociedades anónimas. La rentabilidad de la inversión está ligada a las utilidades obtenidas por la empresa en la que invirtió a través del pago de dividendos, así como la valorización del precio de la acción en bolsa.

Acciones Comunes: título valor que representa una de las partes en que se divide el capital social de una empresa. Título que sirve para acreditar y transmitir la calidad y los derechos de socio en una empresa.

Accionista: titular de las acciones que posea, de conformidad con la ley de su circulación y las disposiciones específicas para el reconocimiento de dicha calidad.

Acción Inactiva: son las acciones que no han registrado cotizaciones que marquen precio en la Bolsa de Valores de Colombia en los últimos 30 días.

Acción Ordinaria: acción que tiene la característica de conceder a su titular derechos económicos y no económicos provenientes de la participación en el capital de la entidad emisora. Los económicos están relacionados con la posibilidad de percibir dividendos y los no económicos con el derecho a voto en la asamblea.

Activos: conjunto de bienes y derechos de una entidad.

Amortización: pago parcial o total del valor nominal de un valor de renta fija, anticipadamente o a su vencimiento. Aplicación parcial de un gasto a resultados.

Apalancamiento: proporción que guardan las deudas en relación con el capital propio de una empresa.

Arbitraje: es la compra y venta simultánea, o casi simultánea, de un mismo valor, divisa o mercancía en dos distintos mercados, con el objetivo de obtener una utilidad, aprovechando el diferencial de precios que se pueda dar entre los mercados.

Bolsa de Valores: establecimiento público o privado, donde personas calificadas realizan operaciones de compraventa de títulos valores. Es un mercado centralizado y regulado.

Bonos: son títulos que representan una parte de un crédito constituido a cargo de una entidad emisora. Su plazo mínimo es de un año; en retorno de su inversión recibirá una tasa de interés que fija el emisor de acuerdo con las condiciones de mercado, al momento de realizar la colocación de los títulos. Por sus características estos títulos son considerados de renta fija. Además de los bonos ordinarios, existen en el mercado bonos de prenda y bonos de garantía general y específica y bonos convertibles en acciones.

Bonos Obligatoriamente Convertible en Acciones - BOCEAS: esta clase de títulos confieren las prerrogativas propias de los bonos ordinarios y adicionalmente dan a sus propietarios el derecho o la opción de convertirlos total o parcialmente en acciones de la respectiva sociedad emisora.

Bursatilidad: se puede analizar desde dos puntos de vista: el absoluto y el relativo. En el absoluto se dice que una empresa tiene alta bursatilidad, si el monto en dinero promedio de las acciones negociadas de dicha empresa es alto, con respecto al monto en dinero de todas las negociaciones realizadas en el mercado.

Este es el significado más comúnmente reconocido. Sin embargo, también se puede hablar de bursatilidad relativa. Es en relación con el número de acciones que se negocian normalmente en el mercado de valores. Así, se podrá tener una acción con baja bursatilidad absoluta, pero con alta bursatilidad relativa, o viceversa.

Calce: es un proceso que se genera cuando existe compatibilidad entre una oferta y una demanda, tiene una duración de 20 segundos prorrogables cada vez que ingresa una mejor oferta e interfiere dicho proceso.

Capitalización Bursátil del Mercado: es un indicador que resulta de multiplicar el número total de acciones en circulación de las empresas inscritas en bolsa por su último precio de mercado. Se expresa en dólares para efectuar comparaciones con otros países.

Cartera o Portafolio: conjunto de inversiones cuya finalidad tiende a equilibrar los factores de riesgo-rendimiento, de acuerdo a las preferencias del inversionista.

Comisionista de Bolsa: es un profesional especializado en la compra y venta de valores, que da a conocer la gama de alternativas que brinda el mercado. Por sus servicios cobra una comisión que deberá ser previamente acordada con el inversionista y quedará registrada en el comprobante de liquidación que expide la bolsa.

Comisión Nacional de Valores: organismo vinculado al Ministerio de Desarrollo Económico, que tiene por objeto estimular, organizar y regular el mercado público de valores.

Commodities. Son los artículos de comercio o productos que pueden ser usados para comerciar. En sentido limitado, son aquellos productos autorizados para

operar en los mercados de *commodities*; los tipos más comunes son productos agrícolas, metales, petróleo, monedas extranjeras, instrumentos financieros e índices accionarios.

Cotización: precio de una operación dentro de un mercado de valores, certificado por el propio mercado.

Derecho de Suscripción: derecho que tiene un accionista de suscribir nuevas acciones de una sociedad anónima a un precio de suscripción determinado, cuando el aumento de capital es mediante emisión de acciones.

Descuento: reducción del valor de vencimiento o rescate de un título, al que éste se adquiere y que proporciona el rendimiento sobre la inversión correspondiente.

Dividendo: es el valor pagado a favor de los inversionistas, en dinero o en ocasiones, como retribución por su inversión, en proporción a la cantidad de acciones poseídas, con recursos originados en las utilidades generadas por la empresa en un determinado período.

Dividendos Causados: la causación de dividendos tiene lugar, a partir del momento en el cual la asamblea general de accionistas decide decretar y ordenar su correspondiente pago, siendo justamente a partir de dicho instante en que surge la obligación para la sociedad y el derecho de los accionistas, a percibir los dividendos en la forma (dinero o acciones) y fecha que se disponga para el efecto.

Desde el punto de vista contable, y para el caso de los dividendos en dinero, corresponde al movimiento contable mediante el cual el emisor traslada la totalidad de los dividendos decretados por la asamblea general, de una suma de una cuenta del patrimonio (reserva o utilidades de períodos anteriores) a una cuenta del pasivo (dividendos por pagar).

IGBC (Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia): mide de manera agregada la variación de los precios de las acciones más representativas del mercado. El objetivo principal es representar las variaciones del conjunto de acciones más transadas de una manera fiel, de tal forma que cumpla el requisito de replicabilidad, es decir que a partir del mismo se pueda conformar un portafolio con las acciones del índice, base fundamental para la construcción de productos derivados.

Indicador Beta: es un indicador de riesgo que permite establecer cómo ha sido el comportamiento de la rentabilidad en relación con el comportamiento de la rentabilidad del mercado accionario. Si el valor BETA para una acción es igual a 1, significan que los rendimientos de ésta varían de manera proporcional a los rendimientos del mercado. De otra parte un BETA mayor que 1 significa que el rendimiento de la acción varía de manera más que proporcional al rendimiento del mercado. Y un BETA menor que 1 significa que la acción tiene menos riesgos en el mercado.

Índice de Bursatilidad Accionaria (IBA): este índice clasifica una acción como de alta, media, baja o mínima bursatilidad. Mide la comerciabilidad de una acción determinada por la frecuencia, número de operaciones y volúmenes negociados mensualmente en el mercado secundario.

Índice Gini: es un índice de concentración de la propiedad accionaria de una empresa. Cuando la propiedad de las empresas están distribuidas igualitariamente entre todos los accionistas, es decir cuando hay total desconcentración, el resultado del GINI es cero. Por el contrario, cuando la desigualdad o concentración de la propiedad es total, el indicador es 1.

Inversión: es una forma de utilizar el dinero con el fin de obtener más dinero, en períodos de tiempo que se elija. Se protege de la inflación y obtiene ganancias ocasionales.

Las Bolsas de Valores: en esencia una bolsa de valores en un mercado en el cual compradores y vendedores de valores concretan negocios a través de sus comisionistas de bolsa.

Lote: cantidad mínima de valores, que puede ser sujeta de una operación normal en un mercado de valores.

Mercado de Acciones: estructura creada por un número de instituciones y organizaciones, por medio del cual hacen transacciones los oferentes y demandantes de las acciones.

Mercado de Renta Variable: es aquel en donde la rentabilidad de la inversión, está 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 está compuesto por acciones, bonos convertibles en acciones-Boceas, derechos de suscripción y títulos provenientes de procesos de titularización donde la rentabilidad no está asociada a una tasa de interés específica.

Mercado Primario de Acciones: operaciones mediante las cuales se colocan las nuevas emisiones en el mercado; a través de él las empresas captan nuevo capital. El precio de colocación es definido por el emisor.

Mercado Secundario de Acciones: operaciones mediante las cuales se transfiere la propiedad de las acciones previamente colocadas en el mercado primario, entre terceros.

Mesa de Dinero: labor de intermediación y actividad financiera que contribuye a solucionar los problemas temporales de liquidez a empresas del sector real y financiero, donde los corredores establecen los contactos con los demandantes y oferentes de dinero, pero no participan en la operación.

Ofertas y Demandas: son propuestas que se ingresan al sistema de venta y compra de títulos respectivamente.

Operaciones para Terceros: son las operaciones que realizan las Sociedades Comisionistas de Bolsa en cumplimiento del contrato de comisión.

Operaciones por Cuenta Propia: en el mercado secundario de valores aquellas adquisiciones de valores inscritos en bolsa que son realizadas por las sociedades comisionistas de bolsa con el objeto de imprimirle liquidez y rentabilidad al mercado, atendiendo ofertas o estimulando y abasteciendo demandas, o con el propósito de reducir los márgenes entre el precio de demanda y oferta, dentro de las condiciones que aquí se establecen. La enajenación de los valores así adquiridos, se considerará también como operación por cuenta propia.

Papeles Comerciales: son pagarés ofrecidos públicamente en el mercado de valores y emitidos por sociedades anónimas, limitadas y entidades públicas, no sujetos a inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria. Su vencimiento no puede ser inferior a 15 días ni superior a 9 meses. La rentabilidad la determina el emisor de acuerdo con las condiciones de mercado.

Precio Base: cuando existe cotización, es el precio promedio ponderado de todas las transacciones registradas en el día anterior, siempre y cuando la menos una haya mercado precio. Para aquellas acciones que no han tenido cotización oficial en los últimos seis meses o comienzan a negociarse, es el último valor patrimonial

informado, si para este último caso ha sido objeto de la oferta pública será el valor de suscripción en primario de las mismas.

Precio del Mercado: es el precio al cual se cotiza una acción en las bolsas de valores. Está determinado por la oferta y la demanda de dicha acción, así como por el desempeño del emisor.

Remates, Sesión De: se llama sesión de remates por la forma en que se adjudican las acciones. Esta adjudicación es mediante subastas al mejor postor (remate es sinónimo de subasta).

Renta Fija: la rentabilidad de una inversión está dada por una tasa fija de interés, pactada para todo el período de duración de la inversión. Algunos ejemplos de títulos de renta fija en los cuales se puede invertir son los siguientes: CDT, bonos, aceptaciones bancarias y financieras, papeles comerciales, títulos de tesorería TES y títulos inmobiliarios.

Renta Variable: la rentabilidad de una inversión está ligada a las utilidades obtenidas por la empresa que se invirtió, así como las posibles variaciones en los precios de los títulos, dados por las condiciones existentes en el mercado. Algunos ejemplos de este tipo de papeles son los siguientes: Acciones con dividendo preferencial y acciones privilegiadas.

Riesgo: es la variabilidad que tiene una inversión de generar rendimientos; en otras palabras, es la incertidumbre que tiene un instrumento que cotiza en el mercado de valores para obtener ganancias. En el caso de los instrumentos ofertados en el mercado de valores, se encuentran dos tipos de riesgo:

Riesgo no Sistemático: es aquel que depende del buen manejo y desempeño administrativo que tenga la empresa emisora de que se trate.

Riesgo Sistemático: es el que podríamos llamar riesgo de mercado, toda vez que la obtención de ganancias está directamente relacionada con el comportamiento de los diversos indicadores financieros como son la inflación, el tipo de cambio y las tasas de interés, entre otros.

Superintendencia de Valores: es una entidad de servicio que tiene como fin especial organizar, regular y promover las actividades realizadas a través del Mercado Público de Valores, así como efectuar el seguimiento y supervisión de los agentes que actúan en dicho mercado, con el fin de proteger los intereses de los inversionistas y velar por la transparencia del mercado.

Las entidades que prestan sus servicios en el mercado público de valores, tales como las bolsas de valores, las firmas comisionistas de bolsa, los comisionistas independientes, los depósitos centralizados de valores, las sociedades administradoras de fondos de inversión, los fondos de garantía que se constituyen en el Mercado Público de Valores, las Sociedades Administradoras de los depósitos centralizados y las calificadoras de valores, se encuentran debidamente reglamentadas y vigiladas.

Tasa de Inflación: mide el crecimiento del nivel general de precios de la economía. La inflación es calculada mensualmente por el DANE sobre los precios de una canasta básica de bienes y servicios de consumo para familias de ingresos medios y bajos. Con base en éstas se calcula un índice denominado Índice de Precios al Consumidor (IPC). La inflación corresponde a la variación periódica de este Índice.

Título Valor: es un documento negociable en el cual están incorporados los derechos que se poseen.

Titularizaciones: este es un proceso en el que diferentes activos como pueden ser: cartera, bienes inmuebles, proyectos de construcción, rentas, flujos futuros de fondos, son movilizados, constituyéndose un patrimonio autónomo, con cargo al cual se emiten los títulos. La rentabilidad de los papeles la fija el emisor de acuerdo con las condiciones del mercado, y el plazo de los mismos está ligado a las características del activo, sin que este sea inferior a un año.

Valor de Mercado de una Acción: precio al cual se puede comprar o vender una acción, de acuerdo a la oferta y demanda del mercado.

Valor Patrimonial de la Acción: es el que resulta de dividir el patrimonio de la empresa, según aparece registrado en el balance general, por el número de acciones en circulación.

RESUMEN

Los últimos años han sido testigos de un crecimiento espectacular de las transacciones nacionales de valores negociables. Este crecimiento responde a la aceleración del proceso de integración y apertura entre los mercados, que inicio en los años 90s, lo cual significa un gran reto para los mercados financieros por la gradual pérdida de relevancia económica de las fronteras nacionales y el crecimiento de los flujos internacionales de capitales.

Todos estos sucesos son los que han ido conformando, haciendo parte de lo que hoy se conoce como globalización económica, y en concreto, globalización financiera, que no es más que el proceso de integración de los mercados de todos los países del mundo en un único mercado de carácter universal. Se ha aumentado en número y en alternativas de negociación en los mercados organizados y en los mercados no organizados.

Esto ha sido posible gracias al desarrollo de la tecnología informática que ha permitido la conexión entre los mercados, ha facilitado y unificado los sistemas de liquidación y compensación de operaciones y ha agilizado la negociación al ofrecer al cliente servicios integrados de varios mercados.

Los planteamientos indican la importancia que tiene para un país como Colombia, la elaboración de una estrategia encaminada a superar la falta de liquidez y profundidad del mercado, problemática que afecta fuertemente a los inversionistas y a los emisores. Esta realidad llevó al convencimiento de que la única estrategia para defender la existencia del mercado de capitales, era acordando una fusión de las bolsas de valores, consolidar un solo mercado nacional que pueda ofrecer a

los emisores y a los inversionistas, servicios de valor agregado que individualmente no estaban en capacidad de ofrecer. Este hecho, unido a otros de vital importancia demuestra los esfuerzos que se han realizado en los últimos años para mejorar el actual mercado de capitales colombiano.

ABSTRACT

The last years have witnessed a spectacular growth of national transactions of negotiable values. This growth is the answer to the opening and integration process hastening among the markets, which began in the 1990's, and it means a big challenge for the financial markets, for the gradual loss of economical relevance in the national boundaries and the growth of international flows of capitals.

All of these events are the ones that have been giving form to what nowadays is known as economical globalization, and particularly, financial globalization, what it is just a market integration process all over the world, in a unique market of universal character. It has been increased in number and in the negotiation alternatives in organized and non-organized markets.

This has been possible because of the informatics technology development that has permitted the connexion among the markets, and has eased and unified the liquidation and compensation systems of operations and has made the negotiation agile, offering the customer integrated services in several markets.

The previous outlinings indicate the importance that has, for a country like Colombia, the production of a strategy, directed to overcome the lack of liquidity and depth of the market, problems that affect very much both the investors and the issuers. This reality concluded that the only strategy to defend the existence of the capital market, was agreeing a merger of stock exchanges, consolidating only one national market to be able to offer both issuers and investors aggregated value services that individually did not have the capacity to offer. This fact and others of vital importance demonstrate the efforts that have been made for the last years to

improve the current Colombian capital market. Now, its work must be directed to the consolidation, self-regulation and development of a common vision besides the regional integration.

We can say then, that in the world, a very important change of time is being carried out, a change that requires a new way to perceive things. As a result, all social organizations, that is , companies, public firms, nongovernmental institutions and very specially educative institutions, are called to generate deep changes, not only for the adoption of new technologies but also for the demand of knowledge made by society.

It's obvious, that to integrally prepare Colombian professionals is very important, especially business administrators, financial engineers and others with similar jobs, now that the opening of the world markets is directly affecting the organizations.

INTRODUCCIÓN

Los sistemas financieros se dividen en cuatro mercados: mercado monetario, mercado de divisas, mercado de capitales y otros mercados. El mercado de capitales ofrece mecanismos para la asignación y distribución del ahorro hacia las actividades productivas y se divide en mercado intermediado y no intermediado. El mercado intermediado se desarrolla fundamentalmente en el sistema bancario, mientras que, el no intermediado estima como sectores trascendentales, los instrumentos de renta fija y las acciones. Los títulos e instrumentos de renta fija, brindan el derecho de recibir un interés fijo por un periodo predeterminado, mientras que las acciones son papeles de renta variable, cuya rentabilidad se encuentra determinada por el comportamiento de las empresas emisoras.

Las economías utilizan los diferentes instrumentos del mercado de capitales en proporciones distintas; algunos países basan su sistema financiero en el mercado intermediado, mientras que otros se basan en el sistema no intermediado. El debate sobre la validez e importancia relativa del funcionamiento del mercado de capitales y sus beneficios, se direccionan no en determinar cual sea mejor que otro, sino, sobre el complemento y profundidad que puedan ofrecer al desarrollo económico exitoso.

La economía colombiana ha basado su sistema financiero en el mercado intermediado y a través de la historia a rezagado el mercado no intermediado y de mayor forma el mercado accionario, observándose como limitantes de la financiación de la empresa privada por medio del mercado accionario colombiano, la concentración de la propiedad del capital, la resistencia de las empresas participar de este mercado por temor a perder el control sobre las propiedad de su empresa y las medidas impuestas por el gobierno.

El presente estudio se centra en el análisis teórico de los determinantes de la Evolución del Mercado de Accionario en Colombia y en qué medida el crecimiento económico colombiano está influenciado por el desarrollo del mercado de acciones.

1. PLANTEAMIENTO

1.1 DESCRIPCIÓN DEL PROBLEMA

A través del tiempo, el mercado bursátil ha sido influenciado por las diferentes medidas adoptadas por el Gobierno. La participación del gobierno desde finales de los 70's se ha concentrado en la neutralización del efecto causado por la bonanza cafetera, mediante la emisión de títulos de certificados de cambio y títulos ahorro cafetero. Para la década de los 80, las operaciones se acentuaron dentro de un mercado abierto, convirtiéndose en políticas dominantes del mercado, debido a la pretensión de lograr esterilizar el efecto de la afluencia de capitales.

Antes esto, el Gobierno dentro del proceso de liberación de la economía, optó por desarrollar políticas para fortalecer el mercado accionario y estandarizarlo con los mercados internacionales. Entre las principales medidas adoptadas estuvo, la creación de acciones preferenciales, ampliación de los servicios prestados por los intermediarios financieros, liberalización de comisiones y regulación de firmas calificadoras de riesgos, entre otras.

Debido a estos cambios importantes, se lograr observar en el marco regulatorio del mercado bursátil variaciones especulativos en el comportamiento de la moneda principal para este tipo de transacciones, como es el dólar.

Esta moneda, en el último año, ha perdido valor frente al peso colombiano por las medidas adoptadas para enfrentar la crisis financiera ocurrida en el año 2009. A esto, se le suma. Los problemas internos como la agudización del conflicto, lo que hacen al País menos atractivo para la inversión, la crisis política y la recesión

mundial que hicieron adoptar medidas que afectaron el mercado de las acciones en Colombia.

De esta misma forma, el crecimiento del mercado accionario se ha debido a la privatización y la inversión extranjera, en torno a la mayor eficiencia exigida a partir de la apertura de los mercados y las nuevas reformas aplicadas y adoptadas por el gobierno.

Analizando la demanda en el mercado de valores, se observa una dinamización del mercado con nuevas reformas estructurales y económicas debido a la baja en la cotización del dólar en el mercado colombiano, lo que trajo como consecuencia la disminución en la oferta accionaria, emisiones de títulos, bonos públicos y privados, aceptaciones bancarias, certificados de depósito a término y cualquier títulos de deuda pública, entre otros.

El mercado de acciones ha presentado un comportamiento inestable, explicado en la disminución del crecimiento en las negociaciones de las acciones y esto es explicado en parte, por el comportamiento del dólar como moneda fuerte en la mayoría de las acciones en Colombia.

Ante lo anterior, es importante analizar el comportamiento del mercado bursátil en Colombia y cuál ha sido sus consecuencias en el manejo de las acciones por parte de la entidad encargada que es la Bolsa de Valores de Colombia.

La evolución del mercado mundial y el mercado nacional, permite deducir la liberación de la cuenta de capitales que en condicionan el comportamiento del mercado de capitales, conduciendo a mercados más grandes, líquidos, volátiles e integrados, con beneficios y riesgos.

Para la economía colombiana, esto ha traído menos inflación y menor volatilidad y un mercado de capitales más líquido. En este caso, la elasticidad con respecto a la inversión es superior a la unidad, lo que indica que aumentos en la inversión tienden a reflejarse más que proporcionales sobre la liquidez del mercado de capitales.

Todos estos factores demuestran que la estabilidad económica es la base para el mejor desarrollo del mercado accionario que favorece en forma positiva la inversión y por ende el desarrollo del mercado, logrando de manera gradual el crecimiento económico.

Si en un mercado accionario se le brinda al inversionista mayor liquidez, ésta permite mayores transacciones y menores costos, motivando a invertir en proyectos de largo plazo, ya que al retirarse del mercado puede liquidar sus acciones sin ningún tipo de inconvenientes.

1.2 FORMULACIÓN DEL PROBLEMA

¿Cuál ha sido el comportamiento del mercado accionario en Colombia en relación a los altibajos del dólar como moneda principal de negociación?

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 OBJETIVO GENERAL

Desarrollar un análisis del mercado de acciones en Colombia, frente al comportamiento del dólar en los últimos 2 años y las consecuencias que ha traído

para la economía nacional la devaluación de esta moneda de negociación principal y mundial.

1.3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Describir y analizar como es el mercado accionario en Colombia, objeto y funciones.

Establecer el efecto del mercado accionarios sobre el crecimiento económico Colombiano.

Identificar las causas del comportamiento del dólar y las consecuencias en el mercado de acciones en los 2 últimos años.

Analizar la posición del mercado accionario colombiano frente a los mercados internacionales.

Describir el análisis de riesgo ante el comportamiento del dólar y el rendimiento del mercado accionario.

1.4 JUSTIFICACIÓN

Uno de los retos más importantes que se trazan los inversionistas en acciones, es la obtención de rentabilidad en sus portafolios de acciones o en el peor de los casos prefieren que su capital se mantenga intacto, pero el logro de estos objetivos depende muchas veces de los factores de políticas económicas y financieras mundiales y nacionales.

Los procesos de globalización y apertura de mercados, no sólo pusieron al descubierto un complejo y unas estructuras económicas y financieras débiles, sino

que se perfilo como un reto para los mismos, es decir, ciertos sectores y ámbitos económicos se vieron conminados a reestructurarse a corregir falencia, a superar sus debilidades y a cerrar brechas o a desaparecer ante las embestidas del mercado internacional y frente a la inminente presencia de actores fuertes y experimentados en el campo de los valores negociables o bienes de capital.

Estas debilidades en estos procesos han patenizado o evidenciado, disminución en el mercado de valores y del mercado financiero, así como el comportamiento en el manejo de valores negociables, debilidades institucionales antes las nuevas situaciones de la economía mundial.

No obstante, tales fallas se constituyen al mismo tiempo en retos y oportunidades para buscarles los correctivos necesarios para implementar dispositivos que transformen debilidades en fortalezas y que también hagan posible asumir tales retos con solvencia y valores competitivos.

La realización de este proyecto es de incalculable importancia dado que en el medio no existe otro análogo, que recoja hasta el presente los aspectos relacionados con el mercado accionario y el comportamiento de la divisa internacional, como es el dólar.

1.5 METODOLOGÍA

La investigación es de tipo descriptivo – analítico. Se parte de una primera etapa de estudio exploratoria, ya que inicialmente se hará una descripción del mercado accionario en Colombia; en la segunda etapa, se recurrirá analizar el comportamiento dl dólar en los últimos tiempos y como ha afectado al mercado de valores en Colombia, debido a sus altibajos y a las políticas adoptadas en el mercado nacional e internacional y a la crisis del año 2009.

La información se obtendrá a través de fuentes secundarias tomadas de estadísticas, revistas especializadas, documentos escritos por especialistas en el tema, periódicos, locales, nacionales e internacionales, publicaciones de páginas web dedicadas a analizar esta temática. Igualmente, la valiosa información que se pueda obtener de la Bolsa de Valores de Colombia, como entidad que maneja y regula el mercado de acciones en Colombia.

2. MERCADO ACCIONARIO EN COLOMBIA

En la historia económica nacional y mundial, la banca comercial ha sido y es base del sistema financiero, sobre la cual se desarrolla una actividad fundamental para el funcionamiento y evolución de todos los sectores productivo y comercial. Desde finales del siglo XIX los establecimientos bancarios han sido protagonistas principales en la vida nacional, cumpliendo una tarea esencial para el ahorro, la inversión y la financiación, a favor del crecimiento personal, familiar, empresarial y comunitario de la nación. De acuerdo con las etapas y características de la economía colombiana la banca ha tenido circunstancias diferentes, pero siempre en constante evolución, unas veces bajo la total administración del estado y, en otras, con predominio de capitales privados nacionales, internacionales y mixtos. El sistema financiero institucional en el país generalmente se identificó, hasta no hace muchos años con la banca comercial, pero con fenómenos como la industrialización, después los modelos proteccionistas y recientemente con la apertura e internacionalización, se registró la profundización y diversificación del mercado con el surgimiento y rápido desarrollo de otras entidades, pero la banca mantuvo su liderazgo, aunque ahora con nuevas estrategias que van más allá de la tradicional intermediación¹.

Desde el inicio del siglo anterior, la industria en Colombia presenta una gran evolución, debido a la aparición de nuevas compañías que se formaron con acumulación de pequeños capitales, a partir de 1910, empresas como Bavaria, Coltejer, Fabricato, Compañía Nacional de Chocolates, entre otras, necesitaban para su financiación y competitividad de nuevos y mayores capitales.

¹ Misión de Estudios del mercado de Capitales. Ministerio de hacienda – Banco Mundial – Fedesarrollo. Informe Final. 2006

Las necesidades empresariales e industriales durante principios del siglo anterior y ante los cambios urgentes del sistema financiero, incentivó a que las empresas buscaran en el mercado de capitales una opción de financiación a largo plazo.

La aparición de las bolsas de valores se remonta a finales del siglo XVI, época en que comenzaron las sociedades anónimas que emitieron acciones y valores en masa, actividad que las identificó como la razón de ser del mercado bursátil. Las sociedades anónimas surgieron como consecuencia del dinámico crecimiento de la producción y el comercio a nivel mundial. Con ellas aparecieron otra clase de bienes objeto de comercio conocidos como los valores mobiliarios o títulos valores entre los cuales inicialmente surgieron las acciones y para facilitar su negociación, se formaran las bolsas de valores.

En Colombia la evolución del mercado de capitales ha estado ligada al desarrollo de la economía del país. El proceso de industrialización ocurrido en Colombia en las primeras dos décadas del siglo XX, fruto del desarrollo del sector cafetero, intensificó el progreso en la tecnificación de sectores importantes para la economía colombiana, movilizand o una corriente de capitales de gran importancia en regiones como Antioquia y Cundinamarca.

Sin embargo, la transformación de una economía basada principalmente en el comercio y la agricultura hacia un proceso de industrialización, hizo necesaria la acumulación de capitales para crear empresas que se convirtieran en pioneras del desarrollo nacional. Paralelamente, el crecimiento vertiginoso del sector financiero llevó a que algunos ciudadanos, vinculados al mercado, pensaran en la creación de una bolsa de 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.

2.1 RESEÑA HISTÓRICA DEL MERCADO FINANCIERO Y MERCADO CAPITALES COLOMBIANO

2.1.1 Tendencia décadas de los 50's a los 70's. El mercado de capitales en Colombia enfatiza el papel de los intermediarios en la transformación del ahorro en inversión. En este sentido, tiene grandes similitudes con el modelo alemán y japonés, en el cual los intermediarios financieros tienen una estrecha relación con el sector productivo².

El desarrollo del mercado de capitales bancario se realizó durante más de treinta años en detrimento del desarrollo de mecanismos directos o no intermediados. Solo se empezó a revertir esa tendencia en la mitad de los años ochenta, al entender que la promoción del mercado requería eliminar el sesgo en contra de los instrumentos bursátiles. El origen del modelo colombiano está asociado a las recomendaciones de las misiones extranjeras que visitaron el país a comienzos de los años cincuenta.

De acuerdo con la ideología imperante, según la cual los gobiernos debían adoptar un papel protagónico en la economía, se consideró deseable intervenir activamente en la asignación del crédito y el nivel de las tasas de interés. En respuesta a todas las recomendaciones, la legislación financiera se acomodó rápidamente para introducir los cambios necesarios. La decisión de mayor envergadura fue la transformación en 1951 del Banco de la República en banco de fomento. Así las cosas, la consecución de capital en el mercado bursátil fue paulatinamente reemplazada por el crédito de fomento que brindaba el Banco de la República. Es un lugar común en la literatura encontrar afirmaciones en las que se señala este cambio en la legislación (y en las funciones del Banco de la

² Misión de Estudios del mercado de Capitales. Ministerio de hacienda – Banco Mundial – Fedesarrollo. Informe Final. 1996.

República) como uno de los principales obstáculos al desarrollo del mercado accionario en Colombia.

Sin embargo, vale la pena aclarar que el crédito de fomento no constituía, en sentido estricto, un crédito subsidiado. Aunque es indudable que las tasas de interés de redescuento otorgadas por el Banco de la República eran inferiores a las tasas prevalecientes en el mercado nacional, es cierto también, que expresadas en dólares dichas tasas fueron por lo general muy superiores a las existentes en el mercado internacional. En este sentido, el crédito de fomento actuaba como una válvula de escape parcial a las distorsiones introducidas por el control de capitales.

De otra parte, el cambio en la legislación financiera fue reforzado por la reforma tributaria de 1953 por medio de la cual se instauró la doble tributación y se le dieron ventajas tributarias al endeudamiento. Con esta reforma, las utilidades de las sociedades anónimas y limitadas empezaron a tributar en cabeza tanto de la sociedad como de los socios. Adicionalmente, se adoptó una compleja estructura tarifaria aplicable a las sociedades anónimas, para las sociedades limitadas, por el contrario, legisló una tarifa única del 3%; en consecuencia, se desestimuló la creación de nuevas sociedades anónimas y la capitalización de las ya existentes por medio de emisión de acciones. Sin duda, el tratamiento tributario diferencial por tipo de sociedad y la doble tributación incidieron en la menor dinámica del mercado accionario.

Estas dos reformas dieron origen a una modificación profunda en la estructura económica colombiana. A partir de ese momento se estimuló la formación de grupos económicos, basados en un “matrimonio” entre el sector real y el sector financiero. Para el funcionamiento de las empresas del sector real resultaba útil tener una filial en el sector financiero que intermediara los recursos de crédito de fomento del Banco de la República. Esta tendencia se fortaleció en 1957 con la

creación de las corporaciones financieras cuyo propósito era canalizar el ahorro interno hacia la inversión directa y/o el otorgamiento de créditos de mediano y largo plazo.

Posteriormente, en 1973 la creación del sistema UPAC actuó en la misma dirección. No sólo se le arrebataron al mercado bursátil los ahorradores individuales que antes invertían sus excedentes en acciones, sino que se profundizó el proceso de financiación de la inversión (en construcción y vivienda) a través de intermediarios, por oposición a los instrumentos de mercado.

En este sentido, las medidas adoptadas consolidaron una estructura económica similar al *keiretsu* (o grupo industrial) japonés. Esta institución está basada en los grandes bancos que operan como eje del grupo y financian la mayor parte de la inversión de las empresas afiliadas.

Con ello, los bancos se convierten simultáneamente en accionistas y acreedores de las empresas, al tiempo que mitigan algunos de los problemas de información que existen cuando la deuda y las acciones están más desconcertadas y ningún inversionista tiene el incentivo a monitorear la firma. A las reformas anteriores hay que adicionar los efectos del entorno macroeconómico. La aceleración de la inflación durante la primera mitad de los años setenta, debilitó aún más el mercado bursátil debido a la deducibilidad del componente inflacionario de los intereses y el deterioro de los precios reales de las acciones. Este es, quizás el principal determinante del deterioro del mercado bursátil. El deterioro fue tal que mientras el sector financiero registró un promedio anual de crecimiento real entre 1970 y 1978 del 12.3%, las transacciones en acciones cayeron entre 1970 y 1975 en igual proporción.

2.1.2 Tendencias década de los 80's y 90's. El profundo debilitamiento del mercado bursátil se aceleró durante la primera mitad de los años 80, al tiempo que

se registró una profunda crisis de confianza en el sector financiero, que ocasionó la nacionalización de importantes intermediarios. En este contexto, se tomó conciencia acerca de la necesidad de revitalizar el mercado bursátil con el propósito de diversificar mejor los riesgos en la economía colombiana³.

El giro radical en la política frente al mercado accionario fue la promulgación de la ley 75 de 1986, por medio de la cual se buscó incentivar la financiación por emisión de acciones a través de la eliminación gradual de la deducibilidad del componente inflacionario de los intereses, la nivelación gradual de la tarifa de renta aplicable a las sociedades anónimas y limitadas y, de manera significativa, la eliminación de la doble tributación. Estas medidas se complementaron con la expedición del decreto 1321 de 1989, por medio del cual se eliminó el impuesto del patrimonio sobre las acciones (con vigencia a partir de 1992) y de la ley 49 de 1990 por medio de la cual se estableció que la utilidad que se obtiene como producto de la valorización al vender en bolsa una acción, no sería gravada con el impuesto de renta ni de ganancia ocasional. Así mismo, la mencionada ley exoneró del impuesto a la renta y complementario a los fondos de Inversión, de Cesantías, Pensiones y Valores.

Sin embargo, pese a la importancia de las medidas tributarias, es indiscutible que otros factores relacionados con la oferta y demanda de papeles han jugado un papel fundamental en el repunte reciente del mercado accionario. Algunos de estos factores han sido inducidos por decisiones de política mientras que otros han sido resultado de cambios en las condiciones externas de la economía. Con relación a los factores internos, es claro que el paquete de reformas estructurales a la economía colombiana adoptado desde 1990, tuvo como uno de sus principales objetivos aumentar el tamaño y la eficiencia del mercado de capitales.

³ Misión de Estudios del mercado de Capitales. Ministerio de hacienda – Banco Mundial – Fedesarrollo. Informe Final. 1996

Por su parte, la Ley 9 de 1991 liberalizó la inversión extranjera, tanto directa como de portafolio, tradicionalmente restringida en Colombia. A los fondos extranjeros de carácter individual se les autorizó invertir en acciones, bonos convertibles en acciones y otros activos con plazos superiores a un año. A los fondos extranjeros de carácter institucional se les autorizó invertir en acciones, bonos convertibles y otros activos. En ambos casos se establecieron topes a la inversión, directa o indirecta, de 10% de las acciones ordinarias de una compañía y 25% si se trata de acciones preferenciales.

Las reformas también actuaron sobre la oferta de nuevos instrumentos. La ley 27 de 1990 introdujo las acciones preferenciales sin derecho a voto (da a su titular prioridad en el pago de dividendos y/o en el caso de resolución de la empresa el reembolso del capital. No tienen derecho a voto excepto cuando se especifique éste derecho o en eventos tales como la no declaración de dividendos preferenciales), y en 1992 se estableció el marco regulatorio para las operaciones de titularización de activos.

La reforma financiera de 1990 amplió el tipo de servicios prestados por los intermediarios financieros, particularmente a través de compañías de financiamiento comercial especializadas en leasing, fiduciarias y firmas comisionistas de bolsa. De otra parte, en 1991 se reguló la participación en el mercado de las firmas calificadoras de riesgo, adicionalmente, en 1993, se liberaron las comisiones de los intermediarios bursátiles.

Una de las modificaciones recientes más importante fue la reforma al código del comercio sancionada en diciembre de 1995, la cual exige que tanto empresas de control, matrices y subordinadas registren su situación y consoliden sus estados financieros. También estableció la mayoría simple de los votos presentes (mitad más uno) para la toma de decisiones de las empresas inscritas en bolsa (para la sociedades que no van al mercado bursátil se permitieron mayorías especiales en

caso de estar pactadas en los estatutos) Sin embargo, es desafortunado que la nueva ley requiera un 78% de los votos cuando se quiere repartir menos del 50% de las utilidades. Esto por su puesto, estimula la concentración de la propiedad, que es uno de los principales problemas del mercado bursátil colombiano.

También es necesario mencionar el impacto que ciertas disposiciones de la Reforma Tributaria de 1995 pueden tener sobre el mercado de capitales. Por una parte, la elevación de la tasa efectiva de tributación a la renta pasó de 30% a 35%. Si bien es cierto que la contribución especial de 25% creada en 1992 generaba una tasa efectiva final de 35.25%, es necesario recordar que era una medida transitoria razón por la cual era razonable pensar que la tasa efectiva retornaría al 30%. En segundo lugar en cuanto a la enajenación de acciones, se corrigió una inequidad en contra de los socios extranjeros, los cuales estaban sujetos a doble tributación sobre las utilidades retenidas que posteriormente recuperaban en la venta de las acciones. En tercer lugar, se incluyó un mecanismo novedoso que asegura al contribuyente que su nivel de tributación directa no se verá incrementado hasta por un periodo de 10 años, a cambio de un mayor valor del impuesto sobre la renta durante la vigencia del beneficio. Finalmente, se elevó a rango de norma legal la exención de impuesto de timbre a ciertos documentos que precisan la negociación de, entre otros, carruseles opciones y futuros.

Las anteriores reformas siguen vigentes, pese a los intentos por retornar a la forma antigua de tributación lo cual va en contra del mercado de capitales.

En los últimos años, Colombia ha tenido que amoldarse al sistema de economías globalizadas y para ello necesitó evaluar sus políticas cambiarias, es decir que el manejo del dólar pasó de ser un control mediante la banda cambiaria a la libertad cambiaria en donde el desenvolvimiento del mercado es quien fija el precio de éste con una somera intervención del Banco de la República, quien vigila el circulante de acuerdo a las políticas de inflación establecidas

2.2 EVOLUCIÓN DE LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA.

La aparición de las bolsas de valores se remonta a finales del siglo XVI, época en que comenzaron las sociedades anónimas que emitieron acciones y valores en masa, actividad que las identificó como la razón de ser del mercado bursátil. Las sociedades anónimas surgieron como consecuencia del dinámico crecimiento de la producción y el comercio a nivel mundial. Con ellas aparecieron otra clase de bienes objeto de comercio conocidos como los valores mobiliarios o títulos valores entre los cuales inicialmente surgieron las acciones y para facilitar su negociación, se formaron las bolsas de valores⁴.

En Colombia la evolución del mercado de capitales ha estado ligada al desarrollo de la economía del país. El proceso de industrialización ocurrido en Colombia en las primeras dos décadas del siglo XX, fruto del desarrollo del sector cafetero, intensificó el progreso en la tecnificación de sectores importantes para la economía colombiana, movilizandando una corriente de capitales de gran importancia en regiones como Antioquia y Cundinamarca.

Sin embargo, la transformación de una economía basada principalmente en el comercio y la agricultura hacia un proceso de industrialización, hizo necesaria la acumulación de capitales para crear empresas que se convirtieran en pioneras del desarrollo nacional. Paralelamente, el crecimiento vertiginoso del sector financiero llevó a que algunos ciudadanos, vinculados al mercado, pensar en la creación de una bolsa de 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.

El surgimiento de la primera Bolsa de Valores ocurrió en 1929 (Bolsa de Bogotá), en un momento oportuno de la vida económica nacional. La institución cumplió un

⁴ www.gerencia.com/bolsavalorescolombia.htm

importante papel a favor del desarrollo industrial en Colombia, en instantes en que el mundo vivía duras restricciones comerciales por efectos de la guerra.

Por la misma época, el sistema financiero empezaba a adquirir una organización moderna, con la creación del Banco de la República, la Superintendencia Bancaria y la constitución de varios bancos comerciales, que sentaron las bases de un período de consolidación de actividades crediticias.

La historia narra que fueron necesarios 20 años de intentos fallidos, como el de la Bolsa Popular de Medellín en 1901, para consolidar finalmente la Bolsa de Bogotá. Entre 1905 y 1921 la actividad bursátil fue una realidad gracias al interés de los empresarios colombianos por crear un sistema idóneo para la transacción de valores.

Fue así como en 1928, se creó la primera junta promotora que tuvo como finalidad diseñar y redactar los estatutos de la Bolsa de Valores. La Bolsa de Bogotá se conformó con un capital social de \$20.000 y con la vinculación de un pequeño grupo de comisionistas en ejercicio.

El 28 de noviembre de 1928, se firmó la escritura pública mediante la cual se constituyó la sociedad anónima Bolsa de Bogotá, bajo la vigilancia de la Superintendencia Bancaria. La consecución de la sede, la elección del primer consejo directivo, el remate de los 17 puestos a los comisionistas y la inclusión de las empresas cuyas acciones se negociaron en el mercado, permitieron que finalmente, el día 2 de abril de 1929 a las 3 de la tarde, se registraré la primera rueda de la Bolsa de Bogotá.

2.2.1 Depresión económica. Los primeros años de actividad de la Bolsa de Bogotá, no fueron fáciles porque su incursión coincidió con la parálisis en la actividad económica, reflejo de la depresión internacional y en octubre de 1.934 se

estableció la Bolsa de Colombia, organismo que terminó fusionándose con la Bolsa de Bogotá. Concluida la fusión, resurgió la actividad bursátil. Fue así como el país observó que los primeros negocios con acciones realizados a través de la Bolsa de Bogotá cobraron una elevada importancia y su participación fue fomentada en el común de la población. Sin embargo, el modelo económico implantado en los años 50, en el que el Estado intervenía en las decisiones económicas, deprimió la actividad bursátil desplazándola por los mercados de financiación crediticia. A partir de 1.953 se presentó un gran y negativo giro en el mercado bursátil nacional, al adoptarse una legislación que gravó las acciones con una doble tributación, imposición tributaria que incentivó la financiación de las empresas por la vía del endeudamiento, en deterioro de la capitalización accionaria.

El 19 de enero de 1.961, se dio otro gran paso en la evolución del mercado bursátil. Nació la Bolsa de Medellín en una región colombiana caracterizada por ser un centro empresarial e industrial importante para el crecimiento y desarrollo socioeconómico del país. Esta plaza bursátil se constituyó con un capital pagado de \$522.000, suma aportada por 29 corredores, que hasta ese momento conformaban la Asociación de Corredores de Medellín. Por aquellos días, 3 de abril de 1.961, se realizaban dos ruedas diarias y solo duraban una hora.

A diferencia de la época en que fue creada la Bolsa de Bogotá, la década de los 60 fue una época de desarrollo industrial, crecimiento en las exportaciones, expansión demográfica y urbanística, entre otros; esto permitió el indiscutible éxito de la Bolsa de Medellín. Durante esa época esta institución fue fundamental para la descentralización del mercado de capitales colombiano, aspecto a su vez, básico para la capitalización y financiación de la industria antioqueña que mostró, al igual que la Bolsa un especial auge.

En 1.982, la vigilancia y el control de las Bolsas de Valores dejó de asumirlo la Superintendencia Bancaria y la función pasó a la Comisión Nacional de Valores, hoy Superintendencia de Valores.

2.2.2 Nuevo escenario. La presencia de los recintos bursátiles en la capital del país y en la región antioqueña prontamente se vio acompañada por el empuje y crecimiento del occidente colombiano. En ese escenario nació la Bolsa de Occidente S.A., entidad que inició operaciones el 7 de marzo de 1983. En los años siguientes, el crecimiento de esta plaza bursátil fue significativo, con incrementos del volumen transado hasta del 236% anual.

En 1986, el gobierno expidió la Ley 75 de este mismo año, a través de la norma se buscaba que de manera gradual, una porción creciente del gasto financiero no sería deducible para efectos tributarios, decisión que reactivó la oferta de las acciones.

Intentar narrar la historia de las Bolsas de Valores en Colombia exige un mayor registro de acontecimientos. Sin embargo, la misma historia confirma que el comienzo del siglo XXI coincidió con la necesidad para las Bolsas de Valores del país de imponerse un gran reto, consolidar el mercado de capitales colombiano.

Escenario que exigió concretar el actual proceso de modernización, internacionalización y democratización a través de la integración de las Bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente, para darle paso a la nueva y única Bolsa de Valores de Colombia, la cual opera desde julio de 2001.

2.3 ESTRUCTURA

2.3.1 Definiciones y funciones. 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 inversión⁵.

El mercado de capitales juega un papel necesario en la transferencia del ahorro hacia la inversión debido a que:

- No necesariamente tiene que haber coincidencia temporal y/o espacial de oferentes de recursos (ahorradores) y demandantes (inversionistas).
- Los ahorradores netos quieren colocar sus recursos por plazos cortos, mientras que los inversionistas buscan recursos de largo plazo.
- Los ahorradores individuales disponen generalmente de pequeños excedentes.
- Por otra parte, los inversionistas requieren de sumas mayores para emprender sus proyectos.

Existen asimetrías de información entre ahorradores e inversionistas que hacen de la transferencia directa de recursos una actividad con problemas de *selección adversa* por parte de los ahorradores y *riesgo moral* por parte de los inversionistas. Estos problemas surgen cuando los acreedores tienen información imperfecta acerca de las acciones y características de los deudores. En resumen, los bancos y demás intermediarios enfrentan problemas para categorizar las solicitudes de crédito, juzgar la capacidad de pago y monitorear las acciones de los demandantes de recursos.

⁵ Misión de Estudios del mercado de Capitales. Ministerio de hacienda – Banco Mundial – Fedesarrollo. Informe Final. 1996

Los ahorradores no quieren enfrentar el riesgo de “enterrar” sus recursos en inversiones de difícil realización. Por otra parte, la actividad del inversionista, de más largo plazo, enfrenta riesgos que es necesario minimizar y diversificar.

El mercado de capitales provee un conjunto de mecanismos donde los anteriores inconvenientes son subsanados en mayor o menor grado con su nivel de desarrollo. En particular, realiza las siguientes labores fundamentales:

- Aglomera los recursos de los ahorradores, de forma tal que proyectos de inversión que excedan la capacidad de ahorro de un individuo puedan llevarse a cabo.
- Reduce los costos de transacción al existir economías de escala en la movilización de recursos y elimina los intermediarios.
- Facilita el flujo de información y el monitoreo permanente, lo cual reduce los problemas de selección adversa y riesgo moral.
- Reduce los riesgos mediante la oferta de instrumentos líquidos a los ahorradores y la provisión de herramientas de cobertura, aseguramiento y diversificación para los inversionistas.

La vigilancia financiera es una función que en primera instancia le corresponde al Estado, que en desarrollo de las facultades que le da la propia Constitución, delega esta misión, pero manteniendo la facultad de vigilancia o supervisión en defensa de los intereses de los ahorradores, inversionistas y en general de los clientes personales y corporativos de los establecimientos de crédito y de los demás agentes del sistema financiero.

El mercado financiero en Colombia se encuentra integrado de la siguiente forma:

- Mercado Monetario
- Mercado de Capitales
- Mercado de Divisas
- Otros Mercados

2.3.2 Mercados de capitales. De acuerdo con el tipo de instrumentos e instituciones que se utilicen, el mercado de capitales se puede clasificar en intermediado o bancario cuando la transferencia del ahorro a la inversión se hace por medio de intermediarios (bancos, corporaciones financieras, etc.) o no intermediado, cuando dicha transferencia se hace directamente a través de instrumentos. En este caso, el mercado se considera no bancario y se compone de cuatro sub-mercados.

2.3.3 Mercados de capitales bancarios. Es el conjunto de instituciones que actúan como intermediarias entre los agentes con excesos de recursos de corto plazo y los agentes con necesidades de recursos ya sea para invertir o financiarse a largo plazo.

Este sistema bancario cumple con las siguientes funciones, entre otras:

- Recibir depósitos en cuenta corriente, a término y de ahorros.
- Otorgar crédito.

- Descontar y negociar pagares, giros, letras de cambio y otros títulos de deuda.
- Cobrar deudas y hacer pagos y traspasos.
- Comprar y vender letras de cambio.
- Obrar como agente de transferencia de cualquier persona y en tal carácter recibir y entregar dinero, traspasar, registrar y refrendar títulos de acciones, bonos u otras constancias de duda.

2.3.4 Instituciones que conforman el mercado de capitales bancario.

- Entidades aseguradoras y reaseguradoras.
- Instituciones financieras:
- Establecimientos de crédito: Bancos, corporaciones financieras, corporaciones de financiamiento comercial, corporaciones de ahorro y vivienda.
- Sociedades de SS financiero: Sociedades administradoras de fondos de pensiones, compañías fiduciarias, almacenes generales de depósito.
- Sociedades de capitalización.
- Otras instituciones financieras: ORG, COOP, Régimen especial.
- Entidades complementarias.

2.3.5 Mercado de capitales no bancario. Es la emisión, suscripción e intermediación y negociación de los documentos emitidos en serie o en masa de los cuales se realice la oferta pública, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías, se conoce también como el mercado de instrumentos o mercado publico de valores, debido a que la transferencia de los recursos de los ahorradores a las actividades de inversión y financiación se hace por intermedio de instrumentos tales como títulos de renta fija (CDT, bonos, papeles comerciales), títulos de renta variable(Acciones, BOCAS, etc.), derivados, futuros, etc.

2.3.6 Beneficios.

- Reduce los costos de transacción de los recursos y permite a las empresas obtener recursos de financiación a menores costos, debido a que los recursos se obtienen directamente de los inversionistas. Por otro lado aumenta la rentabilidad de los inversionistas ya que desaparece el margen⁸de intermediación en gran medida.
- Permite a los inversionistas la diversificación de su portafolio, con diferentes tipos de plazos, riesgo y rentabilidad, según su preferencia.
- Permite la desconcentración del capital de las empresas.
- Permite reestructurar la composición de la deuda de la empresa, de acuerdo con sus necesidades y sus posibilidades

2.3.7 Submercados que conforman el mercado de capitales no bancario.

Mercado Acciones: Segmento del mercado de capitales donde se realizan las operaciones de compra y venta de acciones, otorgando liquidez a los valores emitidos en el mercado primario⁶.

⁶ www.supervalores.gov.co/glosario/glosario-m.htm

Mercado de Renta fija: Todas las transacciones realizadas por compra y venta (oferta y demanda) de CDT, bonos (público y privados), aceptaciones bancarias y financieras, papeles comerciales y demás títulos emitidos por el Gobierno, son lo que se conoce como Mercado de Renta Fija, en donde la rentabilidad de la inversión está dada por una tasa fija de interés que se pacta para todo el periodo de la inversión.

Mercado de derivados: Se denominan productos “Derivados”, a un conjunto de instrumentos financieros cuya principal característica es que su precio *deriva* (varía dependiendo) del precio de otro bien que se le llama usualmente subyacente o de referencia.

Los productos derivados por su subyacente se dividen:

Financieros.- Tasas de interés, inflación, valores cotizados en bolsa, etc.

No financieros.- Oro, plata, maíz, petróleo, etc., generalmente bienes básicos llamados también *commodities*.

2.3.8 Banco de la República. El surgimiento del Banco de la República se dio en 1923. Fue organizado por la denominada misión Kemmerer. A la par de la creación del Banco se desarrolla la Superintendencia Bancaria como ente de vigilancia.

En marzo de 1923 llegó una misión presidida por Edwin Kemmerer, la cual condujo al ordenamiento del sistema financiero mediante el estudio de nuestra economía. El resultado de dicha misión fue el establecimiento del Banco de la República con base en la Ley 25 de 1923.

El Banco de la República ejerce funciones de banca central. Está organizado como persona jurídica de derecho público, con autonomía administrativa, patrimonial y técnica, sujeto a un régimen legal propio. Las funciones básicas del Banco son las de regular la moneda, los cambios internacionales y el crédito; emitir moneda legal; administrar las reservas internacionales, ser prestamista de última instancia y banquero de los establecimientos de crédito; y servir como agente fiscal del gobierno. Todas ellas se ejercen en coordinación con la política económica general. La junta directiva del Banco de la República es la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia.

Esta entidad se organizó como sociedad anónima con un capital original de \$10'000.000, aportado el 50% por el gobierno y el resto por la banca comercial. Este hecho de que los banqueros privados tuvieran acciones en el Banco fue decisivo pues le imprimía confianza a ellos para con el Banco. La primera junta directiva del Banco estuvo integrada por 10 miembros, tres del gobierno; cuatro de bancos nacionales, dos por bancos extranjeros; y uno por accionistas particulares. De esta manera se quiso dar participación a todos los sectores económicos del país. En un principio al Banco se le facultó para la emisión de dinero por 20 años. La manera como el Banco emitía era basándose en las reservas de oro las cuales respaldaban la emisión, así a mayor oro mayor emisión y viceversa. Pero este sistema fue eliminado.

Además de la creación del este banco, la Misión Kemmerer también impulsó la creación de la Contraloría General de la República y de la Superintendencia Bancaria.

El Banco de la República ha tenido diversas reformas, a pesar de que todas son de gran importancia debido a que afectan la economía del país, las de mayor representación son las siguientes:

1931: Se regula el cambio de moneda nacional a extranjera. Todo pago al exterior debe ser aprobado por el Banco.

1951: Se le otorgan atribuciones para diseñar políticas en materia monetaria, crediticia y de cambios. Facultades para regular la moneda y el crédito.

1957: Obtuvo poder para establecer controles a las importaciones y a las operaciones de giro al exterior.

1963: Creación de la junta monetaria. Llegó a tener mayor poder que la junta directiva del Banco.

1967: Intensificó el control a los movimientos cambiarios.

1973: El estado pasó a ser propietario del 99,9 % de las acciones del Banco de la República. Otorgando una acción a cada entidad financiera.

1980: Se le definió como entidad de derecho público económico, con régimen administrativo especial y patrimonio independiente. Con lo cual es exonerado de seguir el régimen de las entidades descentralizadas.

1991: Se eliminó la figura de la junta monetaria, y el manejo del Banco pasó a manos de la junta directiva del Banco de la República, poniendo fin a la dualidad de funciones, formulación de políticas (junta monetaria), y aplicación de las mismas (junta directiva). La junta queda constituida por siete miembros así:

Ministro de Hacienda y Crédito Público.

Gerente general del Banco, quien la preside.

Cinco miembros más de dedicación exclusiva nombrados por el presidente de la republica (dos por cada gobierno).

1993: Se acuerda que la función primordial del Banco será garantizar la estabilidad de la moneda (Banco de la República “Introducción al análisis económico, el caso colombiano” Banco de la república. Bogotá)

Funciones. Las funciones del Banco de la República, según la Ley 31 de 1992, sobre banca central, son:

La emisión de la moneda legal: El Banco de la República es el único banco que tiene autorización para emitir las monedas y billetes que se utilicen en el país. Este derecho es exclusivo e indelegable; es decir, el Banco de la República no le puede dar ese derecho a ninguna otra entidad u organización.

La anterior función le permite al Banco de la República tener control sobre la política monetaria, regulando la cantidad de dinero que se encuentra en circulación en la economía. El Banco, dependiendo de las condiciones económicas del país, decide emitir más billetes o, por el contrario, recoger parte de los que se encuentren en circulación, evitando que se produzcan efectos complicados sobre la economía, como lo son los altos niveles de inflación o de desempleo.

Para la emisión de billetes, entre otras variables, es importante el grado de deterioro de los billetes que se encuentran circulando.

Banquero de bancos: El Banco de la República tiene algunas funciones similares a las de un banco, pero sus clientes no son personas comunes y corrientes o empresas particulares, sino son los bancos que existen en el país. El banco central recibe dinero de los bancos como consecuencia de la reserva bancaria

(encaje bancario) y lo guarda en cuentas que estos bancos tienen en él. Igualmente, puede cumplir con la otra función que cumplen los bancos que es la de prestamista.

El Banco de la República también agiliza las operaciones y los manejos bancarios. Un importante instrumento para ello es la "cámara de compensación". Como normalmente todas las instituciones financieras tienen depósitos en el Banco de la República, la cámara permite establecer rápidamente en cuánto quedan los depósitos de cada banco al final de cada día después de realizar el intercambio de cheques entre ellos.

El Banco también hace seguimiento a las diferentes operaciones que realizan los bancos, basándose en la información que obtiene de las actividades de todas las entidades que conforman el sistema financiero, así como de su permanente contacto con la Superintendencia Bancaria. Lo anterior le permite evaluar permanentemente las operaciones del sector y, así, ampliar su capacidad para establecer políticas de control y orientación de las actividades que cumplen los bancos como intermediarios financieros.

El manejo de la liquidez de la economía y la evolución del sistema financiero colombiano han llevado al Banco de la República a establecer, al igual que con los bancos, relaciones de colaboración con entidades como las corporaciones financieras, las corporaciones de ahorro y vivienda y las compañías de financiamiento comercial. Estas organizaciones también deben constituir reservas y también le son otorgados créditos transitorios cuando los solicitan.

Funciones de crédito: El Banco de la República puede otorgar préstamos transitorios a bancos colombianos que los soliciten.

Los créditos del Banco de la República al Estado, aunque no se prohíben, si son regulados de forma muy estricta; sólo se permiten en casos de extrema necesidad, y deben ser aprobados por todos los miembros de la Junta directiva del Banco.

De la misma forma, la Constitución dejó abierta la posibilidad de que el Banco pueda continuar adquiriendo, en el mercado secundario, títulos de deuda emitidos por el Gobierno. De esta forma, no es el Banco el que financia directamente al Gobierno, sino los particulares que han comprado estos títulos.

Administrar las reservas internacionales: Un banco central también administra las reservas internacionales que los países tienen. Las reservas internacionales son recursos que los Estados poseen y que se encuentran invertidos en oro, derechos especiales de giro (DEG) o monedas de otros países.

Las inversiones que se realicen con las reservas deben ser seguras y líquidas; es decir, no debe haber posibilidad de pérdida del dinero y se debe poder disponer de éste en cualquier momento para cumplir con otras funciones, como son los pagos que debe hacer el país en el exterior.

Función cambiaria: El Banco de la República debe diseñar la política económica en materia cambiaria; es decir, debe controlar, según las metas y los objetivos propuestos, el valor de la moneda local (peso colombiano) frente a monedas extranjeras (tasa de cambio), las condiciones de la deuda externa del país y la entrada de recursos provenientes del exterior, todo esto para garantizar el buen desempeño del comercio internacional y de las finanzas del Gobierno, entre otros aspectos:

Banquero, agente fiscal y fideicomisario del Gobierno. El Banco de la República cumple con estas funciones al recibir en depósito fondos de la Nación y de las

entidades públicas bajo las condiciones que establezca su Junta directiva. Además, por solicitud del Gobierno, puede actuar como agente fiscal en la contratación de créditos externos e internos y en operaciones que sean compatibles con las finalidades del Banco.

Promotor del desarrollo científico, cultural y social. El nivel profesional y la estructura del Banco le han permitido apoyar simultáneamente el desarrollo científico, cultural y social del país a través de la creación de fundaciones destinadas a seleccionar, estimular y financiar investigaciones en las áreas de las ciencias, la tecnología, las humanidades, la antropología, la arqueología, la educación y la salud. Además, ha participado en el rescate y preservación del patrimonio cultural y en la creación de estímulos a su desarrollo mediante la administración y creación de bibliotecas y museos especializados en todo el país. El Museo del Oro y la Biblioteca Luis Ángel Arango hacen parte del Banco de la República, siendo entidades que tienen amplio reconocimiento nacional e internacional por la labor que desarrollan.

Informe de la Junta directiva al Congreso de la República: La Junta directiva del Banco de la República debe presentar al Congreso de la República un informe sobre las políticas que el Banco ha implementado en las distintas áreas (monetaria, cambiaria y crediticia) sobre las cuales tiene acción. En este informe se debe incluir una evaluación de los resultados obtenidos en el periodo anterior, así como los objetivos propuestos para el siguiente periodo y para el mediano plazo, una explicación sobre el desempeño y la administración de las reservas internacionales y la situación financiera del Banco y sus perspectivas. De otra parte, si el Congreso lo cree necesario, podrá solicitar informes adicionales.

Adicionalmente, el banco tiene influencia en el sistema crediticio del país a través de la regulación de las tasas de interés que los bancos manejan con sus clientes y del encaje bancario que le exige a éstas y otras instituciones financieras.

2.4 ESTATUTO ORGÁNICO DEL MERCADO PÚBLICO DE VALORES

La experiencia internacional enseña que los mercados de capitales de mayor tamaño, liquidez, apertura y eficiencia tienen también un mayor grado de desarrollo institucional.

Más aun, la ola de reformas regulatorias realizadas durante los últimos diez años ha sido un componente decisivo de las grandes transformaciones alcanzadas por los mercados de capitales. En fin, el desarrollo del marco institucional no ha sido un elemento menos importante que la internacionalización de las economías y las rápidas y profundas innovaciones tecnológicas y financieras.

En contraste con los indicadores de tamaño, alcance, crecimiento y eficiencia, en sus aspectos institucionales el mercado de capitales colombiano se encuentra relativamente desarrollado, por ello, su incipiente desarrollo general no solo es atribuible a limitaciones y distorsiones impuestas por el marco jurídico y la regulación.

2.4.1 Aspectos generales. El marco general del sistema regulatorio se definió inicialmente a partir del marco de capitales bancario con lo que la intervención ha carecido de especificidad y autonomía. Quizás por ello la intervención ha sido relativamente pasiva en las labores de prevención y promoción. En suma, el estrecho sistema institucional y regulatorio existente en la actualidad, no permitirá atender las demandas de financiación, cobertura de riesgos y bursatilización que se registrarán en los próximos años.

La regulación es decisiva en la definición de la estructura del mercado de capitales, especialmente en su fase de desarrollo. En términos generales los mercados de capitales pueden ser intermediados (bancarios) o no intermediados (de instrumentos).

Las bolsas, los mercados sobre el mostrador (OTC) y las redes privadas son los mecanismos básicos de organización de los mercados públicos no intermediados. La experiencia internacional sugiere, como altamente deseable, un sistema diversificado en el cual compitan estas y otras formas diferentes de organización y de prácticas de mercado. Ello exige que los marcos legales y las prácticas regulatorias no se sesguen a favor de uno u otro tipo.

2.4.2 Tipos de regulación. En un sentido amplio, la regulación es el conjunto de reglas aplicables que restringen las acciones de los participantes en el mercado y por lo tanto alteran los resultados de las mismas.

Abarca tanto la intervención estatal, como los mecanismos regulatorios que se constituyen a partir del propio mercado y las normas acordadas autónomamente por los agentes que en él participan.

La regulación abarca las actividades de reglamentación, supervisión y control. Por reglamentación se entiende aquella actividad mediante la cual se expiden reglas de carácter general. Mediante las actividades de supervisión y control, se vela porque quienes participan en el mercado ajusten sus operaciones a las normas que lo regulan. La inspección y la vigilancia se encuentran comprendidas dentro del concepto de supervisión, aunque la primera es ocasional y la segunda es permanente. A su vez, el control supone una labor de verificación que puede ser previa o posterior y que a diferencia de la supervisión que es preventiva es eminentemente correctiva o sancionatoria.

Los mercados de capitales se caracterizan por tener asimetrías de información y por existir riesgos de colapsos financieros, lo cual, sumado al hecho de involucrar masivamente el ahorro privado, justifican una adecuada intervención. La regulación que se limita a estas correcciones y propende por la eficiencia de estos

mercados se denomina preventiva o prudencial; sus objetivos son principalmente los de asegurar la solvencia y solidez de los intermediarios, la protección de los consumidores contra el comportamiento oportunista de los emisores o los comisionistas, y la promoción del desempeño eficiente del mercado mediante la competencia.

Las asimetrías de información en el mercado de capitales se manifiestan a través de diversas formas. Los profesionales del mercado tienen acceso a información que no conoce el público general y los emisores conocen de emisión de su firma que lo que es consignable en los prospectos de emisión. El comportamiento oportunista por parte de emisores, comisionistas, asesores y otros intermediarios genera una importante externalidad negativa al inducir una falta de confianza en el mercado.

Por ello, se justifica el uso de instrumentos que obligan la revelación de información por los emisores así como la adopción de estándares contables. Las autorizaciones y licencias requeridas por los comisionistas, banqueros de inversión, y demás agentes actúan en la misma dirección, al igual que los requisitos de transparencia y competitividad en la formación de precios. Sin embargo, en muchos casos dichos instrumentos pueden ser definidos por medio de la autorregulación privada y no requieren necesariamente de la intervención pública.

- La **regulación represiva** se utiliza para obtener una asignación de recursos diferentes a la que tendría lugar cuando los agentes toman decisiones con base en precios ajustados por riesgos. Este tipo de intervención, del cual la represión financiera es el mejor ejemplo ha sido utilizado para cumplir objetivos de desarrollo general, por lo general con pobres resultados. Los préstamos subsidiados y las obligaciones de asignación a sectores o grupos especiales han sido poco efectivos como instrumento de desarrollo.

- La **regulación meritosa** obedece primordialmente a los intereses económicos de gentes privados y por tanto a objetivos que pueden ser contradictorios con aquellos de la regulación prudencial. Está asociada a las acciones discrecionales de la autoridad regulatoria las cuales necesariamente dan origen a actividades de búsqueda de rentas por parte de los potenciales beneficiarios. La regulación meritosa se utiliza, por ejemplo, para restringir la participación de ciertos agentes en el mercado o para autorizar cierto tipo de operaciones (autorización de emisores y emisiones, fijación de precios de las emisiones primarias, licenciamiento de intermediarios, asignaciones de crédito, etc.).

Las autoridades también realizan labores **promocionales**, ejecutadas a menudo por las mismas autoridades supervisoras tales como la generación y difusión de información y la capacitación de los agentes.

Cuando la regulación, y en particular la supervisión y el control, se ejercen sobre determinadas actividades, independientemente de quién las realice, se denomina **objetiva**. Tal es el caso de los emisores de valores que no pertenecen al sector financiero.

La regulación subjetiva se ejerce sobre determinadas entidades según su naturaleza e independientemente de si éstas efectivamente desarrollan algún tipo particular de actividad (bolsas, comisionistas, administradores de fondos de inversión o de depósitos de valores, calificadores de valores, valuadores de inversiones, etc.).

2.4.3 Estructura regulatoria del mercado de valores colombiano. Los mercados financieros colombianos siguen un enfoque combinado de regulación y supervisión⁷:

Por lo que se refiere a la regulación, las instituciones de crédito, las sociedades fiduciarias, AFPs y cesantías y las compañías de seguros son reguladas por el presidente de la república y el ministerio de hacienda y crédito público mientras que las sociedades comisionistas de bolsa, las sociedades administradoras de fondos de inversión, los depósitos centralizados de valores, las sociedades de calificación y las sociedades titularizadoras son reguladas por la sala general de la Superintendencia de Valores.

La supervisión, por su parte, tiene un carácter mixto en el que la Superintendencia Bancaria hace una supervisión que podríamos calificar de institucional o “por sujetos”, pues tiene competencias sobre las instituciones de crédito, las sociedades fiduciarias, AFPs y cesantías y las compañías de seguros, mientras que la superintendencia de Valores tiene competencias exclusivas de la supervisión sobre las bolsas, las sociedades comisionistas de bolsa, las sociedades administradoras de fondos de inversión, los depósitos centralizados de valores, las sociedades de calificación y las sociedades titularizadoras y hace una supervisión concurrente de las actividades de intermediación (recogidas en los artículos 1.5.1.1 y 1.5.1.2 de la resolución 400 de 1995) en el mercado de valores colombiano sobre aquellas entidades cuya supervisión corresponde a la Superintendencia Bancaria que realizan. Por tanto, se puede afirmar que la Superintendencia de Valores hace una supervisión de carácter funcional o por actividad.

Este tipo de estructura de regulación y supervisión responde a las adaptaciones que las autoridades colombianas han realizado desde que se rompe la

⁷ www.supervalores.gov.co/seminarios/leyvaloresclementedelvalle.pps

correspondencia uno a uno entre instituciones y actividades que existía en Colombia hasta 1990, año en el que se autoriza la realización, por parte de los bancos, de actividades en el mercado de valores. A partir de entonces el mercado colombiano de valores ha evolucionado hacia un modelo multifuncional en el que los participantes desempeñan diferentes funciones con independencia del tipo de institución que se trate. En todo caso, merece la pena señalar que tanto el proceso de evolución del mercado de valores colombiano como las subsiguientes adaptaciones de la estructura de regulación y supervisión han sido un denominador común en prácticamente todos los mercados de valores del mundo con independencia de su carácter maduro o emergente.

Aún cuando la estructura de regulación y supervisión del mercado de valores colombiano no es una deficiencia en sí misma se han detectado una serie de debilidades que responden a cómo esa estructura es aplicada en la práctica. Por lo que respecta a la regulación, la mayoría de los mercados maduros regulan tanto por funciones como por sujetos. En este sentido, en Europa, por ejemplo, existe una regulación bancaria de aplicación a las instituciones de crédito, pero cuando se trata de regular el mercado de valores, la regulación es la misma para todas las instituciones que participan en él de forma que las mismas actividades son reguladas de la misma manera con independencia de la naturaleza de la institución que desempeñe tal actividad. En Colombia, sin embargo, no existe esa regulación única para el mercado de valores, pues se dan casos en los que actividades similares llevadas a cabo por diferentes instituciones reciben un tratamiento distinto según la naturaleza de la entidad, dando lugar a una inequidad competitiva e incrementando las posibilidades de arbitraje regulatorio por parte de los inversores. Sin el ánimo de hacer una relación exhaustiva de las situaciones en las que se produce arbitraje regulatorio. A continuación se presentan algunas de ellas:

- Las diferentes normas de valoración de portafolios de inversiones que existían hasta el año 2002
- El distinto tratamiento contable que actualmente se da a ciertas operaciones financieras (repos y simultáneas, por ejemplo)
- La obligación impuesta tanto a los comisionistas de bolsa en su actividad de compra-venta de valores de renta fija en posición propia como a los administradores de recursos de terceros de realizar tales transacciones en un mercado regulado (el MEC), mientras que los establecimientos de crédito sólo están obligados a informar sobre qué operaciones realizan en el ámbito de la intermediación de valores.
- La existencia de una normativa sobre autorregulación aplicable únicamente a las entidades comisionistas de bolsa que los bancos no tienen que soportar en sus actividades de intermediación de valores
- La diferente regulación aplicable a la administración de fondos de valores respecto a la administración de fondos comunes ordinarios y de inversión gestionados por las sociedades fiduciarias, siendo actividades con una función económica perfectamente equiparable.

Por lo que atañe a la supervisión, aun cuando los Decretos 203 y 204 de 2004 han ampliado notablemente la capacidad supervisión y vigilancia de la Superintendencia de Valores, no la dotan, de poderes disciplinarios adecuados para aquellas entidades que no están sujetas a la supervisión exclusiva de esta entidad, pues éstos se limitan a la capacidad de ordenar un cese temporal de actividades o la cancelación de su Inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. En este sentido sería necesario proveer a la Superintendencia de

Valores de la capacidad de imponer sanciones pecuniarias a todas aquellas entidades que lleven a cabo prácticas ilegales, no autorizadas o inseguras en el mercado de valores.

Por todo lo anterior, se puede concluir que en Colombia hasta el momento no ha existido un estatuto orgánico capaz de regular el mercado público de valores, es más, se puede afirmar que desde el año de 1980 no ha habido una reforma integral para el mercado de valores Colombiano: en 1979 se expidió la ley 32, la cual creó la comisión nacional de valores, inspirada en la ley para el mercado de valores de México y Argentina de la época; mas adelante en 1993 se expidió la ley 35, en la cual se marco la actividad financiera y aseguradora del mercado público de valores, escasa en objetivos y criterios propios del mercado de valores orientada al sector bancario; y en 1995 se crearon las resoluciones 400 y 1200 en las cuales se compilaron y unificaron diversas normas, sin embargo son regulaciones de carácter específico, además carecen de fuerza, ya que tienen un nivel inferior a ley. Es claro entonces que para el mercado público de valores colombiano solo se han expedido una serie de leyes y decretos que hacen que el cuerpo normativo del mercado de valores sea sumamente extenso, difuso y ambiguo, afectando la inversión. Solo hasta el año 2004 se empezó a hablar de una nueva ley para el mercado de valores colombiano que se adecuara a las necesidades específicas de quienes en el actúan, es decir, ya para ese año era cada vez más evidente que ante el importante crecimiento y potencial del mercado público de valores colombiano, se hacía indispensable la actualización del marco normativo, buscando solidificar las bases necesarias para un ágil y sano desarrollo del mismo. Como consecuencia de esto en el año 2005 comenzó a operar la nueva ley de valores (Ley 964 de 2005), la cual está orientada a fortalecer las bases del mercado de valores colombiano, promoviendo su crecimiento, a través de reglas claras y transparentes que incentiven altos niveles de integridad y profesionalismo de los intermediarios y provean la confianza necesaria a los

emisores e inversionistas, para que Colombia pueda contar con un mercado de capitales dinámico y moderno.

A continuación, se mostrará un resumen y análisis de las Resoluciones 1.200 y 400 de 1995 y posteriormente se hablará sobre la nueva Ley del Mercado Público de Valores (Ley 964 de 2005):

Resolución 1.200 DE 1995: Que con el objeto de facilitar su consulta y entendimiento el Superintendente de Valores ha considerado pertinente compilar y unificar en una sola disposición las diversas normas cuya expedición la corresponde, incluyendo aquellas que de conformidad con el artículo 3o del decreto 2739 de 1991 en concordancia con el párrafo cuarto del artículo 33 de la ley 35 de 1993 requieren para su expedición concepto previo de la Sala General de la Superintendencia de Valores⁸.

En el artículo 1° de la ley 32 de 1979 la Superintendencia de Valores tiene por objeto estimular, organizar y regular el mercado público de valores; por esta razón el artículo 3° del decreto 2739 de 1991, establece las funciones que le corresponde desempeñar al Superintendente de Valores y le asigna la facultad de expedir los actos necesarios para reglamentar aquellos aspectos que son de su competencia en desarrollo de lo cual se han expedido diversas disposiciones.

Seguidamente, se muestran los aspectos más importantes que contiene esta resolución:

- Disposiciones relacionadas con la estructura, inspección y vigilancia de la actividad del mercado de valores, que son facultad del Superintendente.

⁸ Manual para el mercado de capitales, Claudia Patricia Zuluaga, Gonzalo Correa, Jorge León Jaramillo, 2001.

- Determinación de la metodología del cálculo del índice de bursatilidad accionaria.
- Determinación del plan único de cuentas para el sector.
- Operaciones por fuera de rueda.
- Operaciones carrusel.
- Reglamentación de los fondos de garantías del mercado de capitales.
- Reglamentación de los depósitos centralizados de valores.

En la Resolución también se realizaron actualizaciones de algunas normas, entre las que se encuentran las relacionadas con los libros de órdenes, el régimen de provisión de valores a través de programas publicitarios para su promoción, negociación de valores por mecanismos diferentes a los electrónicos, los requerimientos del sistema electrónico de negociación de órdenes, las operaciones a plazo de cumplimiento financiero y efectivo, el régimen de autorización general de las operaciones que pueden desarrollar los comisionistas de bolsa, reglamentación sobre aspectos relacionados con los depósitos centralizados de valores, obligaciones de las bolsas de valores, obligaciones de los comisionistas de valores; y la reglamentación de los programas publicitarios.

Resolución 400 DE 1995: En esta resolución se actualizaron y unificaron las normas expedidas por la Sala General de la Superintendencia de Valores y se integran por vía de referencia otras⁹.

⁹ Ibídem

De acuerdo con lo establecido en el artículo 4.1.2.2. del Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores (hoy art. 3° decreto 2739/91) la Sala General debe, entre otras cosas, señalar los requisitos para acceder al Registro Nacional de Valores e Intermediarios, fijar las condiciones de la oferta pública de valores, reglamentar el funcionamiento de las entidades sujetas a la vigilancia de la Superintendencia de Valores, así como ejercer las funciones señaladas en el artículo 4.1.2.3. del citado estatuto.

Los pronunciamientos de Sala General para esta resolución fueron los siguientes: Registro Nacional de Valores e Intermediarios. Se refiere a los requisitos generales de inscripción y de cancelación, así como sobre las normas de cancelación de la inscripción de los emisores y emisiones de títulos valores.

Reglamenta la inscripción temporal de títulos valores y los derechos de inscripción.

Oferta Pública en Colombia y en el exterior de los títulos emitidos localmente. Se presenta una definición de esta modalidad, se reglamenta el mecanismo de autorización de oferta pública de valores tanto en el mercado primario como en el secundario, títulos como: bonos, papeles comerciales, acciones, certificados de depósito de mercancías, valores en desarrollo de procesos de titularización y emisión de papeles por gobiernos y empresas del exterior y organismos multilaterales.

Procesos de titularización. Reglamenta los mecanismos de estructuración, las partes del proceso, la titularización de cartera y otros activos generados de flujo de caja, los títulos inmobiliarios, fondos inmobiliarios y las obras de infraestructura y servicios públicos para titularizar.

- Bolsas de Valores

- Comisionistas de Bolsa e independientes
- Fondos de Valores. Se reglamenta su constitución y administración.
- Fondos Mutuos de inversión. Se reglamentan las condiciones generales y especiales de creación y las posibilidades de inversión.
- Operaciones con pacto de recompra. REPOS.
- Sociedades calificadoras de valores.
- Operaciones en el mercado cambiario.
- Sistemas centralizados de información para transacciones.
- Reglamentación del régimen sancionatorio.

2.4.4 Nueva ley del mercado público de valores colombiano. (LEY 964 DE 2005).

- Partes o componentes de la ley: La Ley 964 contiene:

Normas de naturaleza “general”, “marco” o “cuadro” (numeral 19 literal d) del artículo 150 de la Constitución Política (Arts. 1 al 5).

Disposiciones de carácter ordinario (regulan los asuntos que la corte constitucional ha señalado que deben ser regulados por el congreso) – Arts. 6 a 86.

2.4.5 Elementos esenciales de la ley. El concepto de “valor”. La Ley 964 establece los criterios que configuran el concepto de valor¹⁰:

- Derecho negociable.
- Parte de una emisión.
- Captación de recursos del público.

Se hace una lista enunciativa de los “valores” y se le da facultad al Gobierno Nacional para calificar como tales nuevos instrumentos financieros (esto evitara que se usen mecanismos defraudatorios a través de instrumentos que “simulan” valores).

Se hace una separación explícita entre los “valores” y los “títulos valores”. Sin embargo, se aclara que los valores tendrán las características y prerrogativas de los títulos valores, excepto la acción cambiaria de regreso.

Se otorgan protecciones especiales a los valores:

- No procederá sobre ellos acción reivindicatoria, medidas de restablecimiento de derecho, comiso e incautación, contra el tercero que adquiera valores inscritos que haya obrado de buena fe exenta de culpa.
- Se incorpora el Principio de finalidad en las operaciones sobre valores: las órdenes de transferencia de fondos o valores derivadas de operaciones sobre valores serán firmes, irrevocables, exigibles y oponibles frente a

¹⁰ <http://www.supervalores.gov.co/seminarios/leyvaloresflorez.pps>

terceros a partir del momento en que tales órdenes hayan sido aceptadas por el sistema de compensación y liquidación

- Se incorpora el Principio de protección de las Garantías entregadas por cuenta de los participantes en operaciones sobre valores de manera que éstas no podrán ser objeto de reivindicación, embargo, secuestro, retención u otra medida cautelar similar, administrativa o judicial, hasta tanto no se cumplan enteramente las obligaciones derivadas de tales operaciones u órdenes. Estas garantías se excluyen de la masa y se pueden hacer efectivas, sin necesidad de trámite judicial alguno, conforme a los reglamentos del correspondiente sistema de compensación y liquidación de operaciones
- Se le da protección legal a los derivados financieros, tales como los contratos de futuros, de opciones y de permuta financiera, siempre que los mismos sean estandarizados y susceptibles de ser transados en las bolsas de valores o en otros sistemas de negociación de valores (las protecciones de la ley se les hacen extensivas, como el “principio de finality”. Con esto se evita usar el RNVI como vía indirecta para alcanzar los beneficios de los títulos valores

2.5 INDICADORES DEL MERCADO BURSÁTIL

Son pocos los inversionistas que manejan las diferentes herramientas de análisis accionario, basando así sus decisiones en criterios poco fundamentados. Es así, como dentro del ámbito accionario se realizan dos clases de análisis: fundamental y técnico. El primero se encarga de estudiar la situación macroeconómica y política del país, el comportamiento de los diferentes sectores económicos y cada una de las compañías respecto a sus estados financieros, proyecciones,

indicadores financieros, entre otros. El segundo basa su análisis en las tendencias que presentan los precios de la acciones, dicho de otro modo, permite predecir el movimiento de los precios en el corto plazo¹¹.

Los técnicos no están interesados en los niveles de precios, pero sí en sus cambios.

Actualmente en Colombia el más utilizado es el análisis técnico, del cual, se derivan una serie de indicadores; los principales son:

2.5.1 Relación precio valor intrínseco. Llamado también Q de Tobin. Es la relación entre el precio en bolsa y el valor intrínseco de la acción. Indica si la acción está sobrevaluada (Q Tobin > 1), o subvaluada (Q Tobin < 1) con respecto a su valor contable. A menos Q de Tobin mejor es el indicador.

$$\text{Cálculo Q Tobin: } \frac{\text{Precio en Bolsa}}{\text{Valor Intrínseco}}$$

$$\text{Valor Intrínseco: } \frac{\text{Patrimonio Neto}}{\text{Nro. Acciones en Circulación}}$$

2.5.2 Relación Precio Ganancia (RPG). Es el número de años que se demorará en recuperar la inversión si las utilidades netas de la compañía permanecieran estables. A menor RPG mejor es el indicador.

$$\text{Cálculo RPG: } \frac{\text{Precio en Bolsa}}{\text{UPA (Utilidad por Acción del último año)}}$$

Utilidad Neta Último Año

¹¹ www.bvc.com.co/bvcweb/mostrarpagina.jsp?codpage=11006

UPA (último año): -----
Nro. Acciones en Circulación

2.5.3 Índice BETA (BETA). Aunque se puede presentar como un indicador técnico, no se puede descartar. Permite establecer que tan sensible es la rentabilidad de una acción cuando se presentan movimientos en la rentabilidad del mercado. Si el Beta para una acción es igual a 1 (Beta=1) significa que los rendimientos de ésta varían de manera proporcional a los rendimientos del mercado. Un beta mayor que 1 (Beta>1), significa que el rendimiento de la acción varía de manera más que proporcional al rendimiento del mercado. Un beta entre 0 y 1 (0<Beta<1), significa que la acción está por debajo de los niveles de riesgo del mercado, y si el beta es menor que 0 (Beta<0), significa que la acción se comporta de manera inversa a las variaciones globales del mercado.

2.5.4 Rendimientos de los dividendos (YIELD). Es el rendimiento anual que generan los dividendos pagados en el último año sobre el precio en bolsa de la acción.

Dividendos Último Año
Cálculo Rendimiento Dividendos: -----
Precio en bolsa

2.5.5 capitalización bursátil. Es el valor de la empresa en bolsa.

Cálculo Capit. Burs: Precio en Bolsa * Nro. Acciones en Circulación

2.5.6 Bursatilidad. Mide la característica dinámica de una acción, basada en el grado de facilidad para comprarla o venderla en el mercado secundario. Permite clasificar una acción como de Alta, Media o Baja bursatilidad.

Hay que tener en cuenta que una acción no se debe elegir por un solo indicador, sino por el mejor conjunto, lógicamente, después de estudiar la situación macroeconómica, sectorial, y financiera de la empresa, así como el precio histórico de ésta.

2.5.7 Desviación estándar. Mide el grado de variación del retorno de una inversión, con respecto a sus retornos previos o al promedio de todas las inversiones similares. A mayor desviación estándar, mayor la probabilidad (y riesgo) de que la rentabilidad de un valor fluctúe con respecto a su retorno promedio.

3. MERCADO ACCIONARIO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

El volumen de operaciones en acciones como porcentaje del PIB, conocido como profundización del mercado accionario no ha sido importante en los últimos tiempos.

3.1 INVERSIÓN EN EL MERCADO DE ACCIONES

La inversión a través de Bolsa genera una amplia gama de oportunidades. Múltiples razones le aseguran que la inversión será provechosa, rentable y segura:

- Se tiene la posibilidad de diversificar la inversión en diferentes tipos de títulos como lo son las acciones, los bonos, las titularizaciones, los TES, entre otros. Para ello se puede hacer de manera individual en cada título o a través de los fondos de valores de las firmas comisionistas.
- Se cuenta con asesoría permanente por parte de una firma comisionista de bolsa, en términos del plazo estimado de la inversión, de disponibilidad del dinero, del nivel de riesgo que se está dispuesto a aceptar, de los rendimientos esperados, y de cualquier otro aspecto que se considere necesario. Con esta asesoría se podrá estructurar un portafolio de inversiones a la medida de las necesidades de cada inversionista.
- La asesoría de una firma comisionista no se limita al momento inicial de invertir; ésta desarrolla una labor investigativa que le permite evaluar

constantemente las opciones de inversión que se le presenten y prevén cualquier situación del mercado que pueda perjudicar la inversión.

- Todas las operaciones que la firma comisionista realice con el dinero serán vigiladas por la Superintendencia Financiera y la Bolsa de Valores de Colombia. Esto le da al inversionista la posibilidad de acudir a dos interlocutores de manera fácil en caso de tener algún reclamo.

Adicional a las ventajas que presenta una inversión como tal, existen varios elementos de control que generan diversas garantías para los inversionistas:

Transparencia: En un mercado transparente como la Bolsa de Valores de Colombia S.A. es posible encontrar la información oportuna, suficiente y clara para una apropiada toma de decisiones.

Formación de Precios: Las negociaciones a través de la bolsa conllevan una adecuada y justa formación de precios, dada por la competitividad, la eficiencia y los flujos de información oportunos, suficientes y claros entre los oferentes y demandantes que participan en este mercado.

La Cámara de Compensación y Liquidación: La Bolsa de Valores de Colombia S.A. cuenta con una Cámara de Compensación y Liquidación, que se encarga de registrar, liquidar y compensar las operaciones de contado o a plazo efectuadas por los comisionistas.

3.1.1 Bolsa de Valores. En términos generales una Bolsa es un lugar público destinado a servir de reunión a negociantes de valores o productos. Sin embargo, como institución, una Bolsa de Valores es algo más que eso: consiste además, en una entidad, reguladora y mediadora del mercado cuyas negociaciones están reglamentadas y vigiladas.

La Bolsa de Valores de Colombia S. A. es un establecimiento mercantil de carácter privado, constituido como sociedad anónima del cual puede ser accionista cualquier persona natural o jurídica, salvo que las normas que rigen a dicha persona no se lo permitan. Cada una de las sociedades comisionistas miembros debe poseer un número de acciones no inferior al que establezca el reglamento de la bolsa, y en ningún caso un mismo beneficiario real podrá tener una participación superior al diez por ciento (10%) del capital suscrito de la bolsa.

La Bolsa de Valores de Colombia S.A. pone en contacto a oferentes y demandantes de títulos valores mediante la intervención de instituciones especializadas y autorizada para ello, las sociedades comisionistas de bolsa.

Es vigilada por la Superintendencia Financiera, entidad adscrita al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, quien suministra el marco conceptual, normativo y regulatorio dentro del cual pueden realizarse las transacciones en el mercado público de valores, así como las pautas de actuación de la bolsa, de las sociedades comisionistas y de sus funcionarios.

Las Bolsas de valores son establecimientos privados autorizado por el Gobierno Nacional donde se reúnen los miembros que conforman la Bolsa con el fin de realizar las operaciones de compra - venta de títulos valores, por cuenta de sus clientes, especialmente. Sitio público donde se realizan las reuniones de la Bolsa o se efectúan las operaciones de la misma. La idea moderna de "sitio", puede asociarse con "lugar virtual" donde se encuentra la oferta y la demanda de valores.

El 3 de julio de 2001, se unieron las Bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente para crear la Bolsa de Valores de Colombia IGB. La Bolsa de Valores de Colombia es una entidad privada que contribuye al crecimiento y desarrollo de la economía colombiana porque facilita el financiamiento de empresas industriales, comerciales

y de servicios, las cuales requieren de manera continua recursos para adelantar su tarea productiva.

3.1.2 Índices. Un índice es un indicador de referencia que mide el comportamiento de una canasta o grupo de acciones en un período de tiempo. La finalidad de los índices bursátiles es reflejar la evolución en el tiempo de los precios de los títulos admitidos a cotización en Bolsa. En resumen tratan de reflejar el comportamiento de todos los valores que cotizan en la bolsa tomados en conjunto como si fuera una sola unidad.

Cada Bolsa de cada país tiene al menos un índice que pueda servir de representación del comportamiento del mercado en cuestión. En el caso colombiano el índice que refleja el comportamiento del mismo es el IGBC. El valor de este índice es determinado diariamente y refleja las variaciones de un grupo de acciones. Esta canasta de acciones se calcula trimestralmente, es por ello, que en esta se encuentran las acciones más representativas del mercado.

Cada acción tiene una participación diferente en el cálculo del IGBC según su rotación (acciones en circulación sobre acciones transadas) y frecuencia (número de ruedas en las que ha participado). El porcentaje de participación puede cambiar de acuerdo a la variación en el precio de la acción.

Otros índices de los mercados accionarios mundiales son:

Dow Jones: Está compuesto por 30 valores industriales que cotizan en la NYSE y no recoge el efecto dividendos. Se calcula por una media aritmética simple de precios.

El S&P 500 Es uno de los índices más importantes del mundo, que representa la evolución del mercado americano está compuesto por 500 de las compañías más

importantes de las que cotizan en el mercado estadounidense. Para elegir sus componentes se atiende a criterios de capitalización de mercado, liquidez y representación sectorial de cada compañía.

NASDA National Association of Securities Dealer Automated Quotation
Corresponde a un mercado electrónico de acciones en Estados Unidos. Fue fundado por la *National Association of Securities Dealers (NASD)* y privatizado en una serie de ventas en el 2000 y el 2001. Es la bolsa de comercio electrónica más grande de los E.E.U.U... Con aproximadamente 3.300 compañías, intercambia en promedio más acciones por día que cualquier otro mercado estadounidense.

NIKKEI es el índice bursátil de la bolsa de Tokio. Desde 1971, el periódico *Nihon Keizai Shinbun* calcula el índice Nikkei-225, que se expresa en yenes. Consiste en 225 empresas, y la lista se renueva cada año.

3.2 POLÍTICAS MONETARIAS

El objetivo primario de la política monetaria es alcanzar y mantener una tasa de inflación baja y estable, y lograr que el producto crezca alrededor de su tendencia de largo plazo, para ello el emisor acude a los siguientes mecanismos:

3.2.1 Política monetaria restrictiva. Cuando en el mercado hay mucho dinero en circulación, interesa reducir la cantidad de dinero, y para ello se puede aplicar una política monetaria restrictiva. Consiste en lo contrario que la expansiva:

- Aumentar la tasa de interés, para que al momento de solicitar un préstamo éste sea más caro.
- Aumentar el coeficiente de caja, para dejar más dinero en el banco y menos en circulación.

- Vender deuda pública, para quitar dinero del mercado cambiándolo por títulos.

3.2.2 Política monetaria expansiva. Cuando en el mercado hay poco dinero en circulación, se puede aplicar una política monetaria expansiva para aumentar la cantidad de dinero. Ésta consistiría en usar alguno de los siguientes mecanismos:

- Reducir la tasa de interés, para hacer más atractivos los préstamos bancarios.
- Reducir el coeficiente de caja, para poder prestar más dinero.

3.3 INFLACION EN LA ECONOMÍA

La inflación podría describirse como el aumento en los precios de los bienes y servicios de manera sostenida. El indicador más utilizado para medir dichos incrementos es el IPC (Índice de Precios al Consumidor). Éste señala porcentualmente el cambio en el precio promedio de los bienes y servicios que adquiere un consumidor en dos periodos de tiempo, usando como referencia lo que se denomina en algunos países la *cesta básica o canasta familiar*.

Paralelo a este indicador, existen también el IPP (Índice de Precios al Productor) y el IPM (Índice de Precios al Mayorista), los anteriores se diferencian del IPC en que no agregan gravámenes e impuestos, ni la ganancia obtenida por mayoristas y productores.

3.4 CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA COLOMBIA

El favorable crecimiento de los volúmenes transados y aumentos en el índice general de la Bolsa no son exclusivos del mercado colombiano, también se han presentado en otras economías latinoamericanas que presentan tipo de cambio flexible y libre movilidad de capitales como Chile, México, Brasil y Perú. Otros hechos relevantes en el comportamiento del Mercado Accionario han sido:

- Empresas extranjeras han comprado empresas colombianas inscritas en la Bolsa de Valores
- Fusiones entre compañías
- Caída del precio del dólar
- Búsqueda de ganancias a corto plazo por parte de los inversionistas mediante la compra de acciones
- Anuncio de la buena rentabilidad incrementa el arribo de capitales al país
- Escenario de reevaluación con tasa de crecimiento muy bajas en los mercados desarrollados.
- Excelentes noticias que presentó el sector productivo de la economía gracias a los buenos resultados financieros.

4. COMPORTAMIENTO DEL DÓLAR Y EL MERCADO ACCIONARIO 2008 – 2010

La Tasa Representación del Mercado (TRM) corresponde a la cotización oficial del dólar estadounidense en pesos colombianos. Normalmente la TRM fluctúa bajo la forma de revaluaciones o devaluaciones del peso. Hay revaluación, cuando hay que pagar menos pesos por dólar, apreciando nuestra moneda. Por el contrario, cuando se refiere a que el peso se devalúa, es que su valor disminuye y el del dólar aumenta¹².

Alexander Villarraga, investigador del Instituto de Estudios Económicos del Caribe (IEEC) de Uninorte, explica que para el valor de la TRM, los países pueden optar por tener un sistema de cambio nominal fijo o un sistema de cambio flotante. En el primer sistema, la autoridad monetaria decreta el valor ideal de su moneda y se compromete a mantenerlo. El sistema del tipo de cambio colombiano, en contraste, es flotante, pues el precio del dólar fluctúa libremente en función de la demanda y oferta de dólares que haya en el mercado del país¹³.

Por su parte, Carlos Ospino, también investigador del IEEC, comenta que, *"en un país que tiene libre movilidad de capitales para que los extranjeros inviertan en acciones, en bonos, que pueden traer y llevar inversiones, si está fijada la cantidad de dinero, no se tiene control sobre la tasa de cambio"*¹⁴.

¹² Documento elaborado en alianza por EL HERALDO e Instituto de Estudios Económicos del Caribe de la UNIVERSIDAD DEL NORTE. Noviembre 2 de 2009.

¹³ Ídem

¹⁴ Ídem

Es de esperarse que un valor alto de la TRM favorezca los ingresos de los sectores exportadores, mientras que un valor bajo va a favorecer a los consumidores e importadores, que podrán adquirir productos a menor costo. Como señala Ospino, el valor de la TRM afecta de manera distinta a los agentes económicos del país, dificultando establecer una tasa de cambio que satisfaga a todos. *"Lo importante es que hay instrumentos para proteger, como adquirir un seguro y con ello pactar a un año una tasa de cambio igual a la de hoy"*, manifestó Ospino. En este sentido, Villarraga revela que los estudios económicos sobre esta situación, demuestran que lo más crítico de la TRM no es su valor, sino su volatilidad, es decir las variaciones bruscas tanto en apreciación como en depreciación. Por lo cual, se entiende que la política liderada por el Banco de la República (BR) apunta al control de la volatilidad excesiva y los valores extremos de la tasa que ponen en riesgo la meta de inflación y estabilidad financiera de la economía. Villarraga afirma que el dólar está en constante movimiento, como lo demuestra su fuerte depreciación que hace tres semanas generó quejas del sector exportador¹⁵.

Una de las medidas que se tomaron fue el compromiso del gobierno de no monetizar más dólares, con el fin de evitar mayor circulación de estos y con ello su pérdida de valor. Además, se disminuyeron aranceles para incentivar la importación de materias primas. Por su parte, el BR se comprometió a comprar dólares generando una mayor demanda y por ende un incremento en su cotización. Esto se reflejó en el aumento del dólar en más del 5% por lo que se espera la intervención del banco. Si no se presenta se enviará una señal negativa a los actores del mercado, dado que esta política es un compromiso institucional frente a la volatilidad¹⁶.

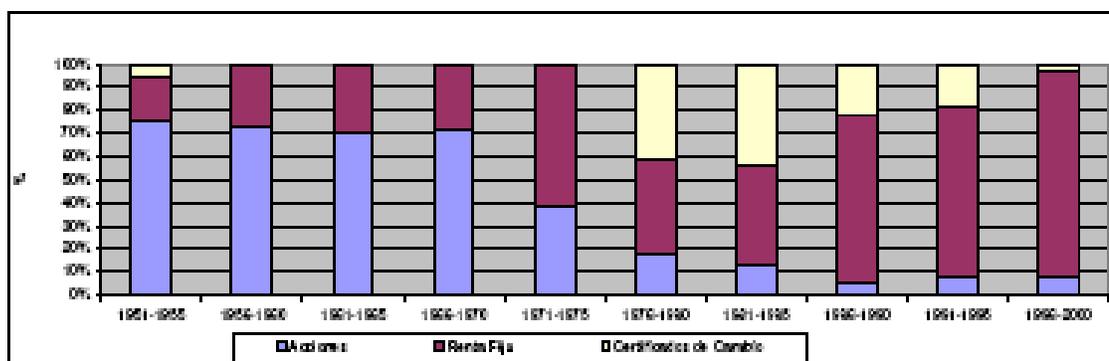
¹⁵ Ídem

¹⁶ Ídem

4.1 MERCADO CAMBIARIO

La estructura del mercado de capitales colombiano por tipo de transacciones ha seguido la misma tendencia que se observa a nivel internacional, en cuanto a la creciente importancia de los instrumentos de renta fija. Sin embargo, la pérdida de las acciones como instrumento de financiación en Colombia supera la tendencia que se ha registrado en el contexto internacional (gráfica 1). En efecto, mientras en los años cincuenta y setenta las acciones representan más del 60% de las transacciones en el mercado bursátil colombiano, durante los noventa su participación se redujo a casi 8%. La poca preferencia que muestran las empresas colombianas por la financiación a través del mercado de capitales se refleja por una parte, en una alta concentración de la propiedad accionaria en las empresas que cotizan en bolsa y por otra en un bajo índice de bursatilidad para la mayor parte de las acciones transadas en este mercado o, dicho de otra forma, en un reducido número de acciones que se transan de manera permanente y creciente¹⁷.

Gráfico 1. Transacciones del mercado bursátil

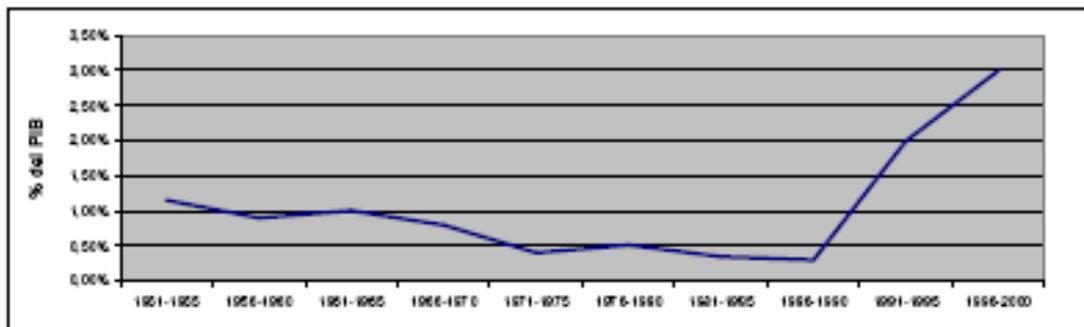


Fuente: Superintendencia de Valores. 2001

¹⁷ López de Silanes. *De cara al siglo XXI: Memorias I Congreso Nacional de Mercado de Capitales*. Bolsa de Valores de Bogotá. 2005.

La concentración de la propiedad accionaria de una empresa se puede medir a través del índice Giní. Si hay total desconcentración, es decir si la propiedad esta distribuida de manera igualitaria entre todos los accionistas el índice es cero, mientras si hay concentración de la propiedad el índice toma un valor de uno, si se calcula por sectores el promedio aritmético de los índices Giní de las empresas que componen cada sector se observa, que en Colombia en casi todos los sectores el índice se ubica entre 0.8 y 0.9. Lo anterior sugiere que las empresas que están cotizando en la bolsa transan en el mercado una proporción pequeña de sus acciones. Esta circunstancia no es extraña, pues Colombia es un país que se caracteriza por la operación de grandes grupos económicos en varios sectores de la economía. No obstante, si bien el volumen transado en acciones es en términos relativos pequeño, aumentó de tamaño en la última década, pues pasó de ser menos de 0.5% de PIB en los años ochenta a 3% del PIB en promedio en el periodo 1996-1999¹⁸.

Gráfico 2. Transacciones de acciones



Fuente: Superintendencia de Valores. 2001

Hoy día al mercado de capitales se le otorga una gran importancia como elemento para canalizar el ahorro hacia las actividades productivas. En economías emergentes, y que presentan un nivel medio de desarrollo y con escaso acceso a financiación privada internacional, un mercado de activos financieros profundo resulta mejor alternativa para afrontar los cambios

¹⁸ Fuente tomada: Documento de transacciones de la Superintendencia de Valores. 1999

internacionales, para suplir financiación durante las crisis bancarias domésticas y para darle mayor competitividad a la economía.

En Colombia se ha dado un tratamiento preferencial a promover el mercado de capitales, dedicándole gran atención y recursos oficiales y privados, en especial en la década de los noventa. Al igual es importante evaluar la participación del Estado en el mercado de capitales, ya que ésta, es una actividad económica de carácter casi privado. Según Stiglitz (1993), el mercado de capitales difiere de otros mercados, entre otros, en que sus fallas tienen un potencial dañino mayor. Por esta razón, el control regulatorio es deseable en la medida que procure un funcionamiento más eficiente del mercado de capitales y con ello una mejora general de la economía¹⁹.

El mercado de capitales nacional coincide o difiere de las tendencias de los mercados emergentes, y en especial, de los de América latina, su estudio concluyó que el mercado local permanece entre los más pequeños de la región, exhibe poca diversificación sectorial y es poco líquido, según estadísticas de Fedesarrollo para 1999²⁰.

Si en un mercado accionario se le brinda al inversionista mayor liquidez, ésta permite mayores transacciones y menores costos, motivando a invertir en proyectos de largo plazo, ya que en el momento que quieran retirarse del mercado pueden liquidar sus acciones sin ningún inconveniente. Esta liquidez también beneficia a las empresas ya que pueden financiarse fácilmente por medio de la emisión de acciones. (Larrain, 1999), pero esta característica de un buen mercado de capitales no la cumple Colombia, ya que nos encontramos con un mercado de valores pequeño e ilíquido y poco expuesto a la competencia internacional. Además el mercado de Valores Colombiano opera en

¹⁹ Banco de la Republica, *Borradores de Economía*. No. 457, 2007

²⁰ Arbeláez, M. y S. Zuluaga, (2002). *El mercado de capitales colombiano y las firmas comisionistas de bolsa en los años noventa*. Bogotá D.C.

un contexto de elevado riesgo y costos de emisión muy elevados. (López de Silanes, 1999).

Existen 4 mercados básicos en los flujos financieros internacionales:

- El Mercado de Deuda (Créditos y Bonos)
- El Mercado de Acciones
- El Mercado de Commodities: productos básicos agrícolas, pecuarios, minerales, y productos energéticos como el petróleo y el carbón.
- El Mercado de Divisas

El eje de las finanzas internacionales, es decir, el mercado sobre el cual confluyen los demás mercados, es el mercado de divisas, conocido también como Mercado de Cambio Extranjero, basado en los tipos de cambio. El mercado de divisas es el principal mercado en las finanzas internacionales y el de mayor volumen (en un día se transa alrededor de 20 veces el PIB Colombiano en un año). Si se usara una moneda única en todo el mundo, no habría necesidad de un mercado de divisas, y el comercio entre todas las naciones se parecería al comercio entre los diversos estados de los Estados Unidos, o al de la Unión Europea. Sin embargo, dada la diversidad actual de monedas, las transacciones internacionales requieren a conversión de una moneda a otra, siendo esta la principal función del mercado de divisas: el intercambio de monedas. En el mercado de divisas, la moneda física raramente se ve, ya que los fondos son transferidos electrónicamente de cuenta a cuenta²¹.

²¹ **GRACIA RODRIGEZ, Enrique.** Cátedra de Finanzas internacionales, Documento guía

Las negociaciones de divisas en Colombia se llevan a cabo a través de dos mercados conocidos como el mercado cambiario y el mercado libre.

4.1.1 Dólar. Durante los últimos meses particularidad en los mercados financieros, la moneda de la principal economía a nivel mundial, el dólar norteamericano, ha presentado una notoria debilidad contra sus principales competidores y esta tendencia se ha pronunciado aún más cuando se compara con las monedas de las economías emergentes. El peso colombiano no ha sido ajeno a la tendencia revaluacionista con respecto al dólar, por el contrario ha sido la moneda con el mejor desempeño a nivel mundial, en lo corrido del año la revaluación se ubica en 16% y en los últimos 12 meses se ubica en 36%. Existen diversas explicaciones alrededor de este comportamiento sin embargo aún no se ha llegado a un consenso entre los analistas acerca de la principal razón que ha dinamizado la pérdida de valor del dólar con respecto a las demás monedas²².

En términos simples de oferta y demanda el valor de un activo disminuye cuando existe un exceso de oferta y la demanda no alcanza a cubrir la oferta al precio inicial y por lo tanto se presiona la caída del precio de dicho activo. En la mayoría de las economías a nivel mundial el precio del dólar con respecto a la moneda local se determina en condiciones de libre mercado, condiciones de oferta y demanda, por lo tanto desde el punto de vista de economía básica lo que está pasando es que existe una oferta generalizada de dólares y una mayor demanda por otras monedas. Por lo tanto es necesario entender cuáles son las razones por las cuales los inversionistas han estado saliendo de sus posiciones en activos denominados en dólares²³.

La principal razón por la cual los inversionistas buscan alternativas de inversión en diferentes monedas es la posibilidad de obtener tasas de rentabilidad superiores a

²² ASESORES Y VALORES. Firmas comisionistas. Estudio económico comparativo. 2010.

²³ Ídem

las que se ofrecen en la moneda local. Sin duda alguna los países emergentes han sido una inversión altamente rentable durante los últimos años, a tal punto que en algunos casos la rentabilidad anual ha superado el 100% en los mercados de renta variable. El cambio en los fundamentales económicos de dichas economías ha llevado a que inversionistas internacionales busquen nuevas alternativas de inversión en estos países. La inversión no ha sido solamente inversiones en activos financieros sino en el sector real. Se ha visto un claro interés por parte de grandes multinacionales en los mercados de las economías emergentes como una posibilidad de crecimiento y en general la decisión ha sido entrar a través de adquisiciones de empresas previamente establecidas. El hecho que los inversionistas desplacen sus capitales hacia dichas economías genera una oferta masiva de dólares llevando a la cotización del dólar caiga de manera generalizada²⁴.

Algunas características del comportamiento de la divisa se detallan a continuación²⁵:

El comportamiento reciente de la tasa de cambio ha conducido a que en el mercado interbancario el dólar se esté transando a precios similares a los de julio de 1999, año en el que aún se controlaba la cotización del dólar a través del mecanismo de la banda cambiaria.

Algunos agentes del mercado le atribuyen la reciente apreciación de la moneda local a la mayor inversión extranjera directa en el país, en especial en el sector petrolero.

Adicionalmente, la entrada de divisas al país, provenientes del comercio exterior, tampoco explica las presiones a la baja en la tasa de cambio, ya que la oferta de

²⁴ ibídem

²⁵ http://www.portafolio.com.co/economia/finanzas/2008-04-03/ARTICULO-WEB-NOTA_INTERIOR_PORTA-4066794.html

dólares provenientes de las exportaciones está siendo más que compensada por la demanda de dólares para el pago de las importaciones, lo que se ha visto reflejado en un crecimiento anual de 6,32 por ciento en el déficit comercial (reportado en la balanza cambiaria).

La menor entrada de dólares al país proveniente de la cuenta de capitales nos hace pensar que el comportamiento a la baja en la tasa de cambio está asociado a movimientos especulativos de algunos agentes del mercado local.

Recientemente, los movimientos de la tasa de cambio han ganado una mayor correlación con las monedas de los demás países de la región, las cuales se han visto favorecidas por el aumento en los precios internacionales de los bienes primarios.

En este sentido, se puede apreciar como la correlación del peso con el real ha aumentado considerablemente en los últimos meses, pasando de ser del 50 por ciento en los dos años recientes a 66 por ciento en lo corrido del 2009.

El aumento de la correlación del peso con las demás monedas de la región está conduciendo a que la entrada de flujos de capitales a los demás países tenga un efecto positivo sobre el comportamiento del peso.

Esto se debe a que la entrada de dólares a esas economías genera valorizaciones en sus monedas, que se ven reflejadas en el comportamiento del mercado interbancario de dólar local. De este modo, en la medida en que no se presenten entradas significativas de divisas a Colombia, la caída del dólar será consecuencia de las estrategias de las tesorerías de los intermediarios financieros, las cuales están determinadas en gran medida por las expectativas de los agentes del mercado.

Si bien es cierto que en el corto plazo las expectativas de los agentes del mercado parecen indicar que hay un mayor espacio para la caída del dólar (mayor prima de corte en la última subasta de opciones put y menores devaluaciones implícitas en el mercado de forwards), los incrementos en la aversión al riesgo de los inversionistas podrían generar movimientos abruptos al alza en el dólar.

Aunque en el corto plazo no prevemos factores que cambien la tendencia actual del mercado, sí consideramos que el amplio componente especulativo presente en el mercado continuará generando amplias volatilidades en la cotización del dólar

4.2 MERCADO ACCIONARIO

Para el año 2009, los precios de las acciones subieron rápidamente anticipándose a la recuperación económica y sobrepasando los resultados financieros de las empresas. Los beneficiados con la valorización de las acciones fueron aquellos inversionistas que dejaron de lado el temor y aprovecharon la crisis para comprar a precios bajos después de que se generó un aumento en la oferta de acciones por el traslado de recursos hacia activos con menor riesgo²⁶.

Después de un primer trimestre de incertidumbre en el mercado accionario, a partir de abril de 2009 el mercado de renta variable presentó una recuperación acelerada. A simple vista parecía inexplicable para un momento de incertidumbre económica: mientras los mercados recibían datos económicos negativos, las acciones presentaban valorizaciones que, en muchos casos, sobrepasaron las caídas que acumularon hasta octubre de 2008 tras la explosión de la crisis financiera en Estados Unidos²⁷.

²⁶ Fuente. www.elespectador.com.co, edición. Enero 3 de 2010

²⁷ Ibídem

Esta tendencia no sólo se presentó en Colombia, a partir de mediados de marzo los mercados accionarios del mundo presentaron variaciones positivas que contrastaban con los datos económicos publicados. En el caso de EE.UU., el índice bursátil S&P500 mostró una recuperación del 65% desde su nivel mínimo de 676.53 puntos el nueve de marzo de 2009, mientras en Colombia el índice Colcap acumuló una valorización de 63% en este mismo período y un acumulado en 2009 de 58%²⁸.

El volumen de negociación en la Bolsa de Valores de Colombia también fue aumentando de manera progresiva durante 2009. Mientras que en el transcurso del primer trimestre del año el promedio diario de negociación se situó en \$60 mil millones, para noviembre el volumen promedio diario del año había aumentado a \$100 mil millones.

Hasta noviembre se realizaron operaciones en el mercado accionario por un valor de \$46,9 billones. Resulta interesante de esta cifra que de dicho volumen el 39% corresponde a compras y ventas realizadas por personas naturales, y el 18,96% corresponde a las hechas por el sector real. Los fondos de pensiones ocupan el tercer lugar en negociaciones con una participación del 17,68%²⁹.

A pesar de ser los terceros en participación por volumen, los fondos de pensiones habían comprado \$6,6 billones en acciones, a la vez que habían vendido \$1.6 billones. Es decir, en términos netos los AFP aumentaron sus inversiones en acciones en \$5 billones, convirtiéndose en los mayores compradores netos de acciones. De esos \$5 billones, \$4,4 billones fueron vendidos por las personas naturales. Por lo anterior, es de esperarse que la valorización de las acciones durante 2009 se la hayan ganado los portafolios de los fondos de pensiones y no las personas naturales directamente, aunque éstas tengan una ganancia a través

²⁸ *Ibidem*

²⁹ *Ibidem*

de la valorización de los portafolios en los que están invertidas sus cotizaciones para pensiones.

Cuadro 1. Comportamiento acciones durante 2008 - 2009

	22-Feb-08	29-Feb-08	VAR.SEM	AÑO CORRIDO	12 MESES
IGBC	9.469,77	9.191,93	-2,93%	-9,89%	-9,41%

Fuente. Asesores en Valores S.A. - 2010

La fuerte volatilidad que reveló la tasa de cambio (TRM) tuvo sus consecuencias negativas en el campo exportador, el dólar pierde fuerza a razón del mal panorama internacional y afectó directamente a productores y consumidores sin dar espacio a implementar coberturas eficientes.

Durante 2009, se reactivó el mercado de acciones como movilizador de grandes volúmenes de recursos. Almacenes Éxito e ISA realizaron emisiones de acciones por un monto cercano a los \$880 mil millones. Inverargos adquirió un 15% adicional de la propiedad de Colinversiones por \$270.000 millones y a su vez Colinversiones concretó la compra del 47,3% de EPSA por \$1,5 billones. Además se vendieron tres grandes paquetes de acciones: la Empresa de Energía de Bogotá (\$494 mil millones), Cementos Argos (\$860 mil millones) y Grupo Suramericana (\$1,02 billones)³⁰.

La realización de estos negocios dejó en evidencia la alta capacidad de absorción que hay en el mercado y el atractivo que representa para nuevos emisores en busca de recursos. Atrás quedaron los días en los que el volumen de negociación de Ecopetrol era casi la totalidad del volumen diario total, y ahora otras acciones han desplazado a esta compañía en la medida en que los agentes venden

³⁰ Ibídem

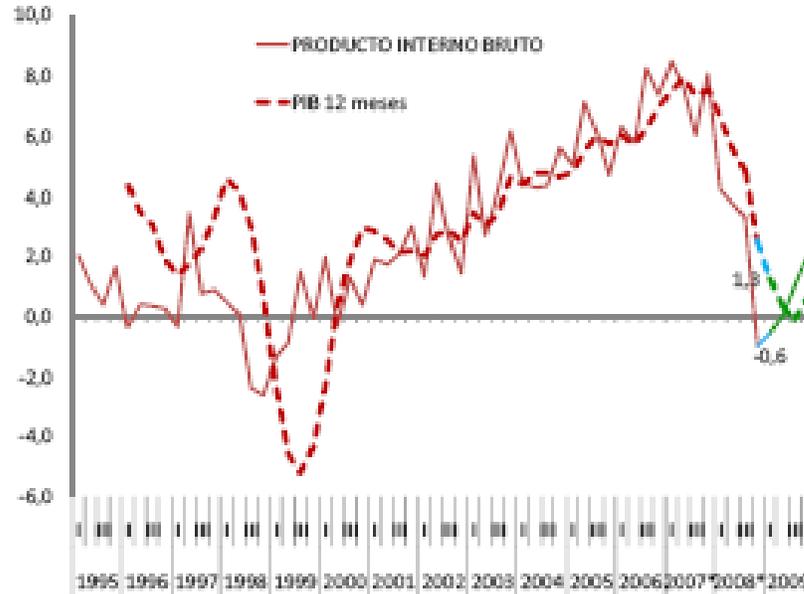
acciones de esta petrolera para buscar otros sectores que les permitan diversificar sus inversiones.

A pesar de ser un año de altas ganancias para los inversionistas del mercado accionario, los interesados en invertir en acciones todavía lo pueden hacer. Los datos macroeconómicos han mostrado repuntes en los reportes recientes y se espera que durante 2010, la recuperación económica global impacte positivamente la economía local, soportada a nivel interno por una política expansiva del Banco de la República. Lo anterior debería derivar en una mayor colocación de crédito que fomente el consumo e incentive a las empresas a reemprender planes de expansión (con bajos intereses) que mejoren sus resultados financieros a mediano y largo plazo.

En Colombia, la economía entró en recesión luego de que se confirmara que el último trimestre de 2008 y el primero de 2009 presentaron crecimiento negativo. Sin embargo, la caída ha sido mucho menor a lo inicialmente proyectado por el promedio de los analistas y no se perciben problemas estructurales en la economía colombiana. La caída en el crecimiento de nuestros principales socios comerciales ha traído como consecuencia un menor volumen de exportaciones y consecuencias en el sector industrial, que tiene como principales mercados internacionales a Ecuador y Venezuela³¹.

³¹ Fuente tomada en SERFINCO. Informe semestral de gestión. Cartera colectiva abierta denominada "Serfinco acciones". Junio de 2009.

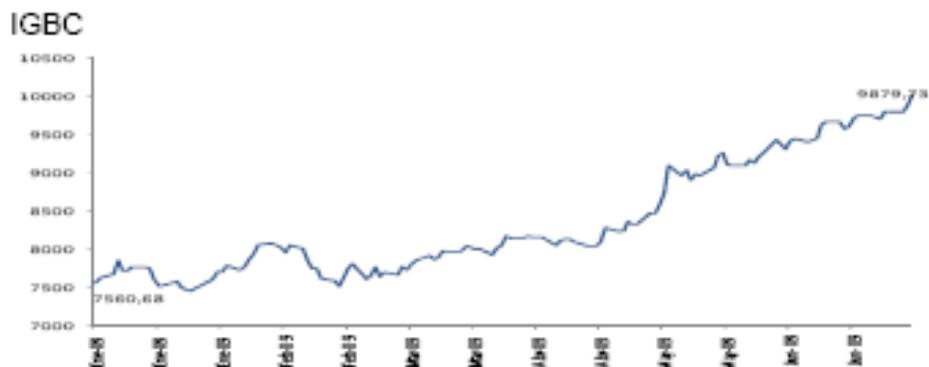
Gráfico 2. Crecimiento económico VS PIB



Fuente. SERFINCO. Informe de acciones colectivas. 2010

El mercado accionario local y el mercado cambiario tuvieron un desempeño muy correlacionado con los mercados internacionales, con desvalorizaciones en el primer trimestre y recuperaciones importantes en el segundo trimestre, que se han prolongado y en donde se anticipa un cierre de año positivo. Este movimiento se dio como consecuencia de la recuperación de la confianza en el futuro económico por parte de los inversionistas y por el mayor apetito por riesgo que existe a nivel global, fruto de la enorme liquidez existente en el mercado por los estímulos monetarios realizados en Colombia y en el exterior.

Gráfico 2.

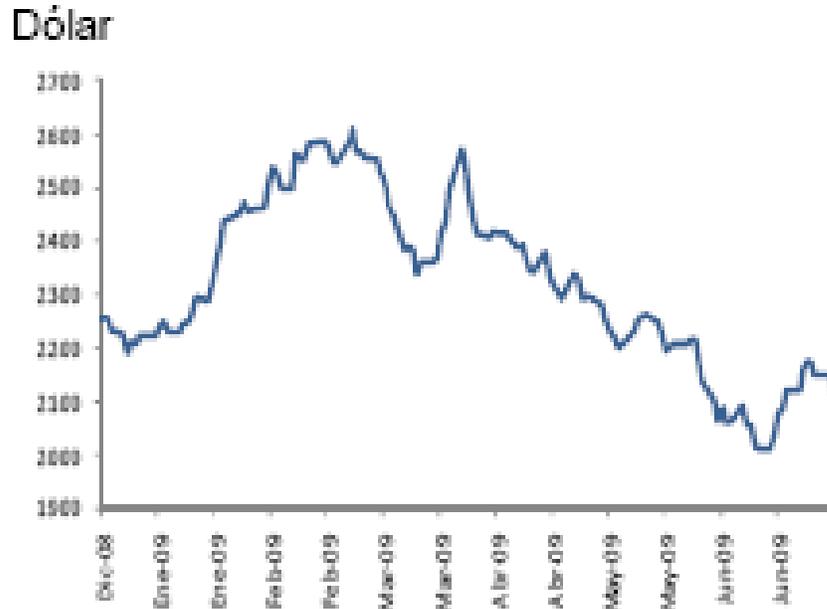


Fuente. SERFINCO. Informe de acciones colectivas. 2010

El mercado accionario internacional reaccionó positivamente a partir de marzo, a medida que los resultados corporativos comenzaban a dar señales de estabilización, que los estímulos económicos se comenzaban a implementar; y que la economía alcanzaba sus mínimos en términos de producción industrial y gasto del consumidor. Igualmente, los precios de las materias primas reaccionaron al alza y, aunque aún se negocian lejos de los máximos alcanzados en julio de 2008, sí han crecido considerablemente y en algunos casos han roto el nivel de 100% en los últimos 6 meses³².

³² *Ibidem*

Gráfico 3. Comportamiento del dólar



Fuente. SERFINCO. Informe de acciones colectivas. 2010

4.3 MERCADOS INTERNACIONALES

A través de la historia, la mayoría de países han basado su economía en el sistema bancario, con pequeños y poco desarrollados mercados de capitales, debido a que los sistemas apoyados en bancos ofrecen una fuerte y segura financiación. Diferentes líneas de pensamiento consideran necesario que en los sistemas económicos se desarrolle de manera eficaz el mercado de capitales, como alternativa al financiamiento bancario. Zysman politólogo e interesado en las diferencias de los sistemas financieros y su intervención en las economías, patentó la idea de que los sistemas económicos y financieros pueden dividirse de la siguiente manera: Como los de Estados Unidos y Gran Bretaña, basados en mercados de capitales, como los de Francia y Japón

basados en crédito administrado por el gobierno o como los basados en crédito bancario como el de Alemania³³.

Desde 2002 la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), ha presentado un buen desarrollo no sólo debido a las fluctuaciones de la tasa de cambio sino también al buen dinamismo de las empresas y la nueva confianza en las inversiones de Renta variable³⁴.

La valorización de la Bolsa de Valores se puede explicar por una oferta invariable y una mayor demanda respaldada por una positiva liquidez, debido a esto la (BVC) se ha convertido en uno de los sectores más llamativos para los grandes y pequeños inversionistas. Durante 2003 las acciones que mejor se desempeñaron fueron las del sector industrial y durante 2004 el sector industrial y financiero, este desempeño se analiza por la compra y venta de acciones donde cada una pondera de acuerdo a su liquidez o rotación, frecuencia de negociación y volumen transado³⁵.

La valorización de las acciones no sólo es trascendental en los resultados de las empresas, sino también es determinante en el efecto de demanda, la cual se puede identificar en los volúmenes de compra de dos importantes agentes: los fondos privados de pensiones y los fondos de capital extranjero. El flujo de capitales destinado a la renta variable se puede determinar mediante los siguientes factores³⁶:

³³ Zisman, 1983

³⁴ Fuente tomada. Bolsa de Valores de Colombia. Documento Bursátil anual 2005

³⁵ Ídem

³⁶ Ídem

Mercado Externo:

- Bajas tasas de Interés externas y diferencial favorable a favor de las tasas en la economía interna.
- Debilitamiento del dólar

Mercado Interno:

- Economía colombiana creciendo por encima del 4.5%
- Liquidez favorable y tasas de interés internas bajas
- Inflación controlada
- Mejor clima de inversión por política de seguridad democrática

4.4 RIESGO ACCIONARIO

Para las nuevas circunstancias de globalización, desarrollo tecnológico y operaciones de mercado en tiempo real, el país no ha desarrollado una cultura del riesgo financiero, ni la alta dirección empresarial se ha preparado lo necesario para liderar el proceso de gestión del riesgo con decisiones que cuenten con el análisis, la evaluación, la medición y control de los mismos; ni existen los suficientes profesionales expertos preparados para las funciones táctica y operativa que en las empresas financieras y en las tesorerías del sector real de la economía son indispensables.

Por estas razones, se presenta gran dificultad en las entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria para cumplir a cabalidad las normas de regulación y supervisión que ésta expide sobre riesgo financiero y, ni ellas, y gran parte de las tesorerías de las empresas del sector real, adoptan eficientemente las medidas y mecanismos de inmunización al riesgo a la que se encuentran expuestas.

Además, los procesos de cambio en el marco de la dinámica económica y política que experimenta nuestra nación, potencializados por los procesos de índole internacional que se relacionan con las estructuras económicas de los países que interactúan directamente con Colombia, inducen permanentemente a cambios sobre las prácticas comunes y tradicionales en las actividades del sector financiero especialmente las que tienen que ver con el mercado, la atención y servicio al cliente.

Esta circunstancia frente a la velocidad de los procesos y la versatilidad comercial necesaria para atender el dinámico desarrollo empresarial esperado por los inversionistas del sector financiero, crea escenarios de inestabilidad que junto con la turbulencia financiera, la volatilidad de los precios propicia a mayores índices de riesgo.

Igualmente, se requiere desarrollar habilidades para calcular el nivel de riesgo que están dispuestas a asumir las entidades financieras o empresas del sector real en mercados emergentes con reducida liquidez, y establecer los procedimientos más adecuados para garantizar la disponibilidad del capital necesario que permita compensar los riesgos y disminuir la vulnerabilidad.

Las economías de las naciones se mueven gracias a múltiples elementos e instituciones que interactúan entre sí y facilitan el desarrollo con base en el intercambio. Dentro de estos elementos el sector empresarial se consolida como el principal motor de crecimiento de una economía desarrollada, y el vínculo que

éste guarda con el sector financiero es significativamente importante, ya que en la medida en la que este último sea eficiente en la distribución de los recursos, así de eficiente podrá ser el sector empresarial en la destinación de estos para los programas de inversión y producción.

Es importante realizar un análisis más detallado de la evolución y consolidación del sistema financiero y de capitales en Colombia, que permita identificar la madurez y experiencia en el país, para acometer el compromiso de estructurar y operar un mercado de derivados en el sector eléctrico colombiano, que sea sostenible técnica y jurídicamente, y que le brinde una mayor liquidez al mercado eléctrico e igualmente se constituya en un instrumento acertado para la gestión del riesgo de los agentes de dicho mercado.

El cambio institucional en el sector financiero, y en general en la economía colombiana, se vio inspirado en la revolución que en el entorno mundial ha venido suscitándose con la tecnología, el acortamiento de distancias y el espacio, la mayor competencia debido a la globalización de los mercados y la necesidad de un cambio de modelo de desarrollo para introducirse en esa nueva dinámica de globalización e internacionalización

No obstante, se puede afirmar que la característica principal del mercado de capitales en Colombia es su bajo nivel de capitalización y bursatilidad, aun incluso cuando se le compara con los mercados de capitales de la mayoría de los países latinoamericanos. Sin embargo, es menester precisar que la situación mejoró cuando se centralizó todo el mercado en una sola bolsa, la Bolsa de Valores de Colombia, BVC.

En los dos últimos años el mercado accionario en Colombia se ha dinamizado, lo cual se corrobora por el comportamiento del índice accionario de la bolsa de

Colombia, IGBC, el cual permanentemente fluctuó al alza. Los volúmenes tranzados empezaron a ser significativos para la economía colombiana, con promedios diarios del orden del 3.5 billones y volumen mensuales del orden de los 60 billones. Ahora, estos niveles son bajos cuando se le compara con la información de otros países Latinoamericanos.

Otra característica significativa del mercado de capitales colombiano es el bajo volumen de acciones que se transan, lo cual muestra el pobre crecimiento industrial del país y que de alguna manera, las empresas para estructurar sus procesos de crecimiento y expansión siguen recurriendo en un gran porcentaje al endeudamiento en el sector financiero, y no vía emisión de bonos o crecimiento de la masa accionaría.

Ahora, analizando el mercado accionario se observa una alta concentración en las transacciones en unas cuantas acciones y en apariencia, parece existir una gran asimetría en la percepción que tienen los agentes en el comportamiento del mercado, originado por la aparente asimetría en la información. Esto sin lugar a dudas, se traduce en que el pequeño inversionista no vea al mercado accionario como atractivo para invertir.

Si se amplía el panorama, y se centra en todo el mercado financiero colombiano, la situación no parece mejorar. Colombia cuenta con un Sector financiero pequeño, nuevamente cuando se le compara con economías similares. Es más, a veces es pertinente hablar de instituciones financieras, más que de mercado financiero en Colombia. Es un sector de baja capacidad de innovación, que ofrece muy pocos productos, sobre todo cuando se mira productos del tipo, derivados financieros. Igualmente es un Sector que funciona en términos de sus grandes inercias y en el que sus cambios, se dan generalmente en términos de los cambios regulatorios planteados por el gobierno central y no en términos de

convicción. Prueba de ello son las políticas diseñadas para gerenciar el riesgo, las cuales generalmente se implementan a partir de exigencias de tipo regulatorio.

En cuanto a la regulación del Sector Financiero esta parte de alguna manera de los procesos de globalización de las economías del mundo y en un gran porcentaje, es una copia de las regulaciones existentes de estas economías de mercado altamente industrializadas. En este punto, es importante recalcar que los elementos metodológicos planteados para estos mercados de economías industrializadas parten de principios filosóficos como los siguientes: Mercados eficientes, completos y perfectos; situación que dista mucho de cumplirse en el mercado financiero colombiano. Sin embargo, es menester precisar que los mercados financieros están globalizados y a partir de esto sí es racional el uso de estas metodologías por los inversionistas colombianos, al menos cuando se está interactuando con este gran mercado.

Debido a la globalización de los mercados, las empresas colombianas que buscan conseguir fondos no necesitan limitarse al mercado financiero colombiano; y los inversionistas colombianos no requieren limitarse a los activos financieros emitidos en el mercado doméstico.

Los factores que conducen a la integración de los mercados parten de la desregulación y liberación de los mercados; de los avances tecnológicos que permiten monitorear los diferentes mercados mundiales, ejecutar órdenes en tiempo real; y a la institucionalización cada vez mayor de los mercados financieros.

En este gran mercado financiero globalizado, los agentes económicos no solamente buscan rentabilidad sino que definitivamente la quieren obtener al menor riesgo posible. Los inversionistas en general son adversos al riesgo, en igualdad de rendimiento esperado prefieren el que tenga menor riesgo asociado, a

mayor riesgo se exige mayor rentabilidad. La relación directa entre el rendimiento y el riesgo es el centro de la teoría moderna de inversión. En general la acción de invertir es un acto riesgoso y como tal debe ser evaluado.

4.4.1 Cultura de riesgo. En Colombia, la cultura del riesgo es bastante incipiente, aunque no puede desconocerse crece de manera cada vez más acelerada. Tampoco puede desconocerse que el sistema financiero colombiano no ofrece muchos mecanismos para la gestión del riesgo, hecho que sin dudas, se traduce en una de sus grandes debilidades y obstáculo para su crecimiento. También se debe precisar que no solo el Sector financiero en Colombia tiene problemas estructurales, sino que los agentes económicos que acceden al mismo, no tienen políticas claras en este asunto.

Cuando se habla de política de gestión de riesgo se parte de hechos muy tangibles y concretos. Para tener una idea de lo que significa una política de gestión de riesgo, se esquematiza a continuación una visión general de la misma, sin entrar a detallar cada uno de sus bloques constitutivos porque existen múltiples maneras y herramientas para implementar estos módulos. En primer lugar, definir si se va a cubrir totalmente durante todo el tiempo, si sólo parcialmente, o si no va a haber ninguna cobertura, el no hacer nada siempre seguirá siendo una opción. Como segundo, determinar los activos y pasivos que van a verse afectados por las distintas fuentes de riesgos; para esta tarea es necesario determinar la volatilidad de los flujos de caja respecto a las variaciones de los diferentes tipos de riesgo. En tercer lugar se debe realizar una cuantificación del riesgo y a partir de esto, identificar los instrumentos y productos de cobertura, que se ajustan a la política seguida por la empresa, contratos de futuros, forwards, Swaps, opciones, etc.

Finalmente, idear diversas y diferentes estrategias para la gestión del riesgo ante diferentes escenarios en los que se pueda encontrar la empresa y eventualmente calcular el valor a riesgo de la empresa y realizar las previsiones consecuentes.

4.4.2 Riesgo de mercado. Los factores de riesgo que más frecuentemente son utilizados son precios de acciones, índices bursátiles, tipos de interés cupón cero a diferentes plazos, tipos de cambio y precios de mercancía. Una vez que estén identificados los factores de riesgo, el esfuerzo se sitúa en la obtención de aquel modelo estadístico que mejor explique el comportamiento de los datos.

La medición de los riesgos de mercado es un proceso complejo, por la diversidad y el amplio número de activos que forman las carteras (acciones, bonos, divisas, *Forwards*, *Swaps*, *Opciones*, etc.) negociados en mercados diferentes, e incluso con problemas de sincronización horaria. El riesgo intenta medirse mediante un único número y esto exige disponer de la capacidad de agregar los diferentes riesgos.

CONCLUSIONES

Las importantes transformaciones que ha venido sufriendo el mercado de valores, con su consecuente complejidad, exigen hoy en día, familiarizar con mayor exactitud y profundidad a los actores de dicho mercado, contribuyendo a una mayor transparencia y uso de la información en el mercado.

Esta mayor profundidad, posibilita la ampliación del número de emisores e inversionistas que acuden al mercado público. En efecto, un emisor que no ha acudido al mercado por temor a no colocar sus títulos o a tener que pagar un alto rendimiento para poder hacerlo, al resultar bien calificado puede obtener mejores condiciones financieras para la financiación a través de oferta pública de nuevos títulos o para la consecución de otro tipo de crédito, al paso que mejora la proyección de la imagen de la empresa, favoreciendo su posición competitiva.

Al tomar conciencia el inversionista sobre los riesgos que asume al comprar un valor, se elimina la concepción equívoca que existe en el mercado público de valores de algunos países, sobre la garantía implícita que el Estado brinda a una emisión.

Un inversionista tiene dos objetivos básicos: Uno, maximizar las ganancias, es decir maximizar los retornos esperados del portafolio y dos, minimizar el riesgo, es decir minimizar el riesgo asociado a estos retornos esperados. Son estos dos objetivos los que están en pugna, ya que si se quiere mayor rentabilidad, se tiene que aceptar que hay mayor riesgo y si se quiere menor riesgo se tiene que sacrificar rentabilidad de la inversión. Es por ello que se debe construir una relación de compromiso (*TRADE OFF*) entre esos dos objetivos.

Un modelo se suele emplear para propósitos de predicción y control, y permite mejorar la comprensión de las características del comportamiento de la realidad estudiada de una manera más efectiva.

Durante 2009, se reactivó el mercado de acciones como movilizador de grandes volúmenes de recursos. Almacenes Éxito e ISA realizaron emisiones de acciones por un monto cercano a los \$880 mil millones. Inverargos adquirió un 15% adicional de la propiedad de Colinversiones por \$270.000 millones y a su vez Colinversiones concretó la compra del 47,3% de EPSA por \$1,5 billones. Además se vendieron tres grandes paquetes de acciones: la Empresa de Energía de Bogotá (\$494 mil millones), Cementos Argos (\$860 mil millones) y Grupo Suramericana (\$1,02 billones)³⁷.

La realización de estos negocios dejó en evidencia la alta capacidad de absorción que hay en el mercado y el atractivo que representa para nuevos emisores en busca de recursos. Atrás quedaron los días en los que el volumen de negociación de Ecopetrol era casi la totalidad del volumen diario total, y ahora otras acciones han desplazado a esta compañía en la medida en que los agentes venden acciones de esta petrolera para buscar otros sectores que les permitan diversificar sus inversiones.

³⁷ *Ibíd*em

BIBLIOGRAFIA

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Aportes de la Ley del Mercado de Valores, 2005

CÁRDENAS, Jorge Hernán; GUTIÉRREZ, María Lorena. Gerencia financiera. TM Editores, 2000.

COMISIONISTAS DE VALORES. Actualizada a marzo 7 de 2010.

DEPOSITO CENTRALIZADO DE VALORES. Actualizada 18 de marzo de 2010.

MERCADO PÚBLICO DE VALORES. Su alternativa de inversión. Actualizada 19 de marzo de 2010

MERCADO PÚBLICO DE VALORES. Su gran oportunidad. Actualizada 2 de marzo de 2010.

Revista Guía Financiera, 2009. p. 128 – 137

SOCIEDADES CALIFICADORAS DE VALORES. Actualizada 2 de marzo de 2010.

GÓMEZ G., Juan Diego. Acciones, teoría y práctica del mercado de renta variable en Colombia. Editorial Universidad Pontificia Bolivariana, 2009.

------. Inversiones y mercado de capitales caso colombiano. Editorial Universidad Pontificia Bolivariana, 2008.

LITTLE, Jeffrey B. Como entender al Wall Street. Mc Graw Hill, 1999.

MINISTERIO DE HACIENDA - BANCO MUNDIAL – FEDESARROLLO. Misión de estudios del mercado de capitales. Informe Final, 1996.

MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. Programa de renovación de la administración pública. Reforma de la institucionalidad para la regulación y la supervisión de los mercados financieros, 2005.

SOCIEDADES ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES Y CESAN.

VILLEGAS E., Luis Carlos. La reforma del mercado de Valores: contenido e Implicaciones. Asociación Nacional de Empresarios de Colombia, ANDI, 2009.

INTERGRAFÍA:

www.asofondos.org.co

www.superbancaria.gov.co

www.banrep.gov.co

www.bvc.com.co

www.corfinsura.com

www.dinero.com

www.gacetafinanciera.com

www.gestiopolis.com

www.infofinanciera.com.co

www.portafolio.com.co

www.superbancaria.gov.co

www.supervalores.gov.co

www.terra.com/finanzas