

LA CAPITALIZACION EMPRESARIAL EN COLOMBIA

Necesidad de capitalización

Uno de los principales objetivos de la política económica consiste en garantizar la existencia de sistemas institucionales que faciliten el proceso ahorro-inversión en niveles crecientes. Sin duda el mayor reto para la economía colombiana en la presente década, ha sido el reordenamiento de los mecanismos de estímulo al ahorro y su canalización hacia la actividad productiva.

En estas notas se comentan las principales dificultades que han gravitado sobre el precario desarrollo del mercado de capitales y el debilitamiento de las transacciones de acciones a causa de los desajustes existentes en la economía y en el mercado financiero en los últimos años. Adicionalmente, se hace referencia a la necesidad de propiciar nuevos desarrollos que permitan la reactivación de los mercados accionarios y de bonos como elementos impulsores de la inversión en la economía y de soporte indispensable a las empresas del sector financiero.

Es claro que un ambiente recesivo incide directamente sobre el sector financiero a través del menor flujo de recursos generado por la actividad productiva. Este problema adquiere características de suma gravedad cuando existe, al mismo tiempo, una estructura de financiamiento de las empresas profundamente inconveniente, como la que se generalizó en el país en la última década, derivada de los bajos índices de capitalización.

El sector financiero colombiano no ha sido ajeno al fenómeno de baja capitalización, y por ello su capacidad de adaptación a las dificultades que padecen otras actividades de la economía ha resultado muy limitado. Entre 1978 y 1985 el capital pagado y las reservas de los bancos, corporaciones financieras y corporaciones de ahorro y vivienda, crecieron a una tasa promedio anual de 17.2% cifra que, comparada con la tasa de inflación durante el mismo período, ilustra muy bien el deterioro patrimonial real del sistema en los últimos años. Dicho proceso reviste características de gravedad en el caso de los bancos donde el crecimiento nominal del capital y reservas fue solo de 13.6% anual.

Por lo demás, muchos de los incrementos de capital en el sector financiero fueron más de carácter contable que real, efectuados mediante valorizaciones y, además, la política de provisiones para respaldar la cartera improductiva solamente vino a tener todo su efecto en los últimos años. Así, las valorizaciones de los bancos, corporaciones de ahorro y vivienda y corporaciones financieras registraron un crecimiento de 41.2%, 89.8% y 29.9% en promedio anual, respectivamente; lo anterior, sumado a la limitada expansión del capital y reserva legal para el conjunto de los tres intermediarios, originó un incremento patrimonial del 23.2% anual entre 1978 y 1985. De otra parte, la práctica que existió en algunos casos de distribuir utilidades no realizadas durante el ejercicio, debilitó aún más las

instituciones y favoreció la descapitalización. Esto, en un ambiente recesivo donde los flujos de caja para algunas instituciones resultaban insuficientes para satisfacer los crecientes costos financieros, causó mayores dificultades.

Bajo estas condiciones, el sistema financiero no ha podido absorber el impacto de la cartera improductiva, y el sector empresarial, dado su elevado endeudamiento, ha visto agravada la situación por los elevados intereses reales prevalecientes en los últimos años.

Lo anterior explica la atención especial que el tema de la capitalización ha recibido y debe recibir de parte de las autoridades. Por lo tanto, vale la pena profundizar en los factores que han incidido en el languidecimiento del mercado accionario en los últimos años con el objeto de idear fórmulas para su fortalecimiento.

La capitalización y las posibilidades del mercado

A partir de 1980 se ha producido una postulación de la sociedad anónima que se refleja en la desaparición casi total de las inversiones de riesgo en las operaciones de la bolsa. Es así como en 1984 las transacciones de acciones representaron apenas el 2% del total de operaciones y en 1985 ese índice será semejante si no inferior. Por el contrario, los documentos de renta fija, especialmente los emitidos por el Estado han ganado importancia. Ello permite afirmar que el precario mercado de capitales ha ido desapareciendo rápidamente y sólo queda un mercado de dinero y de documentos de corto plazo y renta fija.

Son muy diversos los factores que explican el cambio registrado en estos años, los cuales han afectado no sólo la demanda por activos de renta variable, sino, además, la oferta de acciones, debido a la

pérdida permanente en el valor real de las mismas y a su menor rentabilidad en relación con los activos de rendimiento estable y de corto término.

Desde mediados de la década pasada se buscó que el mercado financiero conjuntamente con la mayor participación de las instituciones del sector, tuviera un mejor ordenamiento para que pudiera propiciar una más amplia movilización del ahorro que apoyaran las crecientes necesidades de recursos para la expansión y diversificación de la economía. Estos desarrollos permitirían descongestionar las tradicionales presiones sobre política monetaria que siempre buscan reemplazar con emisión la baja generación y movilización del ahorro. Sin embargo, la consolidación de los nuevos instrumentos de captación y la mayor flexibilidad de estos, si bien fueron exitosos al morigerar el desestímulo proveniente de la inflación y promover un crecimiento del mercado financiero produjeron, no obstante, una fuerte distorsión en contra de los activos de renta variable, a tal punto que en las operaciones de bolsa han tenido los resultados comentados.

Por otra parte, la situación externa y fiscal ha llevado al gobierno a la emisión de títulos de corto plazo, que compiten en condiciones muy favorables con las acciones. En los años 80, la situación fiscal ha requerido que la financiación de parte del déficit se haga en el mercado con títulos de crédito y en el mismo sentido han operado los mecanismos de financiación de entidades públicas descentralizadas.

También, el ciclo económico ha ejercido notoria influencia en el deterioro del valor real de las acciones, puesto que la mala situación de las empresas no sólo se refleja en menores dividendos y ninguna valorización en la cotización de las acciones en el mercado bursátil, debido a que la rentabilidad de la inversión después de impuestos ha sido desfavorable.

Desde luego hay que mencionar también que el capital accionario en este período se ha visto afectado por procesos especulativos dirigidos a la búsqueda de control de algunas entidades, lo cual dio lugar a una grave pérdida de confianza de los ahorradores en este tipo de inversiones. En igual sentido operó el comportamiento de algunas empresas, impulsado por el deseo de acrecentar el poder de decisión y a cambiar la estructura de propiedad de la economía durante toda la pasada década. La práctica de mantener bajos los rendimientos de las acciones presiona a los pequeños accionistas a su venta, lo que acentúa el proceso de concentración de la propiedad accionaria.

Desde el punto de vista de las empresas existen, igualmente, condiciones institucionales poco propicias para la emisión de acciones como mecanismo de financiación. Las disposiciones relativas al crédito, las cuales autorizan la deducción total de intereses para el impuesto de renta, hicieron más atractivo el endeudamiento como fuente de recursos para su desarrollo, ya que los dividendos no son deducibles. Por otra parte, la estrechez del mercado de capitales y por consiguiente su alta sensibilidad, actúa en doble vía deprimiendo tanto la oferta como la demanda, debido a que la debilidad del mercado no permite absorber un volumen importante de acciones sin que se altere su precio y el de las restantes.

Sobre este punto merece resaltarse la actitud de los inversionistas institucionales, tales como compañías de seguros y capitalización; fondos de inversión; fondos mutuos de inversión y sociedades fiduciarias, los cuales enfrentan condiciones de mercado adversas a la actividad de inversión en activos de riesgo de largo plazo. En contraposición a lo que ha ocurrido en otros países como Estados Unidos, Japón e Inglaterra donde estos han ganado terreno frente a los inversionistas individuales, en Colombia su participa-

ción se ha reducido permanentemente, contribuyendo así con su retiro, al deterioro del mercado accionario. Es claro que estas entidades no han cumplido con el papel de canalizadores de recursos y de ordenadores del mercado de capitales que les correspondería debido a múltiples factores y a inversiones obligatorias de baja rentabilidad.

Desde luego, las condiciones poco propicias para el desarrollo del mercado accionario afectaron el sector financiero inclusive quizás más que a otros. Prueba de ello es la escasa participación de las acciones de las entidades financieras dentro del conjunto de las transacciones bursátiles en los últimos años. Así, si se incluye 1981, año en el cual ocurrieron algunos movimientos especulativos que elevaron artificialmente la participación de las acciones del sector financiero, entre 1974 y octubre de 1985, ésta presenta una pronunciada reducción desde 7.9% hasta 0.4%.

En síntesis, la fuerte depresión del capital accionario en la última década se explica tanto por el marco institucional como por la política económica general y la actitud de determinadas unidades económicas que han conducido a una menor demanda y oferta de acciones. La causa de esta retracción conjunta radica a su vez en la pérdida de rentabilidad de las acciones frente a una diversidad de papeles de corto plazo, así como en la menor incertidumbre asociada a la inversión en estos últimos. Igualmente, factores como la diferencia de costos de los recursos crediticios frente a los de capital; el ciclo recesivo de la economía; la estrechez del mercado de capitales y la conformación de conglomerados dando lugar al control de la economía por parte de estos; el desajuste entre precios intrínsecos y precios de mercado de las acciones; y la misma situación del sector financiero, cuyas dificultades han impedido una recuperación

más rápida de las empresas, se encuentran en el origen de la parálisis del mercado accionario.

Paralelamente, en este contexto merece destacarse el papel de los inversionistas institucionales, quienes se han limitado a asumir una actitud pasiva y no han podido cumplir un papel de ordenadores y estabilizadores del mercado, como les correspondería.

Orientaciones de política

El desajuste en el mercado accionario es de tal magnitud que no parecen existir fuerzas suficientes que lo conduzcan de manera autónoma a una posición de equilibrio. La marcada dependencia del crédito no le permite a la sociedad anónima recuperarse y conseguir una nueva composición de fuentes financieras capaz de retornar a bases más sanas compatibles con la generación de utilidades. Se requiere, por lo tanto, de políticas que consigan superar el círculo vicioso de baja demanda y oferta de acciones por su reducida rentabilidad.

Desde luego, las fórmulas para promover la capitalización no pueden tomarse a espaldas del mercado. La solución de fondo al problema de la capitalización empresarial para cualquier actividad de que se trate, necesariamente deberá fundamentarse desde la perspectiva de fortalecimiento de un mercado de capitales de mediano y largo plazo. Por consiguiente, si no se dan las condiciones para que la inversión en acciones y bonos de las empresas sea una opción viable y rentable, todos los demás planteamientos hechos hasta el momento carecen de importancia y vendrían a tener un carácter simplemente coyuntural. Con ello, se estaría perpetuando y, lo que es peor aún, probablemente profundizando el grave problema de estancamiento que hoy enfrenta la empresa colombiana.

Recientemente las autoridades económicas han introducido algunas modificaciones institucionales para coadyuvar a la recuperación de los mercados accionarios y de bonos de las empresas. En este sentido merece citarse los esfuerzos realizados en materia tributaria mediante la Ley 9a. de 1983, tendientes a eliminar la "doble tributación" y a otorgar algunos incentivos a la sociedad anónima. Sin embargo, medidas de esta naturaleza pueden resultar inoperantes bajo unas condiciones de mercado profundamente adversas para las acciones, como el que existe en la actualidad. En este contexto cabe resaltar la creación del Fondo de Capitalización Empresarial y el Fondo de Capitalización de Instituciones Financieras mediante Resoluciones 16 de 1983 y 60 de 1984 de la Junta Monetaria y su unificación por las Resoluciones 55 y 84 de 1985, a través de las cuales se ha buscado aportar importantes recursos crediticios para estimular la colocación de acciones. No obstante la adopción de estas normas, así como otras complementarias orientadas al saneamiento del sector real y financiero mediante la búsqueda de acuerdos entre ellos, se necesita buscar también que las distorsiones del mercado de capitales originadas en políticas excesivamente reguladoras, dejen de ser obstáculo a la búsqueda de una mayor capitalización.

Para ello se requiere, además, crear incentivos amplios capaces de contrarrestar la postración en que se encuentra el proceso de capitalización empresarial en el país, como por ejemplo, favoreciendo la destinación de utilidades con fines de capitalización y eliminando del todo la doble tributación a las utilidades de las sociedades de capitales.

Otro camino que resulta apropiado estudiar es el de la adopción de algunos estímulos e incentivos efectivos a mediano plazo que permitan obtener un crecimiento considerable del ahorro contrac-

tual orientable de inversión de capital como ha sucedido en economías desarrolladas, donde éste ha alcanzado una participación significativa, que varía desde el 57% en Inglaterra, 42% en Países Bajos, 36% en Suecia, 16% en Alemania, hasta 11% en Italia. En Colombia, por el contrario, su participación además de ser muy baja dentro del ahorro financiero, ha permanecido estancada frente a otras formas de ahorro que, como se anotó, presentan gran dinamismo. Entre los años 1980-1984 el ahorro contractual se situó apenas en el 5.0% del ahorro financiero.

De otra parte, parece conveniente utilizar la potencialidad que tienen los inversionistas institucionales para reactivar el mercado accionario. En su función de captadores de recursos del ahorro contractual y de inversionistas en actividades rentables y seguras, estos intermediarios financieros deben jugar un papel más activo y de liderazgo en el mercado de capitales. Ya se han dado algunos pasos en dicha dirección; tal es el sentido del Decreto 1705 de 1985 que establece la obligación para los fondos mutuos de inversión de mantener por lo menos el 10% de su inversión en acciones y bonos convertibles en acciones. Resulta indispensable actualizar y revisar periódicamente las normas vigentes para los inversionistas institucionales, las cuales presentan un claro atraso frente a los desarrollos experimentados por la economía en la última década. Sería recomendable, además, que la Comisión Nacional de Valores, por su alto nivel técnico y su conocimiento del mercado de capitales, asumiera la tarea de orientación y dirección de los inversionistas institucionales.

En fin, existen múltiples caminos para contribuir al fortalecimiento empresarial. Estos deben, en lo posible, dirigirse hacia las nuevas empresas en sectores dinámicos que contemplen avances tecnológicos significativos y no solo a entidades tradicionales. Para aquellas podría adoptarse

un régimen especial, utilizando importantes incentivos tributarios y no tributarios, como crédito de fomento y acceso al Fondo de Capitalización Empresarial. Paralelamente, deberían afianzarse las disposiciones tendientes a facilitar a las empresas la emisión de bonos y de bonos convertibles en acciones, para lo cual se cuenta con un precedente importante, como es el Decreto 1914 de 1983, el que reglamentó y simplificó el procedimiento para la emisión y colocación de bonos.

Igualmente, con el objeto de promover la capitalización y apertura de las sociedades anónimas se requiere hacer menos restrictiva la definición de sociedad abierta que contempla la ley 9a. de 1983. La experiencia ha demostrado que las condiciones para gozar de este régimen han sido difíciles de cumplir y, por lo tanto, el objetivo buscado no se ha logrado. Así, las condiciones para que una sociedad sea abierta deberían limitarse a que el número de socios no sea menor de cien, a que el capital en cabeza de un solo accionista no sea superior al 30% y que se negocien a través de las bolsas de valores.

Las ideas planteadas no pretenden ser de manera alguna ni un diagnóstico completo, ni menos aún el conjunto armónico de soluciones. Se trata nada más de unas reflexiones que tendrán algún efecto solo en la medida en que se cuente con estímulos suficientes y amplios para la capitalización empresarial en Colombia. A nuestro entender, el ordenamiento del mercado de capitales constituye, así, la solución real al problema de la inconveniente estructura de financiamiento de las empresas, en particular de las financieras, bancos y corporaciones. La propuesta de reforma financiera orientada a buscar su fortalecimiento y crecimiento acelerado en los próximos años, constituye un instrumento adicional indispensable para el reordenamiento de los mecanismos del ahorro y el impulso de la inversión en la economía colombiana.

En síntesis, el país no debe ahorrar esfuerzos en el estudio y la puesta en marcha de iniciativas encaminadas a capitalizar la sociedad anónima en general y las empresas del sector financiero en particular. Constituye éste, a su vez, un requisito esencial para la recuperación del sec-

tor financiero ya que la marcada dependencia de las empresas al endeudamiento, no sólo para su expansión, sino en muchos casos para su supervivencia, ha desembocado en claros efectos desestabilizadores cuyo encadenamiento ha afectado todo el sistema económico del país.

VIDA DEL BANCO

Convención colectiva de trabajo

El 17 del pasado mes, la Asociación Nacional de Empleados del Banco de la República —ANEBRE— presentó a la consideración del Emisor un pliego de peticiones. Sobre el particular el Gerente General, doctor Francisco J. Ortega se dirigió a los funcionarios y empleados de la entidad, en los siguientes términos: "... como esta posibilidad está contemplada en las normas especiales que regulan las relaciones entre el Banco y sus empleados, dentro de los términos de la ley laboral se iniciará la negociación de una nueva convención colectiva de trabajo, negociación que habrá de adelantarse dentro de un ambiente de mutuo respeto y cordialidad, tal como ya es tradición en el Banco y mirando exclusivamente los intereses de los empleados del Emisor, dentro de las posibilidades económicojurídicas de la entidad, y teniendo en cuenta, por supuesto, las circunstancias actuales del país. . .".

Asesor de la Gerencia General

A partir del primero de octubre del presente año, el doctor Rafael Isaza Botero fue designado como asesor de la Gerencia General del Banco. Dicho funcionario tiene una amplia trayectoria en la institución, como economista del Departamento de Investigaciones Económicas y también como Asesor del Departamento Internacional, área en la cual prestó su colaboración en el análisis de temas relacionados con la actividad financiera internacional.

El doctor Isaza es egresado de la Universidad de los Andes, luego adelantó

estudios de post-grado en la Universidad de Oregon, Estados Unidos. Posteriormente se desempeñó como director del Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico —CEDE— de la Universidad de los Andes, en donde efectuó interesantes investigaciones sobre el empleo y desempleo en Colombia, reforma agraria y economía regional, entre otros.

Gerencia de la Sucursal del Banco en Sincelejo

Mediante Acta 3772 de octubre 28 de este año, la Junta Directiva del Banco nombró al doctor Carlos Hugo Rodríguez Molina en el cargo de Gerente de la mencionada sucursal, en reemplazo del doctor José Osorio M., quien salió a disfrutar de su pensión de jubilación.

El doctor Rodríguez lleva cerca de catorce años al servicio de la institución en el área de Investigaciones Económicas, donde en la actualidad realizaba las funciones como jefe de la Sección de Producción, Precios y Empleo. En este campo ha desempeñado importante papel en la actualización de los principales indicadores de la economía nacional, y en la orientación y desarrollo de novedosos estudios económicos.

El doctor Rodríguez es Ingeniero Agrónomo de la Universidad de Nariño, adelantó estudios de actualización en el Centro Interamericano de Enseñanza Estadística, en Santiago de Chile y ha asistido en representación del Banco en diversos seminarios por las Naciones Unidas y la CEPAL sobre cuentas nacionales, y otros temas de interés internacional.