

SERIE DOCUMENTOS

**BORRADORES
DE
INVESTIGACIÓN**

No. 86, diciembre de 2005

**La Ley del Mercado de Valores:
Análisis de sus posibles consecuencias
sobre las Corporaciones en Colombia**

Roberto Fortich



UNIVERSIDAD DEL ROSARIO

Colegio Mayor de Nuestra Señora del Rosario - 1653

FORTICH, Roberto

La ley del mercado de valores: análisis de sus posibles consecuencias sobre las corporaciones en Colombia / Roberto Fortich. — Bogotá: Centro Editorial Universidad del Rosario, 2006.

24 p.: cuadros, tablas.— (Economía. Serie Documentos, Borradores de Investigación; 86)

ISSN: 0124-4396

Incluye bibliografía.

ECONOMÍA - COLOMBIA / FINANZAS – COLOMBIA / MERCADOS DE VALORES / POLÍTICA
ECONÓMICA - COLOMBIA / I. Título / II. Serie.

© Centro Editorial Universidad del Rosario

© Facultad de Economía

© Roberto Fortich

Todos los derechos reservados

Primera edición: diciembre de 2005

ISSN: 0124-4396

Impresión digital: JAVEGRAF - Colombia

LA LEY DEL MERCADO DE VALORES: ANÁLISIS DE SUS POSIBLES CONSECUENCIAS SOBRE LAS CORPORACIONES EN COLOMBIA

ROBERTO FORTICH
rfortich@urosario.edu.co

ABSTRACT

Law 964 of 2005 modifies the existent regulation on the management and investment of resources associated with the Colombian stock exchange. This paper makes notice on some possible effects derived from this law that might affect corporations in Colombia. Several previous reforms of the market are studied, preceded by a description of the configuration of property among Colombian corporations on the basis of recent methodological approaches (including La Porta, López-de-Silanes, Shleifer, and Vishny's research agenda). We conclude that given the particularities of the Colombian market, the new Stock Exchange Law may favor the growth of foreign investment funds with a Colombian portfolio, but it could also alter the incentive schemes by which corporations operate in Colombia.

Key Words: *Corporate Finance and Governance, Regulation, Stock Exchange, Colombia.*

JEL Clasification: *G38, G39.*

RESUMEN

La Ley 964 de 2005 modifica la regulación del manejo, el aprovechamiento y la inversión de los recursos que hacen parte del mercado de valores colombiano. En este trabajo se busca llamar la atención sobre las posibles consecuencias que esta ley puede traer sobre las corporaciones en Colombia. Se analizan algunas reformas anteriores del mercado y, separadamente, se describe la configuración de propiedad de las corporaciones colombianas a la luz de ciertos enfoques metodológicos desarrollados en los últimos años (incluyendo la agenda de investigación de La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny). Se concluye que, dadas las particularidades del mercado colombiano, la nueva Ley del Mercado de Valores puede favorecer el crecimiento de los fondos de inversión extranjera decididos a incluir a Colombia en su portafolio, pero también puede llegar a transformar el esquema de incentivos de las corporaciones colombianas.

Palabras Clave: *Finanzas y Gobierno Corporativo, Regulación, Mercado de Valores, Colombia.*

Clasificación JEL: *G38, G39.*

INTRODUCCIÓN

Desde hace unos años atrás existe en los mercados de valores internacionales una constante innegable: quienes se acogen a regulaciones en materia de gobierno corporativo consiguen mejorar sus indicadores de desempeño. ¿Cómo comenzó esta tendencia? La raíz de toda la moda de acogerse a normas de buen gobierno corporativo puede rastrearse en el año de 1992 en Inglaterra. En ese año salieron a la luz los resultados del Informe Cadbury, llamado así por el director de la consultoría contratada por la bolsa de valores de Londres en mayo de 1991, Sir Adrian Cadbury. Él había ejercido como director del banco de Inglaterra entre 1970 y 1994, y fue el encargado de presidir un comité que estudiase las responsabilidades que los administradores de sociedades anónimas en Inglaterra tenían a la hora de rendirle cuentas de desempeño a los accionistas.

El siguiente paso en la popularización del gobierno corporativo puede identificarse con la lista de 37 buenas prácticas para una junta directiva del *California Public Employees' Pension Fund* (CalPERS), el cual es el mayor plan de pensiones públicas en los Estados Unidos y el tercero a escala mundial. Es un fondo de pensiones consistente en las contribuciones de más de 1 millón de empleados y empleadores de Estados Unidos, más la rentabilidad acumulada de esas contribuciones. CalPERS sustenta sus principios de gobierno corporativo en su experiencia como fondo de inversiones desde 1984. El fondo estadounidense considera como cierto que existen tres grandes verdades generales en temas de gobierno corporativo: i) los administradores actúan en buena fe; ii) los administradores quisieran adoptar estrategias de largo plazo, pero por presiones de los accionistas no pueden hacerlo; y iii) todas las empresas, ya sea que tengan completa rendición de cuentas o no, experimentan fluctuaciones en su rentabilidad accionaria.

Alrededor de 1999 encontramos varios acontecimientos que impulsaron aún más todo el movimiento pro-ética empresarial: los desfalcos de megacorporaciones estadounidenses como ENRON, los trabajos académicos en esta área publicados en *journals* de finanzas, y el respaldo de la OECD al recomendar este tipo de códigos. En este trabajo se estudiará la nueva ley del mercado de valores, ley 964 de 2005, cuya principal motivación gira alrededor de este popular movimiento internacional. En la primera parte se revisan algunas formas de estudiar la concentración de la propiedad, y la relación que guardan con el problema de gobierno corporativo. En segundo lugar, se intenta analizar la necesidad de reformar el mercado de valores, describiendo sus características para los periodos: 1950-1990, y 1990-2005. Seguidamente, se revisan las características de las corporaciones colombianas en términos de su estructura de propiedad registrada en años recientes. En una cuarta sección se describen las características de la reforma regulatoria que se ha emprendido en Colombia, para luego analizar con mayor profundidad lo que correspondió a la Misión de Estudios del Mercado de Capitales de mediados de 1990. En último lugar se analizan puntualmente aquellos rasgos de la nueva ley que son de especial interés para la posición que se quiere argumentar en este documento y se concluye finalmente con las consecuencias que ésta puede traer sobre el mercado de valores y sobre la forma en que las empresas se financiarán en el futuro en Colombia.

1. ALGUNOS APUNTES SOBRE LA MEDICIÓN DE LA CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD

La forma tradicional de medir la concentración de la propiedad accionaria es a través del coeficiente gini. Es un buen indicador del grado de concentración, pero no proporciona mayor información sobre el problema de gobierno corporativo. La dificultad radica en que en la literatura sobre gobierno corporativo no existe unanimidad respecto a cuál es el diseño institucional ideal que minimiza el impacto negativo que ejercen los conflictos de interés de una corporación sobre la valoración y desempeño de la misma. Accionistas mayoritarios, accionistas minoritarios, junta directiva, proveedores, empresas rivales, clientes, inversionistas y Estado, parecen ser demasiadas variables en juego, y por esa razón no basta con conocer si en un mercado la propiedad es concentrada o no. El mayor problema consiste en hallar las condiciones en las cuales determinada combinación de actores institucionales se estorba en sus intereses de influir sobre la empresa. Al respecto, la teoría económica neoclásica de la firma se revela limitadísima.

Desde finales de los noventa, el punto de referencia en la literatura ha sido la serie de artículos¹ que sobre la materia adelantaron Rafael La Porta, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer, y Robert Vishny, -en adelante, LLSV-. Los cuatro autores usaron comparaciones internacionales en su búsqueda de la receta adecuada para el éxito corporativo, y los resultados que encontraron dieron pie a la popularización de códigos de buen gobierno y leyes de protección a los inversionistas. ¿Cuáles fueron los resultados de la agenda LLSV? En primer lugar, identificaron cómo la estructura de propiedad de las empresas en Estados Unidos e Inglaterra es muy diferente a la del resto del mundo. Mientras que en los citados países anglosajones las empresas son de propiedad dispersa y anónima, en el resto del mundo la propiedad es cerrada y altamente concentrada. Segundo, abandonaron el paradigma de gobierno corporativo que enfrenta junta directiva contra accionistas, y lo reemplazaron por uno que enfrenta accionistas mayoritarios y junta directiva, contra accionistas minoritarios, y encontraron una relación positiva entre indicadores de buen gobierno basados en el nuevo paradigma, e indicadores de valoración y desempeño empresarial.

El enfoque LLSV fue rápidamente acogido dentro de categorías usadas por agencias internacionales especializadas en calificación de buen gobierno corporativo. En el caso de *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA), las categorías son: Disciplina de los administradores, transparencia, independencia, efectividad de la junta directiva, responsabilidad de la junta directiva, derechos de los accionistas y trato equitativo hacia ellos, y responsabilidad social. Se trata de objetivos indudablemente sanos, tanto para la empresa como para el mercado, y no puede negarse que constituyen metas deseables de alcanzar. Pero en la actualidad se sabe que tales categorías no deben constituirse en el eje central de los programas de reforma de los mercados de valores, ni

¹ En orden cronológico: i) (1997). Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance* 52(3): (1131-1150. ii) (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy* 106(6): 1113-1155. iii) (1999a). Corporate Ownership around the World. *Journal of Finance* 54(2): 471-517, iv) (1999b). Investor Protection and Corporate Valuation., NBER Working Paper No. 7403, v) (2000a). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *Journal of Finance* 55(1): 1-33, y vi) (2000b). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics* 58(1): 3-27.

mucho menos sustituir una legislación con mayor campo de acción. Una crítica del apresuramiento con que se ha actuado para hacer recomendaciones de política con base en LLSV puede hallarse en Berglöf y von Thadden (1999).

Más allá del atractivo normativo de los hallazgos de LLSV, un punto a considerar es el de la conceptualización y medición de gobierno corporativo analizados en estudios posteriores que continuaron en la misma línea, y que se sintetizan en los siguientes ítems:

1.1 TASAS DE CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD (CR)

Es una medida de concentración cuyas características permiten tener una buena idea de quién tiene mayor control sobre las decisiones de la corporación. Cuando se usa el coeficiente gini para hacer comparaciones, no es posible discernir entre varias empresas con una estructura de propiedad diferente pero con similares niveles de concentración de la propiedad. Por ejemplo, dos empresas con niveles de gini cercanos a 1 pueden tener un accionista que concentra bastante propiedad, o tres accionistas que representan la mayoría del patrimonio. En cambio, las tasas de concentración de la propiedad (Ecuación 1) pueden ajustarse al nivel del mayor accionista, o de los mayores tres, o los mayores cuatro, o cualquier proporción, lo que hace posible las comparaciones entre empresas, especialmente cuando se busca identificar los problemas de conflicto de interés entre accionistas.

a_i = Participación accionaria del i -ésimo mayor accionista. $0 \leq a_i \leq 1$.

r = Número de accionistas que define la capa o nivel de concentración.

n = Número total de accionistas.

m = Número de empresas en el mercado.

cr_{ij} = *Concentration Ratio* de la empresa j -ésima.

CR = *Concentration Ratio* de todo el mercado.

$$cr_{ij} = \frac{\sum_{i=1}^r a_{ij}}{\sum_{i=1}^n a_{ij}} = \sum_{i=1}^r a_{ij} \quad (1)$$

$$CR_r = \frac{1}{m} \sum_{j=1}^m cr_{rj} \quad (2)$$

Para trasladar el análisis de concentración desde la empresa individual hacia el mercado como un todo, el procedimiento seguido es el cómputo de los promedios simples (Ecuación 2) o, en su defecto, las medianas de las tasas de concentración de cada empresa.

1.2 UMBRAL DE PROPIEDAD

¿Cuánta participación accionaria necesita una persona para tener una propiedad significativa sobre la empresa? La respuesta depende del contexto de cada empresa particular, ciertamen-

te, pero la respuesta de LLSV se ha convertido en estándar al definir umbrales de 10% y 20%. Desde el punto de vista de la mayoría simple como regla de votación, el umbral que permite a una persona tener total control sobre las decisiones es del 50%, por lo que se considera que niveles mayores a un 10% de participación accionaria garantizan una buena influencia sobre la toma de decisiones.

El principal problema metodológico para utilizar el umbral de propiedad consiste en la existencia, en algunas legislaciones comerciales extranjeras, de acciones que otorgan mayor poder de votación a su tenedor: las llamadas *dual-class shares*. En Colombia, el artículo 381 del Código de Comercio prohíbe explícitamente cualquier tipo de privilegios que consistan en votación múltiple, con lo cual se facilita el uso de umbrales de propiedad para el estudio y supervisión de las corporaciones.

1.3 DERECHOS DE FLUJO DE CAJA

Los derechos de flujo de caja corresponden a la participación en acciones de una corporación, que están a nombre de una persona o empresa. Como su nombre lo indica, este tipo de participaciones le otorgan a su poseedor derechos sobre el reparto de dividendos de la corporación, y además le dan capacidad de votación. Por lo tanto, la medición de los derechos de flujo de caja que una persona posee sobre una empresa brinda información sobre la cantidad de propiedad directa en su poder. En Colombia, por mucho tiempo se omitió el análisis de mecanismos de propiedad distintos a la directa, dado que los indicadores de derechos de flujo de caja eran suficientes para evidenciar que las empresas mantenían lazos verticales entre ellas. Dados estos lazos fue fácilmente identificable el problema de gobierno corporativo para el caso colombiano: propiedad altamente concentrada. Sin embargo, la caracterización de gobierno corporativo estaría incompleta sin un análisis del problema de la separación entre propiedad y control, para lo cual es necesario estimar qué tanto pesa la propiedad directa sobre el total de propiedad.² Si la proporción de propiedad directa es pequeña, entonces se dice que existe mucha separación entre propiedad y control, es decir, la propiedad accionaria no necesariamente revela quién es el verdadero dueño de las empresas. Si la proporción es alta, entonces la propiedad no está separada del control.

1.4 DERECHOS DE VOTACIÓN

Como se ha visto a lo largo de este documento, una pregunta de mucha relevancia en gobierno corporativo es ¿Cómo calcular el poder de votación que puede obtenerse por métodos diferentes a la propiedad directa? La respuesta ha sido investigada para el caso del Este Asiático por Claessens *et al* (2000), para Europa por Becht y Barca (2001), y en Colombia por Pombo, Gutiérrez y Taborda (2005). Para el cálculo de los derechos de votación se utilizan dos metodologías: i) el método manual, mediante una inspección individual al interior de cada cadena de propiedad. Este método consiste en sumar los menores valores de propiedad directa existentes en las cadenas de propiedad, y ii) el método matricial, usado en el estudio del caso colombiano. Consiste en el uso de matrices de propiedad directa, una por cada grupo empresarial, donde a

² El total de propiedad (directa + indirecta) se denomina *propiedad integrada*.

través de operaciones matriciales (multiplicación, diagonalización, e inversión) se obtiene una medida eficiente de propiedad integrada, que controla por sesgos de propiedad entrecruzada.

1.5 ESQUEMAS DE PROPIEDAD PIRAMIDAL O JERÁRQUICA

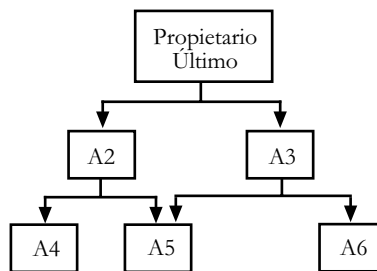
Siguiendo la definición de Claessens *et al* (2000, p.93):

“Pyramid structures are defined as owning a majority of the stock of one corporation which in turn holds a majority of the stock of another, a process that can be repeated a number of times”.

Como se observa en el Diagrama 1, la existencia de esquemas piramidales implica que para obtener el propietario último de las empresas A4 y A5, es necesario ascender varios niveles de propiedad. Por eso la definición de Claessens enfatiza que el proceso por el cual una empresa posee la mayoría accionaria de otra, puede repetirse un número indefinido de veces, lo que implica que se pueden encontrar relaciones entre empresas que aparentemente no guardan una relación directa, i.e A4 y A6. El problema de las jerarquías empresariales ha sido tratado desde una perspectiva de problemas de agencia entre propietarios mayoritarios y minoritarios, pero resta por investigar cómo se relacionan con los procesos de integración vertical, y cuáles son los problemas y las ventajas de controlar jugadores tales como proveedores de insumos, clientes, y acreedores.

DIAGRAMA 1.

ESQUEMA PIRAMIDAL



1.6 ESQUEMAS DE PARTICIPACIÓN ENTRECruzADA (*CROSS-SHARE HOLDINGS*)

Pueden definirse como aquellos esquemas en los cuales una compañía ubicada en posiciones más bajas a lo largo de la cadena de control, posee acciones en otra empresa dentro del mismo grupo. En este punto se abre una discusión igualmente importante, la cual consiste en identificar con exactitud la conformación de los llamados grupos empresariales. Este concepto se introdujo en la legislación mercantil colombiana en el artículo 28 de la ley 222 de 1995, de la siguiente forma: una empresa hace parte de un grupo empresarial si existe subordinación, unidad de propósito y dirección con al menos otra empresa diferente. Una empresa es subordinada si su poder de decisión está sometido a la voluntad de otras personas, ya sea por control interno (derechos de flujo de caja o derechos de votación) o por control externo (cuando existe influencia dominante en las decisiones de los órganos de administración, en razón de un acto o negocio celebrado con la sociedad controlada o con sus socios). Existe unidad de propósito y dirección

si las actividades de la empresa controlada persiguen la consecución de un objetivo determinado por la empresa controlante, sin perjuicio del desarrollo del objeto social de la empresa controlada. Un ejemplo de unidad de propósito y dirección se da cuando la empresa controlada surte de insumos a la empresa controlante, o cuando la empresa controlante adjudica contratos entre sus subordinadas, o cuando se financia usando entidades financieras dentro de su grupo. Lo que es importante tener en cuenta es que si bien no está prohibido conformar grupos empresariales, existen incentivos para que éstos no declaren abiertamente su conformación. Un ejemplo de esto se proporciona en el anexo donde se expone un caso de ocultación de un grupo empresarial en Colombia. Es obligatorio para las empresas declarar la conformación del grupo empresarial al cual pertenecen dentro de su registro mercantil de la correspondiente Cámara de Comercio. Sin embargo, si no se comprueba unidad de propósito y dirección, entonces se está en presencia de una situación de grupo económico, diferente de grupo empresarial.³

1.7 ACCIONES CON DERECHOS DE VOTACIÓN MÚLTIPLE (*DUAL-CLASS SHARES*)

Están prohibidas en Colombia. En otros estudios realizados internacionalmente, se encontró que este tipo de instrumento no es muy frecuente, o no tiene mayor peso sobre los derechos de votación corporativos.

1.8 CAPITALISMO DE COMPINCHES (*CRONY CAPITALISM*)

Ocurre cuando los grupos empresariales de un país tienen una estructura piramidal cuyo propietario último (propietario situado en la cúspide de la pirámide) es una misma familia, o un reducido grupo de familias prestigiosas. El caso extremo que se encuentra en la literatura es reseñado por Claessens *et al* (2000) y hace relación a Indonesia y la familia Suharto, de ahí el símil de capitalismo de “compinches” o “amigotes”.

Cabe recalcar que estos mecanismos de control indirecto no tienen ninguna regulación en Colombia, y muy poca en el resto del mundo (excepción hecha de la fuerte legislación *anti-trust* estadounidense). No es mucho lo que se sabe sobre estos esquemas, pero ciertamente es posible identificarlos y supervisarlos con los datos actualmente existentes en la mayoría de países. Por ejemplo, en Colombia esto es posible con el recién creado SIMEV (Sistema Integral de Información del Mercado de Valores), que entra a reemplazar el RNVI (Registro Nacional de Valores e Intermediarios), y que es parte del paquete de reformas de la Ley del Mercado de Valores.

2. ¿POR QUÉ ES NECESARIA UNA REFORMA AL MERCADO DE VALORES COLOMBIANO?

Los diagnósticos más completos referentes al Mercado de Valores son el Informe Final de la Misión de Estudios del Mercado de Capitales (1996), y Arbeláez *et al* (2002), haciendo énfasis el primero en aspectos macroeconómicos y financieros, mientras que el segundo estudia comparaciones internacionales y analiza a las sociedades comisionistas de bolsa en la década de los noventa. La descripción que aquí sigue se soporta en gran medida en ambos estudios.

³ DIAN, concepto 037030 del 8 de junio de 1999.

El Mercado de Valores en Colombia reúne a oferentes y demandantes de financiamiento no intermediado. Además de las empresas, otros participantes significativos dentro del mercado son los fondos de pensiones y cesantías, el Estado, los fondos de inversión extranjera, y los inversionistas no institucionales, aunque cabe subrayar que este cuadro es relativamente nuevo en Colombia: sólo desde la década de los noventa con el inicio de las subastas de TES, la liberalización financiera de las inversiones extranjeras de portafolio, la creación de los fondos de cesantías, y el establecimiento de los fondos privados de pensiones, se conjugaron todos los elementos del mercado actual. Inicialmente, el contexto de los negocios colombianos era completamente diferente, y en consecuencia lo era también el mercado de valores. El objetivo de esta sección es describir los esquemas de incentivos que han tenido las corporaciones en Colombia haciendo un paralelo con la evolución que ha experimentado el mercado de valores.

A grandes rasgos, puede afirmarse que en el periodo desde 1950 hasta 1990 las empresas colombianas que generaban mayor movimiento de capitales pertenecían principalmente al sector industrial, realizaban operaciones amparadas por fuertes políticas comerciales proteccionistas, y se financiaban por medio de créditos de fomento sectorial. El sistema de incentivos de la época sólo permitía que prosperaran empresas que obedecieran a las políticas de fomento estatal o que explotaran ventajas naturales. De este modo, se asentó la industria fabril en Medellín, la cerveza y el cemento en Bogotá, el azúcar en Cali, y los plásticos en Cartagena. La principal traba al crecimiento de las sociedades anónimas consistía entonces en la doble tributación que se estableció en 1953 y se derogó en 1986. Dicha ley gravaba simultáneamente a las sociedades anónimas sobre los dividendos y sobre el patrimonio representado en acciones. Otra dificultad para el desarrollo del mercado radicaba en la escasa regulación en temas como la conformación de juntas directivas y el registro de los emisores de valores, pues los únicos mecanismos de control eran los conceptos de la Superintendencia de Sociedades Anónimas, que comenzó a funcionar en 1939. Al parecer, el monto de las inversiones en bolsa era tan pequeño que no resultaba prioritario fortalecer la regulación. El valor transado en bolsas anualmente durante la década del cincuenta representaba aproximadamente sólo un 2% del PIB (en 2002 era el 138%⁴).

Claramente, el que el financiamiento de las corporaciones estuviera orientado hacia el sistema bancario representaba un obstáculo para el crecimiento de la oferta de títulos valores por la vía del mercado, pero esta orientación procedía de recomendaciones de misiones extranjeras contratadas por la nación para establecer un sistema financiero y, una vez arraigada, nunca fue posible reformularla. Por el lado de la demanda, el periodo 1950-1990 era muy diferente de la situación actual, por dos razones: i) no intervenían los inversionistas institucionales de ahorro contractual que existen hoy en día, ii) no existían las operaciones por cuenta propia de las sociedades comisionistas de bolsa. En ese contexto, los principales demandantes de valores en bolsa eran inversionistas particulares o empresas del sector real, teniendo cada cual incentivos diferentes. Los primeros buscaban liquidez y rentabilidad en el corto plazo, mientras que las negociaciones de los segundos iban dirigidas a obtener control sobre otras empresas.

⁴ La fuente para los datos referentes a la bolsa de valores es, principalmente, la página Internet de la Superintendencia de Valores: <http://www.supervalores.gov.co/>

Desde 1950 hasta mediados de los setenta, las transacciones en acciones representaban alrededor del 70% del valor transado en bolsa, de modo tal que el mercado de valores cumplió una función importante en el tejimiento de los actuales grupos empresariales colombianos.⁵

Regresando al porqué es necesaria una reforma al mercado de valores colombiano, el análisis de lo acontecido históricamente con las corporaciones en Colombia puede llegar a mostrar que el principal problema no necesariamente es la concentración de la propiedad y los derechos de accionistas minoritarios. El marco regulatorio para el periodo 1950-1990 lo conforman en esencia el Libro II del Código de Comercio (1971) referente a las sociedades anónimas, y la Superintendencia de Valores (1979) como supervisor del mercado. Tanto la legislación contenida en el código de comercio como en las funciones de la Superintendencia de Valores se observa un esfuerzo por ofrecer mayor seguridad a las negociaciones patrimoniales de las empresas, debido a que la coyuntura prevaeciente era la de un país sin instituciones ni garantías.⁶ Cuando se presentan esas condiciones en países en desarrollo, las empresas tienen que pagar un *premium* de riesgo para garantizar retornos en sus proyectos de inversión, y la mejor manera de poder cubrirlo es atrincherándose en grupos empresariales. Por eso es válido preguntarse si una reforma debe enfocarse en reducir la concentración de propiedad o por el contrario, incentivarla. Citando a Berglöf y von Thadden (1999, p.18) una reforma legal puede ser dañina: “*if it disrupts this channels without establishing new reliable ones*”.

3. EL PERÍODO 1990-2002

Este período puede caracterizarse por reformas que han producido la aparición de nuevos e importantes elementos del mercado: los fondos de inversión extranjera (1991), la autorización de operaciones por cuenta propia (1994), y las oferta de TES (1995).

La liberalización financiera se originó en la ley 9 de 1991, o ley marco de la inversión extranjera, pero fue reglamentada y operacionalizada por la resolución 51 del Conpes, en 1991. Después, la resolución del Conpes sería modificada por el decreto 1295 de 1996, el cual a su vez fue modificado por el decreto 2080 de 2000. Esta reforma permitió a los extranjeros invertir en Colombia en igualdad de condiciones respecto a cualquier nacional. Se conservaron restriccio-

⁵ Un ejemplo de lo anterior se dio con la compra de la Cervecería Águila por parte de Bavaria en diciembre de 1966. La transacción consistió en la cesión por parte de Bavaria de un paquete de acciones emitido por la compañía, con lo que se establecía una estructura de propiedad entrecruzada entre ambas empresas. La siguiente movida del dueño de Águila, Julio Mario Santodomingo, consistió en apoderarse de Bavaria a través del uso de sus derechos de votación para hacer elegir a los miembros de la junta directiva en la AGA de 1969 (Revista Semana, julio de 2005).

⁶ Colombia tuvo un período de dictadura relativamente corto en relación con la mayoría del resto de países latinoamericanos. Sin embargo, el país no estuvo exento de problemas políticos. El fenómeno de la violencia bipartidista constituyó un serio problema que generó desconfianza por parte de la ciudadanía en las instituciones, y distorsionó constantemente las señales de los mercados. Un ejemplo de esto era la usual volatilidad en el valor de las empresas de periódicos, originada en la simpatía u odio del gobernante de turno hacia sus editoriales, pues no pocas veces se decretaron gravámenes injustificados a la prensa o aranceles a la importación del papel. Adicionalmente, la población colombiana de la época que poseía algún capital, difícilmente elegía invertirlo en acciones, cuando el clima de mala información se vivía inclusive en las instancias más vigiladas, como los procesos de registro y conteo de votos para las elecciones presidenciales.

nes a las inversiones extranjeras en sectores clave, como el de hidrocarburos, servicios públicos y financiero. De los tres tipos posibles de inversión extranjera⁷, sólo la de portafolio quedó sujeta a un tope de inversión máximo del 10% de las acciones de una sociedad anónima. Además, cuando una persona nacional adquiere más del 10% de una sociedad, debe obtener el visto bueno de la Superintendencia de Valores, o de lo contrario no se dará por válida la negociación, de modo que es casi imposible que un inversionista extranjero pueda realizar tomas corporativas o *take-overs* sobre empresas nacionales.

Para poder invertir en la bolsa colombiana los extranjeros deben utilizar la intermediación de Fondos de Inversión Extranjeros autorizados. En este punto, es conveniente adelantarse al análisis mencionando que existen Fondos Institucionales de Inversión Extranjera que evalúan mercados de valores de otros países, con el fin de invertir los recursos de sus ahorradores, y que, en muchas ocasiones, ganar la aprobación de un Fondo Institucional de Inversión Extranjera significa una buena entrada de recursos para los emisores e intermediarios del Mercado de Valores de un país, lo cual parece ser una de las principales motivaciones de la Ley del Mercado de Valores Colombiano.⁸ Hacer negocios en países en desarrollo implica niveles de riesgo que suelen sobrellevarse con conocimiento del mercado, y establecimiento de cadenas productivas y canales de financiamiento dentro de grupos empresariales. Por estas razones, las empresas multinacionales suelen pensarlo muy bien antes de invertir o establecerse en países en desarrollo. En ese contexto, pueden expedirse leyes que den igualdad a inversionistas extranjeros frente a los nacionales, pero si existen antecedentes de crisis inflacionarias, conflictos internos, u otros problemas de inestabilidad en las instituciones, entonces el sistema predominante seguirá siendo el de grupos empresariales con alta concentración de los derechos de votación.

En 1994, las sociedades comisionistas de bolsa comenzaron a realizar inversiones con recursos propios, principalmente en el mercado secundario. La ley 45 de 1990 estableció que las sociedades comisionistas de bolsa podían ampliar su rango de operaciones autorizadas, incluyendo la adquisición de títulos por cuenta propia, es decir, sin que un inversionista les solicitara previamente tal movimiento.⁹ Para poder realizar OCP las sociedades comisionistas de bolsa deben demostrar tener solvencia y capital de respaldo, y adicionalmente se reglamentó que las OCP en el mercado primario no podrán ser superiores a tres veces el patrimonio de las sociedades comisionistas,¹⁰ o 10 veces en el mercado secundario.¹¹ Arbeláez *et al* (2002) muestra que, a pesar de estas restricciones, las OCP en mercado secundario fueron el principal determinante del creci-

⁷ Una inversión extranjera se considera directa si se realiza sobre acciones colombianas con carácter permanente. Si la inversión no involucra la adquisición de acciones colombianas, se dice que es indirecta. Una inversión es de portafolio cuando se transan títulos registrados en el RNVI.

⁸ En la exposición de motivos del proyecto de ley, se apunta explícitamente que uno de los problemas del mercado colombiano es que no recibe recursos de inversión del *California Public Employees Retirement System* (Calpers), debido a que el país aparece en los últimos lugares de la evaluación que dicho fondo realiza entre países emergentes.

⁹ Sin embargo, los valores así adquiridos deben ofrecerse en su totalidad al público, por lo que se trata de adquisiciones temporales.

¹⁰ Artículo 2, Resolución 1405 de 1994, Supervalores.

¹¹ Artículo 10, Resolución 1405 de 1994, Supervalores.

miento del mercado en los noventa. El crecimiento del mercado en los últimos años es un indicador de un aumento en la rotación de los títulos y en la especulación de los intermediarios, pero no tiene ninguna interpretación que se traduzca en beneficios para el sector real de la economía.

TABLA 1
**INVERSIONES RECURSOS PROPIOS DE LAS SOCIEDADES COMISIONISTAS DE BOLSA
2002 (EN MILES DE MILLONES DE PESOS)**

Sociedad	Valor
Interbolsa	15.74
Ultrabursátiles	12.61
Alianza valores	8.04
Acciones y valores	5.55
Helm securities	3.49
Comisionista de Colombia	3.15
Santander investment valores Colombia	1.58
Devivalores	0.67
Asesorías e inversiones	0.47
Bolsa y banca	0.35
Londoño y retrepo	0.33
Hernando y Arturo Escobar	0.09
Crear valores Colombia	0.07
Otras	0.21
Total	52.32

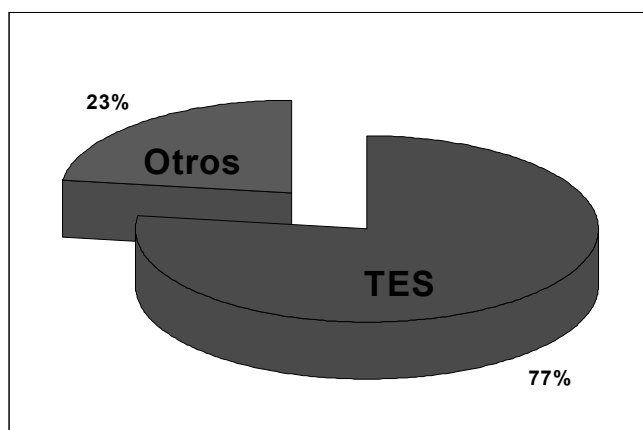
Fuente: Cálculo del autor con base en Supervalores.

Los TES clase B, es decir, los títulos de tesorería del Estado destinados a financiar partidas del presupuesto nacional, nacieron en 1990. La primera colocación de TES en el mercado de capitales se hizo a partir del decreto 163 de 1995. Desde ese momento, los TES se convirtieron en la mejor alternativa para inversionistas adversos a los riesgos y para sociedades comisionistas de bolsa atraídas por su alta rotación. En 2002, los títulos de tesorería del Estado fueron el título más negociado en la BVC, con un 77% de la participación sobre el valor total transado ese año (Gráfico 1). No obstante, la predominancia de los TES en el portafolio ha sido perjudicial para el desarrollo de los papeles de renta variable. Una evaluación extensa de las sociedades comisionistas de bolsa, y de la influencia que la deuda pública interna ha tenido en el mercado de capitales se encuentra en Arbeláez *et al* (2002).

4. LA ESTRUCTURA DE PROPIEDAD DE LAS CORPORACIONES COLOMBIANAS EN LOS NOVENTA

El estudio de Pombo, Gutiérrez, y Taborda (2005) encontró que para una muestra de 148 empresas colombianas en el período 1996-1999, los derechos de votación a un nivel CR_1 eran del 20% en promedio. Tomando un nivel CR_4 , los derechos de votación ascienden a 80% en promedio. Esto significa que en una corporación colombiana típica el mayor accionista sobrepasa todos los umbrales de propiedad (10% y 20%) y además, el control absoluto de las decisiones se consigue con los cuatro mayores accionistas.

GRÁFICO 1

PARTICIPACIÓN DE LOS TES SOBRE EL TOTAL DEL VALOR TRANSADO EN BOLSA, 2002

Fuente: Cálculo del autor con base en Supervalores.

En el mismo trabajo, se encontró que en tres grupos empresariales colombianos (Sindicato Antioqueño, Ardila Lule, y Santo Domingo) existe evidencia de uso de mecanismos de propiedad indirecta para el periodo 1996-2002. Los casos de Ardila Lule y Santo Domingo muestran esquemas piramidales y de tipo entrecruzado, mientras que en el Sindicato Antioqueño no es posible identificar ningún esquema jerárquico definido.

La medición de la concentración de la propiedad en Colombia para los periodos 1996-1999 y 2000-2002 permite plantear varias hipótesis. Luego de la recesión de 1999 las empresas colombianas incrementaron su CR_1 pasando de un 30% a un 35%, en promedio, lo cual puede tener un trasfondo interesante. Es posible que el mecanismo natural con el que las corporaciones colombianas enfrenten las crisis económicas sea el de seguir concentrando aún más la propiedad, lo cual concuerda con el argumento de Berglöf y von Thadden (1999) respecto a defender la influencia de los accionistas mayoritarios. Siguiendo en la misma línea de conjetura, faltaría investigar por qué en algunos sectores las corporaciones desprendieron un poco de control, mientras que en otros la concentración aumentó significativamente (Tabla 2).

TABLA 2

TASA DE CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD DEL MAYOR ACCIONISTA, 1996-2002

Sector	1996-1999	2000-2002
Industria	0.3335	0.4317
Financiamiento, seguro y bienes raíces	0.2577	0.2244
Promedio todas las empresas	0.3041	0.3575

Fuente: Pombo, Gutiérrez, y Taborda. (2005), pp. 21, 24.

5. LA REFORMA

La reforma del mercado de valores en Colombia no es improvisada. Tiene como principales antecedentes el Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores aprobado en el gobierno

Gaviria,¹² la consejería de equipos de expertos nacionales e internacionales comprendida en la Misión de Estudios del Mercado de Capitales de mediados de los noventa, y el proceso de unificación de las bolsas de valores que culminó en 2001 con la creación de la BVC. Se ha contado con un periodo de transición y preparación de más de diez años, encauzado a convertir el mercado en modelo de desempeño financiero. ¿La meta? Conseguir gran tamaño, alta rentabilidad, baja volatilidad, y solvencia. La nueva ley del mercado de valores ocupa un papel importante en ese proceso, aunque no definitivo.

¿Para qué sirve tener un mercado de capitales desarrollado? La respuesta más franca diría que no importa saberlo, lo que importa es que es preferible tenerlo a no tenerlo. Respuestas más informadas dicen que no existe consenso sobre cuál sistema es más importante desarrollar, si el intermediado o el no intermediado.¹³ En cualquier caso, cuando se piensa en ejemplos de mercados grandes y estables -NYSE, LSE, Tokio- es imposible disociarlos de prosperidad y desarrollo. Tal vez, otras preguntas más apropiadas serían ¿Qué tan conveniente es para Colombia establecer a la fuerza ese mercado?, ¿Cuáles son los costos de todo esto para el sector real?

Ya se describió el paradigma de gobierno corporativo que enfrenta a accionistas mayoritarios y junta directiva, contra accionistas minoritarios. Y también se recalcó cómo los artículos de LLSV encontraron fuerte evidencia que indica que se trataba del paradigma correcto para conseguir alta valoración y buen desempeño empresarial. Lo que sigue es investigar si esto tiene aplicación en el contexto particular colombiano.

En Colombia siempre ha sido claro que la propiedad corporativa es concentrada, y que esto produce reticencias por parte de los *ultimate owners* para emitir en bolsa. Como respuesta a esa situación, se crearon tres tipos de papeles con el fin de estimular a los propietarios a participar más del mercado de valores sin que perdieran control de su empresa: los bonos obligatoriamente convertibles en acciones (1983), las acciones preferenciales (1990), y la titularización de activos (1992).

Los bonos obligatoriamente convertibles en acciones, o BOCEAS, son papeles mixtos, porque tienen elementos de renta fija y variable. Funcionan de la siguiente forma: la empresa emite bonos de carácter especial, los cuales son comprados por inversionistas quienes ganan un retorno mayor al de un bono normal. Cuando se vence el bono, la empresa no devuelve el capital al inversionista, sino que le paga con acciones. Las acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto, tienen el mismo valor que las acciones ordinarias, y deben inscribirse obligatoriamente en la bolsa de valores. Su atractivo para las empresas consiste en que no le confieren a su titular el derecho de participar en las AGA, con lo cual no arriesgan derechos de votación. A diferencia de las acciones, las titularizaciones no representan un porcentaje de la empresa.

¹² Decreto 653 de 1993.

¹³ Si bien no hay muchos estudios que investiguen este problema para el caso colombiano, la postura de María Angélica Arbeláez, investigadora de Fedesarrollo y gran conocedora del tema, es que el vínculo entre mercado financiero y crecimiento económico es de tipo causal, y que es necesario desarrollar tanto el mercado intermediado como el no intermediado, pues son mutuamente complementarios.

Son títulos sobre activos específicos de una empresa, por ejemplo, un inmueble, o ingresos por tarifas dentro de un proyecto. En la Tabla 3 se muestra la participación que estos títulos tuvieron sobre el total del valor transado en 2003. La participación de los BOCEAS y de las acciones preferenciales sobre el total del valor transado fue de 0.01%, cada una. Las titularizaciones tampoco tuvieron una participación significativa con sólo un 0.67% del total. Lo anterior parece indicar que estos tres instrumentos no han sido suficiente estímulo para que las corporaciones colombianas participen de la bolsa.

TABLA 3

VALOR TRANSADO SEGÚN TIPO DE TÍTULO, 2002 (EN MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Valor transado	%
BOCEAS	19.59	0.01
Acciones preferenciales	19.14	0.01
Titularizaciones	1.888.23	0.67
Otros	281,773.98	99.32
Total	283,700.94	100.00

Fuente: Cálculo del autor con base en Supervalores.

Gutiérrez y Pombo (2005) estudiaron para el caso colombiano la relación que tienen la propiedad y el control de 108 empresas no financieras que transaron sus acciones durante el periodo 1998-2002, con la valoración y el desempeño de las mismas. De acuerdo con el enfoque de LLSV, pudiera esperarse que las empresas que mayor protección le ofrecen a sus accionistas minoritarios son las que deberían tener mayor valoración y desempeño. Sin embargo, los resultados de Gutiérrez y Pombo ofrecen evidencia contraria. Esto indicaría que en Colombia no funciona la receta de ética empresarial = éxito, tan divulgada desde los estudios de LLSV, y por ende, los índices de gobierno corporativo tradicionales, no conducen a las empresas colombianas que los siguen a tener mejor valoración o desempeño.

En el mismo trabajo, se construyó una encuesta que permitió medir los niveles de buen gobierno corporativo de 43 empresas no financieras colombianas en 2004. Las preguntas de la encuesta estuvieron inspiradas en las categorías usadas por CLSA, en este caso: disciplina, rendición de cuentas, responsabilidad, transparencia, y trato igualitario. Los ejercicios econométricos no permitieron hallar evidencia de que en Colombia tener buen gobierno corporativo equivaliese o condujese a un mejor desempeño de las empresas.

Hasta este punto del análisis ya es posible comenzar a sacar conclusiones. Primero, ni en los diagnósticos de la Misión de Estudios del Mercado de Capitales (1996), ni en los de Arbeláez *et al* (2002), ni en la Exposición de Motivos del Proyecto de la Ley del Mercado de Valores (2004), se encuentran evaluaciones rigurosas de la configuración de la propiedad de las empresas colombianas, ni se mencionan ninguna de las herramientas metodológicas expuestas en la primera sección de este documento. En segundo lugar, los pocos trabajos que han explorado esta dimensión de las corporaciones han concluido que en Colombia no es malo para las empresas tener escasa protección a accionistas minoritarios, y que se necesitan mayores esfuerzos de investigación en esa área antes de reformar la legislación colombiana.

6. LA MISIÓN DE ESTUDIOS DEL MERCADO DE CAPITALES

La Misión de Estudios del Mercado de Capitales trabajó a mediados de los noventa bajo la coordinación de Fedesarrollo, analizando aspectos macroeconómicos, regulatorios, financieros, institucionales, y estructurales del mercado de capitales colombiano. Las principales categorías de regulación prudencial recomendadas por la Misión se resumen en el Tabla 4. Es necesario mencionar estas recomendaciones como punto de referencia cuando se analicen las disposiciones contenidas en la Ley del Mercado de Valores.

TABLA 4
RECOMENDACIONES DE LA MISIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES EN MATERIA DE REGULACIÓN PRUDENCIAL.

1) Asegurar una capacidad de manejo especializado.
2) Asegurar solvencia de las operaciones.
3) Prevenir conflictos de interés.
4) Asegurar la calidad de la información aportada por los emisores a los inversionistas.
5) Estimular al mercado a proveer sus propias reglas.

La Misión también recomendó impulsar un mercado de derivados, como principal medio para satisfacer las necesidades de cobertura de riesgos de los agentes. Para lograr establecer un mercado de derivados, la principal recomendación fue que se debía invertir en el entrenamiento de comisionistas altamente especializados, en la capacitación de proveedores de software y hardware, y en actualizar a las compañías que ofrecen servicios de contabilidad y asesorías legales. Otra recomendación de la Misión fue que debía crearse un mercado sobre el mostrador, o mercado OTC. Este mercado es aquel lugar donde los intermediarios realizan sus negociaciones por fuera de la bolsa, pero sobre títulos inscritos en el registro que utiliza la bolsa, el RNVI.

7. ANÁLISIS DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES

El 8 de julio de 2005 fue sancionada por el presidente la Ley 964 de 2005, conocida como la Ley Marco del Mercado de Valores Colombiano. El trámite de esta ley por el Congreso se muestra en el Tabla 5.

TABLA 5
CRONOLOGÍA DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES

Presentación ante el Congreso	20 de julio (2004)
Primer Debate (Cámara)	12 de octubre (2004)
Segundo Debate (Cámara)	13 de diciembre (2004)
Tercer Debate (Senado)	19 de mayo (2005)
Cuarto Debate (Senado)	8 de junio (2005)
Sanción Presidencial	8 de julio (2005)

La Ley 964 “dicta los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el gobierno nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento, e inversión de recursos captados del público

que se efectúen mediante valores”. Estos objetivos y criterios son explícitamente consignados en el primer artículo de la ley. En los restantes 85 artículos “se dictan otras disposiciones”, con orientación a atraer mayor inversión extranjera y a unificar la normatividad bursátil colombiana.

TABLA 6
RESUMEN DE LAS DISPOSICIONES DE LA LEY 964 DE 2005

Protección accionistas minoritarios	Art. 39 Art. 40 Art. 43 Art. 44	Mecanismos de elección Propuestas Acuerdo entre accionistas Juntas Directivas emisores
Información	Art. 7 Art. 67	Sistema de Información Modernización de Sistemas de negociación
Autorregulación	Art. 21 Art. 25 Art. 45	Contralor normativo para las sociedades comisionistas de bolsa Obligatoriedad de autorregulación Comités de auditoría para los emisores de valores
Riesgo	Art. 9 Art. 15 Art. 50 Art. 52 Art. 53 Art. 68	Sistemas de Compensación y Liquidación Cámaras de Riesgo Central de Contraparte Catálogo de las infracciones Criterios para la graduación de sanciones Catálogo de las sanciones Separación patrimonial
Unificación Normativa	Art. 2 Art. 3	Definición de Valor Actividades del mercado de valores

Los cuatro objetivos señalados en la ley, son: i) Proteger los derechos de los inversionistas, ii) Promover el desarrollo y la eficiencia del Mercado de Capitales, iii) Prevenir y manejar el riesgo sistémico del Mercado de Capitales, iv) Preservar el buen funcionamiento, la equidad, la transparencia, la disciplina y la integridad del mercado de valores y, en general, la confianza del público en el mismo. A pesar de ser los objetivos explícitos de la ley, es posible llegar a una esquematización más útil para el interesado en comprenderla, tal como se hace en el Tabla 6.

7.1 PROTECCIÓN A LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS

Las corporaciones colombianas estarán facultadas para establecer mecanismos de elección de miembros de juntas directivas diferentes al sistema de cuociente electoral. El propósito de esto es flexibilizar las elecciones de junta directiva de tal forma que se aminore la capacidad de los dueños de la empresa para colocar a sus fichas en este cargo.

Otra novedad en esta área consiste en que ahora los accionistas minoritarios que realicen propuestas para la corporación, tendrán el derecho a que éstas sean obligatoriamente consideradas por la junta directiva. De este modo, aún en el caso en que la junta directiva esté comprometida con los propietarios últimos de la empresa, los minoritarios tendrán alguna injerencia sobre las decisiones de la corporación a través de las propuestas de obligatoria respuesta.

Como tercer elemento de protección, la ley prohíbe que cualquier tipo de acuerdo entre accionistas con relación a los recursos de la empresa permanezca secreto durante más de 1 año, tiempo después del cual deberá ser divulgado públicamente, de tal forma que todos los interesados en la corporación puedan contar con mejores elementos de juicio sobre la administración de sus recursos.

La cuarta y última novedad respecto a protección, busca que la composición de las juntas directivas esté menos concentrada, pues como mínimo deberán contar con 5 miembros, mientras que el número mínimo de miembros independientes ahora será de 2 personas. De acuerdo con la definición de “independiente” incluida con la ley, se restringe que estos 2 miembros de junta directiva no pueden ser accionistas mayoritarios, ni tampoco administradores de otras empresas que tengan en su junta directiva a representantes legales de la corporación emisora.

7.2 INFORMACIÓN

La información de emisores y agentes relacionados con el mercado de valores, que es recopilada por la supervalores, vino cumpliendo un papel importante desde 1996, cuando Andrés Uribe Arango ejercía como Superintendente de esa entidad. Desde ese año es posible acceder a información de estados financieros trimestrales de los emisores, así como a registros de las multas impuestas a Sociedades Comisionistas de Bolsa, y a otros intermediarios del mercado. Con la nueva ley se busca que la información abarque, además de los emisores, a los revisores fiscales, tesoreros, y gerentes de fondos de inversión. El público podrá ahora saber quiénes son las personas naturales que ocupan esos cargos en las empresas sujetas a vigilancia de la superintendencia, por medio del recién creado SIMEV.

Una segunda novedad en el tema de información al mercado la constituyen las Sociedades Administradoras de Sistemas de Negociación, las cuales serán empresas que proveerán de infraestructura y sistemas a las transacciones de títulos valores. Aunque en los últimos años la Bolsa de Valores de Colombia y la Superintendencia de Valores habían logrado avanzar mucho en la promoción del mercado, con la conformación de las Sociedades Administradoras de Sistemas de Negociación se espera hacer más accesibles los títulos, especialmente en las regiones del país.

7.3 AUTORREGULACIÓN

Las Sociedades Comisionistas de Bolsa deberán contar con un Contralor Normativo, encargado de informar de cualquier irregularidad en contra de los códigos de ética de la Sociedad, el cual asistirá a las reuniones de Junta Directa sin derecho a votar. También, a partir de la nueva ley, es obligatorio para todos aquellos que realicen intermediación de transacción de valores, el contratar con un organismo independiente para que dicte y supervise normas de correcta intermediación. Con respecto a los emisores de valores, estarán en la obligación de conformar comités de auditoría, los cuales tendrán como funciones el supervisar que se revele la información financiera, aprobar los estados financieros antes de que pasen a consideración de la Junta Directiva, y reunirse trimestralmente para evaluar si es necesario tomar decisiones.

7.4 RIESGO

En el artículo noveno de la nueva ley se establecen los sistemas de compensación y liquidación de operaciones de valores,¹⁴ los cuales deberán servir para reducir los riesgos operacionales

¹⁴ Compensación es el proceso mediante el cual se establecen las obligaciones de entrega de valores y transferencia de fondos de los involucrados en la negociación de títulos valores. Liquidación es el proceso mediante el cual se cumplen definitivamente las obligaciones provenientes de una operación sobre valores, donde una parte entrega valores y la otra efectúa la transferencia.

y legales de participar en una operación de compra, venta o intercambio de títulos valores. Dentro de estos sistemas de compensación y liquidación se tiene que deberán conformarse Cámaras de Riesgo Central de Contraparte. Estas cámaras serán deudoras y acreedoras de las partes involucradas en la transacción. De este modo, los agentes se las deberán entender en los aspectos legales y operacionales con estas cámaras de riesgo, en lugar de hacerlo entre sí.

En el artículo 50 de la ley se enumera el catálogo de acciones que se considerarán infracciones, y que por lo tanto darán lugar a la imposición de sanciones por parte de la Superintendencia de Valores. Se incluyen allí actividades como la manipulación de la liquidez de un valor, el fingimiento de ofertas o demandas por in título, los errores en la forma de llevar la contabilidad, la omisión de entrega de información, incumplir las normas de autorregulación, la divulgación de informaciones inexactas, entre otras. Las sanciones por las infracciones definidas en el artículo 50 se graduarán atendiendo a los siguientes criterios: i) reincidencia; ii) obstrucción frente a las investigaciones; iii) renuencia a obedecer órdenes de la Superiores; iv) uso del fraude para cometer la infracción; v) Obtención de lucro gracias a la infracción cometida; vi) La dimensión del peligro infligido con la infracción.

Otro elemento presente en la ley que permite reducir los riesgos de participar en el mercado es el de la separación patrimonial. En este artículo se estipula la separación de los bienes que conforman el patrimonio de los fondos de inversión, de los de aquellos que conforman el patrimonio de emisores de valores o inversiones administrados por éstos. Por consiguiente, estos bienes no constituirán prendas de garantía ni se verán comprometidos en cualquier acción de embargo.

7.5 UNIFICACIÓN NORMATIVA

La ley establece de forma clara algunos conceptos que carecía el sistema normativo anterior. Por ejemplo, la definición de lo que será considerado título valor incluye seis parágrafos aclaratorios que excluyen las pólizas de seguros, los títulos de capitalización, pero incluye los valores futuros que sean estandarizados y contratos de energía. La única forma de hacer ofertas públicas de valores será después de haberse inscrito en el Registro Nacional de Valores. También se estipula de forma precisa todas las actividades que serán propias del mercado de valores, lo cual facilita la identificación del organismo con jurisdicción sobre las mismas.

8. CONCLUSIONES

No existe evidencia para Colombia que enfocarse en el problema de gobierno corporativo que se quiere combatir, tenga algún efecto significativo sobre la valoración o el desempeño de las empresas. Analizando las verdaderas implicaciones que tendrá este objetivo, es definitivo que facilitará que Colombia mejore en los escalafones internacionales realizados por Fondos de Inversión Extranjera. Citando a Berglöf y von Thadden (1999, p. 22):

“The pressure to reform corporate governance is particularly strong from US-based institutions desiring to diversify their portfolios internationally. Yet, economic theory does not provide unambiguous guidance in this respect. Therefore, policy recommendations must be preceded by careful investigations of the web of relations governing corporate decision making”.

¿Qué implicaciones tendrá para las corporaciones colombianas una legislación cuyo principal objetivo sea proteger a los inversionistas? Básicamente, existirán inversionistas externos a la empresa quienes tendrán la oportunidad de acceder a las grandes decisiones corporativas. En ese sentido, dado que los intereses de estas personas son aislados e independientes del objeto social de la empresa o de su participación en el mercado, lo más probable es que no se tengan en cuenta los intereses de largo plazo de la empresa. Esto representa una falla de mercado que impide que éste alcance la eficiencia, y es lo que se conoce como el problema de productores que no hacen máximas sus ganancias [Ramírez (2004)].

Como consecuencia de la intensificación de los controles para quitarle poder a los accionistas mayoritarios, y dado que la concentración de poder en Colombia se da al nivel de los primeros cuatro accionistas, es de esperarse que con la nueva ley se produzca una cada vez menor participación de empresas como emisores de títulos valores en bolsa. Los empresarios colombianos son en su mayoría pequeños empresarios que no esperan desprenderse de sus empresas sacándolas al público por medio de una bolsa de valores. Quienes si poseen un patrimonio que arriesgar (empresas familiares, grupos empresariales) probablemente encontrarán demasiado fuertes las nuevas condiciones que impone la nueva ley del mercado de valores, por lo cual es predecible que haya menor participación de empresas emisoras de acciones.¹⁵ Lo contrario sucederá con el número de sociedades comisionistas de bolsa, y con intermediarios particulares, ya que probablemente será aún más rentable hacer rotar papeles de renta fija del gobierno y recursos de fondos de pensiones extranjeros. El resultado será el de un mercado de valores donde las acciones tendrán muy poco peso en el total del valor transado, y donde los capitales de fondos extranjeros serán los más apetecidos, situación con la cual no existirán peligros de iliquidez –los fondos extranjeros son inversionistas estables cuando se mantienen las condiciones de gobierno corporativo que ellos exigen, luego no hay peligro de fuga masiva de fondos-, además de exhibir bonitos indicadores de crecimiento, pero sin que estos reflejen en ninguna medida una mejor capacidad del mercado no intermediado para ayudar al financiamiento de las empresas del sector real. Ese papel seguirá correspondiendo al sector bancario.

REFERENCIAS

- Arbeláez, María A., Sandra Zuluaga y María L. Guerra. (2002). *El Mercado de Capitales Colombiano en los Noventa y las Firmas Comisionistas de Bolsa*. Fedesarrollo-Alfaomega Colombiana: Bogotá.
- Banco de la República. (1991). “La Evolución del Mercado de Capitales: Requisitos frente a la Apertura”. *Revista del Banco de la República*, 64 (762).
- Becht, Marco, y Fabrizio Barca. (2001). *The Control of Corporate Europe*. Oxford University Press.
- Berglöf, Erik., y Ernst-Ludwig von Thadden. (1999). “The Changing Corporate Governance Paradigm: Implication for Transition and Developing Countries”. Conference Paper, Annual World Bank Conference on Development Economics.
- Claessens, Stijn., Simeon Djankov., y Larry Lang. (2000). “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations”. *Journal of Financial Economics* (58): 81-112.

¹⁵ Al revisar una por una las resoluciones emitidas por Supervalores entre los años 1996 y 2004, se pudo constatar que desde 2003 ha habido una inusualmente alta tasa de retiros voluntarios de papeles del mercado de valores. Este hecho parecería ser señal de la actuación de las empresas que anticipan la serie de cambios que se habrían de presentar, incluyendo la nueva ley del mercado de valores.

- Gutiérrez, Luis H., y Carlos Pombo. (2005). Corporate Valuation and Governance: Evidence from Colombia. Universidad del Rosario Borradores de Investigación de la Facultad de Economía, No. 71.
- Jones, Ian., y Michael Pollitt. (2003). Understanding How Issues in Corporate Governance Develop: Cadbury Report to Higgs Review. University of Cambridge Working Paper - ESCR Centre for Business Research, No. 277.
- Ministerio de Hacienda. (1996). *Informe Final de la Misión de Estudios del Mercado de Capitales*. Ministerio de Hacienda-Banco Mundial-Fedesarrollo: Bogotá.
- Ministerio de Hacienda. (2004). Exposición de Motivos del Proyecto de Ley del Mercado de Valores al Congreso de la República de Colombia.
- Pombo, Carlos., Luis H. Gutiérrez., y Rodrigo Taborda. (2005). Corporate Ownership and Control in Colombian Corporations. Universidad del Rosario Borradores de Investigación de la Facultad de Economía, No. 66.
- Ramírez G., Manuel. (2004). “Regulación y Mercado”. En M. Anzola y L. Lizarazo (eds.) *La Regulación Económica: Tendencias y Desafíos*. Centro Editorial Universidad del Rosario: Bogotá.
- República de Colombia. (1971). *Código de Comercio*.
- Revista Semana. (Julio de 2005). “¿Cómo lo logró?”. Edición 1212.
- Tirole, Jean. (2001). “Corporate Governance”. *Econometrica*, 69(1): 1-35.
- Volpin, Paolo. (2002). “Governance with Poor Investment Protection: Evidence from the Top Executive Turnover in Italy”. *Journal of Financial Economics*, 64: 61-90.

ANEXO A. UN EJEMPLO DE OCULTAMIENTO DE GRUPO EMPRESARIAL EN COLOMBIA

Por medio de la carta circular externa No. 13 de 1996, la Superintendencia de Valores les dio plazo de algunos meses a los emisores para que certificaran la existencia y composición de los grupos empresariales a los cuales pertenecían. En el caso de la sociedad Industrial Hullera S.A se encontró que no declaró su situación de pertenencia al grupo empresarial encabezado por Fabricato, Coltejer y Cementos El Cairo. Esta certificación debía hacerse a través del registro mercantil de la correspondiente cámara de comercio, pero ninguna de las cuatro empresas involucradas lo hizo. El plazo para informar situaciones de control a la supervalores venció el 9 de agosto de 1996, sin que estas empresas confirmaran tal situación.

El 29 de julio de 1998 la Superintendencia de Sociedades, teniendo en cuenta que Industrial Hullera había entrado en trámite liquidatorio, decidió iniciar investigaciones respecto a si realmente hacía parte de un grupo empresarial, para lo cual se deberían cumplir dos cosas: ser controlada por otra empresa, y tener unidad de propósito y dirección. El 1 de diciembre de 1998 el caso pasó a manos de la Supervalores, lo cual aumenta el interés por este caso, ya que las dos superintendencias se apoyaron para resolver la situación que se estaba presentando. El procedimiento seguido en aquella oportunidad fue así:

- Se estudiaron las actas de reunión de junta directiva de Industrial Hullera, entre los años 1995 y 1998.
- Se estudiaron las actas de las AGAs de Industrial Hullera, entre los años 1995 y 1998.
- Se revisaron los estados financieros de Industrial Hullera desde 1980.
- Se estudió el informe de declaración de situación de liquidación obligatoria de Industrial Hullera.

La investigación había encontrado que evidentemente Industrial Hullera había funcionado como suministrador de carbón para Coltejer. Sin embargo, Coltejer poseía sólo un 37.5% de las acciones de Industrial Hullera, con lo cual se dificultaba poder probar que ejercía control sobre las decisiones de ésta. Efectivamente, uno de los argumentos de Industrial Hullera fue decir que las decisiones sobre a quién vender carbón, y en qué condiciones hacerlo, se tomaban por votación, y que dado que Coltejer tenía sólo 37% no podía controlar libremente el resultado de la votación.

Lo que sí se encontró fue que las ventas de carbón de Industrial Hullera eran sospechosamente recargadas sobre un puñado de empresas: 44%, 29% y 26% y que el carbón vendido iba para Cementos El Cairo, Coltejer y Fabricato, respectivamente. En total se trataba del 99% de las ventas de Industrial Hullera, y esta situación permaneció durante el largo periodo de 1995 a 1998, haciendo más difícil de creer que no hubieran encontrado algún otro mejor comprador, si es que de verdad lo buscaron.

En resolución No. 661 del 24 de septiembre de 1999 de la Superintendencia de Valores, se resolvió el caso así:

...se configura frente a Industrial Hullera S.A un control conjunto determinado por la participación accionaria de las sociedades Coltejer S.A, Fabricato S.A, y Cementos del Cairo S.A, y que se ha expresado, materializado, o manifestado en el hecho consistente en la compra por parte de estas sociedades de casi la totalidad de lo producido por tal empresa carbonífera, en el control compartido de la junta directiva y en las reiteradas decisiones adoptadas por unanimidad en los órganos sociales. Se trataba por lo tanto, de una situación en la cual sólo tres accionistas de una sociedad anónima, que además de la presencia permanente de la junta directiva de los administradores designados en forma unánime para tal fin, tenían un interés común adicional al simple contrato social, el cual consistía en consumir lo producido por la empresa que manejaban. En consecuencia, puede afirmarse que estos socios tenían la calidad de matrices o controlantes de Industrial Hullera S.A durante el periodo que se investiga.

Este caso refleja uno de los posibles usos que un grupo empresarial colombiano típico tiene para sus filiales: le puede servir de empresa desechable, a la cual aprovecha durante un tiempo hasta que finalmente la hace entrar en liquidación. Si se tiene el 100% de la propiedad de ésta, no hay accionistas minoritarios perjudicados en el proceso, y se considera una simple y fría maniobra operativa, que sirve como alternativa a algo que en nuestro medio es muy difícil: conseguir financiación vía libre mercado para obtener condiciones operativas favorables. A partir de la nueva regulación, será cada vez más difícil para las corporaciones colombianas con acciones en bolsa realizar este tipo de maniobras.