

INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES Y MERCADO DE CAPITALES

POR CAMILO PIESCHACON VELASCO

I. INTRODUCCION

En las comparaciones internacionales sobre el grado de desarrollo de los diferentes países se recurre con frecuencia a las estadísticas sobre ingreso nacional, producto nacional e ingreso per cápita, así como sobre inversiones brutas y tasa de ahorro. No obstante, quizás ante la carencia de suficiente información estadística, muy rara vez se hace mención al **stock** de capital de los diferentes países como medida del grado de desarrollo y riqueza, porque lo mismo que acontece a escala nacional, a nivel individual, donde el patrimonio formado representa un criterio acertado para determinar el mayor o menor grado de riqueza e ingresos individuales, en la economía mundial los países ricos son precisamente aquellos que han logrado la formación y acumulación de grandes sumas de patrimonio nacional en forma de capital empresarial y privado.

De acuerdo con las experiencias registradas en algunos países industriales y en desarrollo, mientras que en los primeros las depreciaciones representan, en promedio, entre 50 y 60% de las inversiones brutas, es decir, de la formación bruta de capital, en los países subdesarrollados esta relación fluctúa entre 30 y 40%, de lo cual se puede deducir fácilmente que el **stock** de capital de los países industriales es bastante superior también, relativamente, al de los países del Tercer Mundo. Como todo patrimonio, el capital empresarial y personal genera ingresos y a ello se debe su gran importancia para el desarrollo económico.

En otras palabras, además de la brecha o "gap" existente entre los países industriales y aquellos en vía de desarrollo en lo pertinente al ingreso nacional, producción, etc., se registra también una brecha en lo relacionado con la formación de capital.

A nuestro juicio, el fenómeno de la acumulación de capital encuentra su mejor explicación en la teoría expuesta por Böhm-Bawerk hace ochenta y cinco años, según la cual, el trabajo y los recursos naturales constituyen los factores de producción originarios, mientras que el capital es un factor de producción derivativo y proveniente de la utilización de los factores originarios. El designa la utilización del capital en dicho proceso como "producción indirecta".

La ventaja primordial de la utilización de bienes de capital dentro del proceso productivo radica en que, con ella, se logra una mayor eficiencia y productividad en todo el proceso económico. En otras palabras, conforme a la experiencia internacional, la acumulación de capital representa el camino más rápido para aumentar la productividad económica y satisfacer en una forma más rápida, económica y eficiente las necesidades insatisfechas de los sujetos económicos.

Este concepto ha sido acogido por la teoría moderna del desarrollo económico y, por tal razón, le otorga gran importancia al incremento del **stock** de capital como factor determinante del desarrollo económico, introduciendo el concepto de "coeficiente de capital". Dicho coeficiente de capital indica, en otras palabras, cuántas unidades de bienes de capital son necesarias para producir una unidad de bienes de consumo o de bienes intermedios (1).

El coeficiente de capital representa el valor recíproco de la productividad del capital y ha sido designado también como "coeficiente de riqueza"; conforme a las estadísticas internacionales, este coeficiente fluctúa entre 2,5 y 3 en las economías industrializadas, lo cual significa que para generar un producto de 1.000 millones de unidades monetarias, es necesario un **stock** de capital o patrimonio nacional de 2.500 a 3.000 millones de estas.

Lógicamente, este coeficiente varía notablemente de acuerdo con el sector económico. Así, por ejemplo, las inversiones de infraestructura, especialmente en el sector energético, demuestran poseer un alto coeficiente de capital, o sea, una baja productividad del mismo, de tal manera que las inversiones efectuadas en él contribuyen muy poco al incremento de la producción, mientras que las realizadas en el sector industrial se caracterizan por altos coeficientes de capital y, por lo tanto, para lograr a corto plazo un incremento de la producción, se necesita, relativamente, poco capital.

Si tomamos en cuenta que las economías latinoamericanas adolecen, en muchos casos, de la necesaria infraestructura para el desarrollo económico y

(1) Ver: Ehrlicher, Werner, "Beziehungen zwischen Kapital und Arbeit", en: Kapitalmarkt und Arbeitsmarkt. Probleme des Kapitalmarkts, Bd. 11, pgs. 7-15, Frankfurt 1975.

que para llevar a cabo inversiones en este sector, se requieren grandes recursos de capital, porque sin ellas tampoco es posible incrementar considerablemente la producción industrial, llegamos fácilmente a la conclusión sobre la necesidad de que los países en desarrollo cuenten con mercados de capital e instrumentos financieros más eficientes y adopten políticas acordes con ello. Precisamente, según analizaremos en este trabajo, los inversionistas institucionales pueden contribuir a romper parcialmente dicho círculo vicioso.

Naturalmente, una modificación en la estructura del *stock* de capital trae consigo un cambio en la posición o participación del trabajo en el proceso productivo. Este desplazamiento en la estructura del valor agregado, según los sectores económicos, se ha registrado en los países industriales. Después de una etapa de inversiones de infraestructura, con un efecto-capacidad muy bajo, o sea, con un incremento reducido en la producción, a pesar de un fuerte aumento en el *stock* de capital, prosigue la fase de la industrialización que se caracteriza por un aumento considerable en PNB. La participación del sector primario se reduce de 75 u 80% a 10%, mientras que el sector secundario registra un aumento sustancial en su productividad y el sector terciario, o sea, el de servicios, pasa a participar hasta con 60% en la generación del PNB.

No es sorprendente, por lo tanto, comprobar que, mientras en el período 1850-1920, el PNB se incrementó diez veces en los Estados Unidos, su *stock* de capital creció el doble, o sea, veinte veces. De acuerdo con estadísticas estadounidenses, la alta productividad del capital en el sector industrial se refleja en el hecho de que dicho sector participa con 30% en el PNB a pesar de que posee solamente 15% del *stock* de capital en la economía americana. Lo contrario sucede en el sector agrícola y de materias primas, el cual participa con 20% en el total del *stock* de capital, mientras su participación en el valor agregado asciende solamente a 10% (2).

Finalmente, en el sector terciario o de servicios, se registra solamente un 10% del *stock* de capital, mientras que el valor agregado por dicho sector representa 60% del PNB. En resumen, podemos anotar que en la era pre-industrial y agrícola, el patrimonio reproductivo de una economía se encuentra, básicamente, en el sector agrícola, mientras que en la fase de transición hacia la industrialización, se registra un aumento considerable en las inversiones de infraestructura, produciéndose en la fase de industrialización una alta productividad del capital en el sector industrial y un incremento considerable del PNB.

Este fenómeno lo comprueban también las estadísticas alemanas de post-guerra. En efecto, mientras que en 1950, la industria alemana requería 191 horas de trabajo para producir mercancías por un valor de 1.000 marcos, en 1973, para producir el mismo valor de unidades se requerían solamente 52 horas de trabajo. Ello significa que para producir la misma cantidad de mercancías, la cantidad de trabajo se redujo en la República Federal de Alemania, durante dicho período de 23 años, en 27%.

En el mismo período, la intensidad de capital expresada mediante la relación "activos fijos por ocupado" se incrementó de DM 17.927 en 1950, a DM 47.782 en 1974, lo cual equivale a un aumento de 167% en cifras relativas.

Ante tales tendencias, resulta evidente que los países latinoamericanos no lograrán obtener un desarrollo económico más acelerado y autosostenido si no cuentan con mercados de capital más eficientes y, lo que es más importante, si no prosiguen una verdadera política coherente y continua de fomento al ahorro nacional, en especial al ahorro personal o familiar generado a través de las unidades familiares, principal fuente de recursos de los mercados de capital de las economías desarrolladas.

II. CONCEPTO Y FUNCIONES DEL MERCADO DE CAPITALES

1. Definición conceptual

En realidad, dentro de la literatura económica internacional no existe uniformidad de criterio acerca de la definición del concepto "mercado de capitales", pero, quizás, el punto de vista más aceptado consiste en designar a este mercado como el de los recursos a largo plazo, o sea, con plazos o vencimientos superiores a cuatro años, reservando la designación de "mercado monetario" para los recursos con un plazo inferior. Ambos mercados forman el denominado "mercado crediticio" y, lógicamente, son interdependientes en sumo grado, de tal modo que cualquier medida gubernamental los afecta en mayor o menor grado por igual. Es obvio que con las técnicas e instrumentos modernos de emisión y captación de recursos resulta, por lo general, casi imposible, en la práctica, trazar una línea divisoria entre los dos mercados mencionados, especialmente en economías inflacionistas, en las cuales los inversionistas se muestran renuentes a adquirir títulos a largo plazo y demuestran gran pre-

(2) Friedrichs, Günter, "Technischer Wandel: Substitution von Arbeit durch Kapital", en: Kapital und Arbeitsmarkt, Probleme des Kapitalmarkts, Bd. 11, págs. 137-155, Frankfurt 1975.

ferencia por papeles de gran liquidez y rendimientos relativamente altos.

Pero no cabe la menor duda de que el "mercado bursátil o de valores" forma parte del mercado de capitales y representa ante todo un mercado transparente, organizado y eficiente, el cual jugó un papel preponderante en el desarrollo económico y financiero de los países industriales.

Los llamados intermediarios financieros o inversionistas institucionales, es decir, las instituciones especializadas en la captación de ahorro personal y familiar, constituyen, en la mayoría de los países que cuentan con un mercado eficiente de capitales, el instrumento más eficaz para movilizar los recursos necesarios que requieren los procesos de industrialización y urbanización.

De acuerdo con la teoría moderna de la intermediación financiera, las instituciones financieras son, precisamente, las encargadas de lograr un equilibrio entre la oferta y la demanda por recursos a corto, mediano y largo plazo, porque ellas permiten que los sectores con superávit financieros coloquen sus recursos en aquellos sectores con déficit financieros, proceso que se realiza, primordialmente, a través del mercado de capitales, bursátil y de valores.

2. Función económica y financiera del mercado de capitales

Todo sistema económico se orienta, en última instancia, a satisfacer las necesidades de los consumidores, poniendo a disposición de ellos bienes y servicios. Pero de acuerdo con la evolución tecnológica, el aumento de la productividad y la división del trabajo o especialización, el camino más rápido y adecuado para lograr este fin radica en buscar una combinación óptima de los factores productivos —la tierra y recursos naturales, la mano de obra y el capital— empleando bienes de capital más productivos.

Precisamente, para la producción de estos bienes de capital son necesarias las inversiones, cuya financiación depende de los ahorros privados y gubernamentales, de tal modo que el proceso productivo está íntimamente ligado a la actividad inversionista y esta, a su vez, al ahorro. Las inversiones, por lo tanto, juegan un papel preponderante en el desarrollo económico; ellas producen tres efectos básicos, a saber: el "efecto-ingreso", el "efecto formación de patrimonio" y el "efecto-capacidad".

Toda inversión trae consigo una formación de ingresos y determina, en combinación con los gastos de consumo, el nivel del ingreso nacional. Asimismo, al aumentar la disponibilidad de capital en la economía, la inversión tiene repercusión positiva so-

bre la formación de patrimonio, ya sea en la empresa o en el sector familiar. Finalmente, a través del "efecto-capacidad", la inversión incrementa la capacidad productiva e instalada de una economía y, por ende, la producción de bienes y servicios.

Cabalmente es el sector empresarial el encargado, esencialmente, de llevar a cabo este proceso y de allí se desprende su importancia como motor y gestor del crecimiento.

La actividad inversionista en el sector empresarial persigue básicamente dos fines importantes. En primer lugar, el de mantener la capacidad productiva por lo menos a su antiguo nivel, o sea, el de reponer los bienes de capital fijo conforme a su desgaste natural en el proceso productivo. Se trata de las reinversiones financiadas con las depreciaciones anuales sobre el capital fijo e inmovilizado. En segundo lugar, si una economía desea crecer para atender las necesidades de una población también creciente, es lógico que deba efectuar nuevas inversiones para incrementar la capacidad productiva. En esta forma, si por medidas político-económicas y otros factores, el sector empresarial no está en capacidad de obtener todos los años una utilidad suficiente para financiar la reposición del capital desgastado, las nuevas inversiones de ensanche o ampliación y ofrecer un rendimiento adecuado a los accionistas, es obvio que se frene la expansión económica.

Las nuevas inversiones juegan, por lo tanto, un papel primordial en la actividad económica y conforme a la teoría, ellas engendran, además, las llamadas inversiones inducidas y el principio de aceleración en el proceso productivo.

Indudablemente, el mercado de capitales, por definición, es el encargado de canalizar los recursos a largo plazo para la inversión en bienes de capital y facilitar a la industria, por lo tanto, los recursos financieros necesarios para su crecimiento acelerado; asimismo, un mercado de capitales eficiente cumple una importante función económica en la financiación de las inversiones públicas, especialmente las de infraestructura, o sea, construcción de carreteras, vías férreas, hospitales, centros educativos, etc.

Tal vez las funciones económicas más importantes del mercado de capitales radiquen en las denominadas de transformación y consolidación. La primera de ellas consiste en transformar recursos a corto plazo, o sea, del mercado monetario, en recursos a largo plazo, mientras que la función de consolidación le permite a la industria en particular y a la economía en general, transformar sus obligaciones a corto plazo (créditos bancarios o extrabancarios)

por obligaciones a largo plazo o capital de participación (acciones, bonos convertibles, warrants, etc.).

Como es sabido, una de las reglas básicas de toda administración financiera sana consiste en lograr un equilibrio óptimo entre recursos y obligaciones de acuerdo con sus plazos de vencimiento. En otras palabras, las obligaciones a corto plazo y el capital de trabajo deben ser financiados con recursos también a corto plazo, mientras que los bienes, maquinaria, equipo, etc., es decir, las inversiones en bienes de capital, deben estar financiados con recursos a largo plazo provenientes del mercado de capitales. Tanto la crisis bancaria que vivió Alemania en el año 1931, como la iliquidez e insolvencia de muchas empresas en el mundo, nos demuestran claramente la necesidad de que en la financiación exista una congruencia de plazos entre recursos y obligaciones.

Es lógico que la debilidad de un mercado de capitales no le permite cumplir a cabalidad sus funciones de transformación y consolidación en el proceso de desarrollo económico y que ella represente, por lo tanto, un serio *impasse* para el sistema crediticio y una fuente de presiones inflacionistas.

La carencia o ineficiencia del mercado de capitales representa un cuello de botella para los bancos comerciales y el sector empresarial, quienes no pueden transformar sus compromisos financieros a corto plazo por recursos a largo plazo, lo cual repercute, lógicamente, en la posibilidad de financiar nuevas inversiones y, por consiguiente, en el desarrollo económico y social de cualquier país. En otras palabras, sin un mercado de capitales eficiente y funcional, el crecimiento económico se frena o es financiado mediante créditos inflacionistas.

Gran importancia reviste, asimismo, el mercado de capitales para la política monetaria de una economía, o sea, para la regulación del volumen del dinero en circulación y, por ende, para la estabilidad monetaria.

Con frecuencia se ha hablado en los países subdesarrollados sobre la necesidad de ampliar los instrumentos político-monetarios del banco central, con el fin de que la política monetaria no sea tan dependiente de uno de ellos, como es el caso del encaje bancario, principal elemento en Latinoamérica de la regulación monetaria.

Todos conocemos que además del encaje bancario, en los países industriales se emplean con éxito otros instrumentos político-monetarios, tales como la tasa de redescuento o precio del dinero del banco central, los depósitos oficiales, las normas sobre liquidez bancaria, la "moral suasión" y las llamadas intervenciones u operaciones en el mercado abierto (*open*

market-policy). Este último instrumento de política monetaria, muy utilizado en los países desarrollados, supone, sin embargo, la existencia de un mercado de capitales eficiente, con tasas reales de interés, es decir, no distorsionado ni discriminado; algo semejante sucede respecto a la tasa de interés, con la política de tasa de redescuento. Por tal motivo, el hecho de que en la América Latina no haya sido posible ampliar los instrumentos de regulación monetaria, se debe, primordialmente, a la carencia de un verdadero mercado de capitales y a la renuencia del sector gubernamental de aceptar la importancia de tasas de interés realistas, lo cual se refleja claramente en el sistema de inversiones forzosas y en la congelación del precio del dinero y del capital, mediante la fijación de tasas de interés por parte de la autoridad monetaria, que no guardan relación alguna con la tasa de inflación.

3. Función social del mercado de capitales

La función social de un mercado de capitales organizado es también muy clara. A través de él se obtiene una mejor redistribución del ingreso y patrimonio nacionales, porque las diferentes formas de ahorro e inversión que ofrece, representan una coparticipación directa (acciones) o indirecta (fondos mutuos) en los medios de producción y generan simultáneamente, un ingreso o renta para sus tenedores.

Todos conocemos la antigua controversia sobre el método o sistema más aconsejable, bajo el punto de vista social, de financiar las inversiones públicas y obras de infraestructura, es decir, si es más provechoso el sistema de impuestos o el de deuda pública. Es obvio que la financiación mediante impuestos representa, para el contribuyente, un desembolso con una pequeña contraprestación, porque por lo general los recursos que obtiene el Estado en una forma fácil y coercitiva, solo contribuyen a aumentar la burocracia e ineficiencia de inversiones públicas equívocas. Como a través del sistema impositivo el fisco no se compromete a otorgarle al contribuyente un rendimiento por las sumas recibidas y estas no son reembolsables, es natural que los recursos así obtenidos no sean invertidos siguiendo los estrictos criterios de rentabilidad y eficiencia.

En cambio, una financiación de la inversión pública, mediante la emisión de valores, no significa para los contribuyentes, en este caso inversionistas, una merma de sus ingresos y patrimonio, sino un sistema de ahorro. La obligación de reconocer intereses, o renta fija, significa para el Estado la necesidad de ser más cuidadoso, por lo menos en su política de inversiones.

Es obvio que no todas las inversiones públicas pueden ser financiadas mediante títulos de deuda pública y, por consiguiente, nadie niega la necesidad de un sistema impositivo, pero en algunos países subdesarrollados se ha exagerado el sistema de financiación mediante los impuestos. Siempre que se haga con bases realistas en cuanto a tasas de interés y condiciones, el sistema de financiar las inversiones públicas mediante valores trae consigo un efecto favorable sobre el mercado de capitales, guardando, claro está, la armonía y equilibrio que debe existir entre las necesidades de capital del sector público y el privado.

Bajo esta filosofía de revertir al contribuyente, parcialmente, las inversiones públicas financiadas mediante impuestos, muchos países han adoptado una lógica política de "privatización" del capital estatal en empresas e industrias o instituciones descentralizadas a través de la colocación de "acciones populares" entre el público y ahorradores, a condiciones muy favorables y persiguiendo conscientemente una filosofía redistributiva, tanto del ingreso como de la riqueza nacionales.

Finalmente, la existencia de un mercado de capitales nacional, estimulado y apoyado por el gobierno, trae consigo una limitación de la autofinanciación. Si existen ahorros personales suficientes y estímulos a la inversión en valores, así como un mercado de capitales encargado de ello, las empresas no se verán tan abocadas a la necesidad, para subsistir, de obtener los recursos mediante la autofinanciación, la cual solamente puede lograrse mediante precios al consumidor más elevados, hecho que limita, a su vez, la capacidad de ahorro del sector familiar.

Si un sector empresarial en expansión requiere más capital para sus inversiones y no lo puede obtener en el mercado monetario (banca comercial) mediante créditos o en el mercado de capitales (bolsas de valores, corporaciones financieras, bancos de inversión, etc.), mediante la emisión de nuevas acciones o bonos, se verá obligado a desistir de la inversión o a buscar los recursos financieros mediante un aumento de los precios.

Lógicamente, para el sector familiar y para el desarrollo social de una economía es más provechoso pagar por los productos de consumo, duraderos o no, un precio más bajo y conservar un remanente para el ahorro y la inversión, que contribuir a través de precios más altos a la financiación empresarial sin recibir contraprestación directa.

Aunque se argumenta que la autofinanciación de la industria es necesaria, porque los consumidores, a causa del llamado "efecto de demostración" en

los países subdesarrollados, no dedicarían al ahorro o inversión los remanentes de ingresos obtenidos mediante precios más bajos, no debemos pasar por alto que el efecto de demostración no solamente se refleja en el deseo de emular los modelos de consumo de los países industriales, sino que también existe un deseo de poseer riqueza, patrimonio en acciones y ahorros.

En resumen, un eficaz mercado de capitales representa un elemento positivo para disminuir a grados razonables el fenómeno de la autofinanciación y evitar así la concentración de poder económico, permitiendo, por lo tanto, la llamada "apertura" de las sociedades anónimas, hecho de importancia para proseguir con éxito una verdadera política social.

III. IMPORTANCIA DE LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES PARA EL MERCADO DE CAPITALES

Según las investigaciones efectuadas primordialmente en los años de post-guerra, la estructura del ahorro personal en los principales países industrializados y en algunos en vías de desarrollo, ha sufrido una modificación estructural. En efecto, mientras que, *grosso modo*, la financiación del proceso de industrialización en las naciones industriales se llevó a cabo mediante inversionistas individuales, hoy día estos han sido desplazados en las principales economías por los llamados inversionistas institucionales.

Esta modificación en el "patrón de inversión" de las unidades familiares constituye una tendencia que debe tenerse en cuenta en cualquier estudio sobre un mercado de capitales y, por tal razón, en las páginas siguientes, analizaremos más detenidamente la importancia cuantitativa y cualitativa de los inversionistas institucionales.

Casualmente, la teoría moderna le ha dado gran énfasis a los intermediarios financieros, destacando sus importantes funciones de transformación y demanda por recursos financieros y de crédito. Como es bien sabido, de acuerdo con los estudios de Gurley y Shaw (3), el proceso financiero en cualquier economía puede explicarse fácilmente mediante la existencia de superávit financieros por parte de unos sectores, generalmente el familiar, y déficit en los otros sectores, especialmente el público y empresarial, centrándose la actividad financiera en la absorción de los superávit financieros registrados en

(3) Ver Gurley, John G., Shaw, Edward, "Money in a Theory of Finance" Washington 1964 y "Financial Intermediaries and the Saving - Investment Process" en: *The Journal of Finance*, Vol. LI, pp. 257-276, 1956.

dichos sectores, para colocarlos en aquellos con déficit de recursos.

1. Clasificación de los inversionistas institucionales

La intermediación financiera representa, por lo tanto, una transformación, siendo esta la principal función de los inversionistas institucionales. Aunque no existe una definición aceptada ampliamente sobre qué son los inversionistas institucionales, la literatura en algunos países los califica como instituciones para-monetarias, definiendo como tales a aquellas entidades captadoras de recursos, cuyas acreencias contra ellas mismas no suelen ser aceptadas como medios de pago en una economía y en las cuales su principal volumen de pasivos no está constituido por depósitos a la vista frente al sector personal y empresarial. Conforme a esta literatura, el criterio principal para calificar a un inversionista institucional como para-monetario radica, por lo tanto, en la estructura de sus pasivos.

Esta distinción es importante en lo que atañe a la política monetaria, porque es lógico que la capacidad para crear dinero por parte de los intermediarios para-monetarios, sea inferior a la de los intermediarios financieros monetarios. Infortunadamente, el desconocimiento de este fenómeno ha traído consigo, en muchos países, que la autoridad monetaria establezca encajes bancarios o reservas mínimas a los inversionistas institucionales para-monetarios, limitando en esta forma su capacidad operativa al tratar de contraer el dinero en circulación mediante tales medidas.

Conforme a dicha clasificación, los intermediarios financieros pueden dividirse en instituciones monetarias y para-monetarias. A continuación presentamos esquemáticamente dicha división, anotando que precisamente las instituciones para-monetarias son las que mejor cumplen las diferentes funciones anotadas más adelante y que logran captar recursos más estables para la inversión. De acuerdo con dicha definición, podemos clasificar a los intermediarios financieros o inversionistas institucionales en instituciones monetarias y para-monetarias.

Instituciones monetarias, bancos comerciales.

Instituciones para-monetarias, compañías de seguros de vida, seguros generales, compañías de reaseguros, bancos hipotecarios, sociedades administradoras de inversión, cajas de ahorro y préstamo, institutos de crédito para consumo, corporaciones financieras, sociedades financieras, fondos o cajas de pensión, instituciones de seguridad social y bancos de inversión.

2. Funciones de los inversionistas institucionales

En su proceso de intermediación, los inversionistas institucionales cumplen básicamente varias funciones.

Por lo general, existe una antinomia entre las unidades que requieren recursos financieros y aquellas que los poseen, porque mientras para el ahorrador una inversión ideal es la que ofrece mayor rentabilidad, la máxima liquidez y la mayor seguridad, para quien hace uso de los recursos financieros es preferible que dichos recursos tengan la menor liquidez posible, la rentabilidad más baja y su garantía no merme considerablemente la rentabilidad de la empresa que utiliza los recursos.

Por tal motivo, la función de la intermediación financiera y por ende, de los inversionistas institucionales, radica primordialmente en subsanar esta antinomia existente entre ahorrador y prestamista.

2.1. Creación de la confianza necesaria entre prestatarios y prestamistas

Indudablemente, una de las principales funciones de los inversionistas institucionales se orienta hacia la creación de la confianza necesaria entre ahorradores y usuarios de los recursos financieros, gracias a lo cual un mercado crediticio y de capitales se torna eficiente y funcional. Sin esta confianza del ahorrador frente a la inversión institucional, no es posible desarrollar un mecanismo eficiente de captación y colocación de recursos.

2.2. Transformación de sumas

Los intermediarios financieros movilizan los recursos necesarios para la financiación del proceso de industrialización y urbanización y fomentan las diferentes formas de ahorro personal e institucional. Bien sabido es que en la práctica no concuerdan las pequeñas sumas que están dispuestos a ahorrar los inversionistas con los grandes recursos que requiere el sector empresarial y público. Aquí radica una de las principales funciones de los inversionistas institucionales, al concentrar en ellos pequeños ahorros para ponerlos en sumas mayores a disposición del sistema productivo.

Simultáneamente, con esta función los intermediarios financieros concentran y concertan la oferta y demanda por recursos en una economía. Una de las características básicas del proceso de inversión de las economías radica en la acentuada demanda de altas sumas de financiación, las cuales no pueden ser aportadas individualmente por diferentes sujetos

económicos. Aquí radica la importancia del inversionista institucional en todo el proceso de captación y financiación.

2.3. Transformación de riesgos

La experiencia registrada en los países industriales demuestra en forma evidente que el desarrollo económico y social y, en especial, el progreso tecnológico, traen consigo, principalmente en la clase media, cierta aversión contra los riesgos inherentes a la actividad inversionista.

Igualmente, los adelantos tecnológicos y la acentuación de procesos capital-intensivos en los principales sistemas de producción, demuestran que para mantener el proceso dinámico de crecimiento económico se requiere la financiación y la existencia, en proporciones adecuadas, de capital de riesgo y de capital de participación, porque el desarrollo y aplicación práctica de nuevas tecnologías, de nuevos sistemas de producción y la comercialización de los inventos e innovaciones, constituyen de por sí actividades azarosas.

Ante la creciente aversión por el riesgo y la dificultad para los sectores familiares de diversificar adecuadamente su inversión por carencia de un capital o suma suficiente para ello, los inversionistas institucionales vienen a cumplir esta importante función, ofreciéndole a su clientela confianza y seguridad necesarias y, al mismo tiempo, poniendo a disposición de las empresas y emprendedores los recursos financieros que ellos requieren.

En otras palabras, gracias a los inversionistas institucionales, los ahorradores logran una satisfactoria estructura y compensación entre riesgo y azar.

Los intermediarios financieros no solamente disminuyen para los ahorradores los riesgos inherentes a aquellas actividades azarosas pero necesarias para el desarrollo económico y social, sino también aquellos riesgos normales de una inversión, o sea, en especial, aquellos relacionados con la solvencia, capacidad de pago, seriedad, puntualidad, etc., de los demandantes de crédito o capital de riesgo en un sistema financiero. A través de la intermediación financiera, los riesgos son transformados y trasladados en buena parte del ahorrador al inversionista institucional.

Gracias a su función de transformación de riesgos, no resulta, por lo tanto, exagerado afirmar que los inversionistas institucionales han facilitado el descubrimiento de nuevos sistemas productivos y lo que es más importante, su implantación práctica.

Así, por ejemplo, transcurrieron ciento doce años entre el descubrimiento de la fotografía y su apli-

cación práctica comercial, pero solo cincuenta y seis años en lo que atañe a la telefonía; treinta y cinco años respecto a la radiodifusión y veinticinco con relación a la técnica de radar. Se necesitaron tan solo doce años para explotar comercialmente el invento de la televisión, y cinco para la técnica de transistor en electrónica, pero solamente tuvieron que transcurrir tres años para aplicar la técnica de los circuitos integrados e impresos.

La llamada segunda revolución industrial, o sea, el advenimiento de las computadoras como sistema de almacenamiento de datos y base de decisiones, etc., está íntimamente ligado con la intermediación financiera.

En su teoría sobre el desarrollo económico, el conocido economista y sociólogo austriaco Schumpeter, esbozó y explicó el desarrollo económico como un continuo proceso de invento y aplicación comercial llevada a cabo por los empresarios y emprendedores, de lo cual se desprende que dicho proceso será mucho más célere y dinámico cuanto más eficientes sean los intermediarios financieros.

Los estudios empíricos realizados en los principales países industriales demuestran claramente que una política de redistribución del ingreso nacional trae forzosamente consigo un cambio en la estructura de la demanda por acciones de sociedades anónimas o de sociedades en comandita por acciones. Todo indica que los inversionistas en acciones pertenecen a un grupo económico y social con mayores conocimientos de los fenómenos financieros, de tal manera que la política redistributiva del Estado ocasiona un vacío en las fuentes de financiación para la sociedad anónima, vacío que debe ser subsanado por los inversionistas institucionales; en efecto, la financiación de las sociedades anónimas a través de la acción, representa una típica figura del llamado capital de participación o capital de riesgo. Y bien sabido es, según los estudios sociológicos, que relativamente pocas clases económicas están dispuestas a correr los riesgos que implica una inversión en acciones. Aquí se hace sentir el llamado fenómeno de la "aversión al riesgo", ampliamente conocido en los círculos aseguradores.

Debido a que bajo el punto de vista político y social, no es posible, a largo plazo, mantener una distribución inequitativa del ingreso y patrimonio nacionales, es obvio que para llenar este vacío anotado, es indispensable el fortalecimiento de los inversionistas institucionales y, más concretamente, de los llamados intermediarios para-monetarios.

Bajo el punto de vista técnico, la transformación de riesgos comprende todas aquellas medidas necesarias para otorgarle a un patrimonio una estruc-

tura óptima entre riesgo y chance, de tal manera que obtenga la mayor rentabilidad posible. El importante crecimiento de las instituciones para-monetarias demuestra que los intermediarios monetarios tal vez no han estado en capacidad de adaptarse a los nuevos procesos financieros y a la formación de patrimonio de las unidades familiares.

Al cumplir una función de transformación de riesgos, el inversionista institucional le economiza al ahorrador la necesidad y los trámites inherentes a buscar él mismo su acreedor, induciendo por lo tanto, un proceso de sustitución de garantía. Por esta causa, un mercado de capitales no puede lograr su grado de madurez y eficiencia si no existen los inversionistas institucionales, transformadores de los recursos a corto plazo por capital de riesgo. En esta manera, el proceso de formas de capital en un sistema económico depende básicamente de la existencia de la intermediación financiera.

2.4. Transformación de plazos

Todo sistema económico se encuentra, prácticamente, ante un antagonismo en lo que a la estructura de plazos se refiere, porque mientras los ahorradores desean, como anotamos anteriormente, el mayor grado de liquidez en sus inversiones, para poder llevar a cabo los planes de inversión, primordialmente cuando se trata de instituciones capital-intensivas u obras de infraestructura por parte del sector público, los inversionistas de tales recursos requieren un plazo más prolongado en su utilización. Además, los períodos de maduración de las inversiones suelen ser más amplios a medida que se intensifica el proceso de desarrollo económico y las naciones pasan de su etapa preindustrial a la de sociedad industrial y de consumo. Por tal motivo, la función de transformación de plazos por parte de los inversionistas institucionales, juega un papel muy importante en cualquier mercado de capitales y sin ella no sería posible llevar a cabo una serie de inversiones prioritarias.

Esta discrepancia de plazos es subsanada principalmente por las instituciones para-monetarias dedicadas a intervenir en el mercado de recursos a largo plazo, o sea, en el verdadero mercado de capitales.

La función de los intermediarios financieros radica en solucionar esta discrepancia entre las diferentes preferencias de liquidez, o sea, de plazos. Naturalmente, todos los intermediarios financieros cumplen en un ciento por ciento todas las funciones enumeradas. Algunos se limitan a una o dos, pero precisamente de allí se desprende la necesidad de que un mercado de capitales cuente con un número su-

ficiente de intermediarios financieros eficientes y capaces de llevar a cabo estas funciones de transformación.

2.5. Función de compensación geográfica

La experiencia en los procesos de urbanización e industrialización nos demuestran que no es posible lograr un desarrollo uniforme y equilibrado dentro del espacio económico de un país o grupo de naciones. Por diferentes circunstancias, siempre se presenta en la práctica la existencia de regiones más desarrolladas frente a otras rezagadas, convirtiéndose este problema en un verdadero círculo vicioso por el hecho de que, casualmente, en las regiones rezagadas es donde menor capacidad de ahorro existe. Por tal motivo, la intermediación financiera ofrece también una función de compensación geográfica o regional, permitiendo así un desarrollo más equilibrado bajo este punto.

2.6. Función de compensación intersectorial

No solamente la intermediación financiera amplía el alcance geográfico del proceso ahorro-inversión, sino que ofrece también la necesaria función de compensación en lo que a los diferentes sectores económicos atañe. Existen numerosos sectores que por avances tecnológicos o cualquier otra causa suelen ser más dinámicos que los restantes, de tal manera que con la función de compensación intersectorial llevada a cabo por los intermediarios financieros, es factible disminuir dicha brecha de desarrollo.

Estas diferencias de productividad se notan muy claramente en lo que a la financiación del sector público se refiere. Prácticamente, sin la intermediación financiera no sería posible una adecuada y suficiente financiación de las necesidades públicas, salvo vía impuestos o inversiones forzosas, razón por la cual el Estado debe ser el mayor interesado en fomentar la sana evolución y desarrollo de los inversionistas institucionales.

2.7. Función de sustitución de activos financieros

Otra de las funciones primordiales que desarrollan los intermediarios financieros en el mercado de capitales, es aquella relacionada con el llamado efecto de sustitución de activos financieros. Al emitir obligaciones, bonos o cualquier otra clase de títulos valores respaldados por su cartera o portafolio de inversiones, los intermediarios financieros cumplen dicha función de sustitución. Se trata de sustituir recursos a largo plazo por títulos a corto plazo, para acomodarlos más exactamente a las preferencias y costumbres de los ahorradores, o sustituir valores de alto riesgo por papeles con un riesgo inferior.

Compaginar estos patrones tan disímiles de comportamiento económico, constituye la función principal de los intermediarios financieros y de los llamados inversionistas institucionales.

3. Importancia económica de los inversionistas institucionales

En la mayoría de los países industriales, como ya anotamos, los inversionistas institucionales han reemplazado paulatinamente a los inversionistas individuales, ofreciendo sus diferentes activos financieros a los ahorradores e interviniendo con los recursos captados a través de ellos, en una forma muy activa y continua en el mercado de capitales.

Así, por ejemplo, de acuerdo con el estudio efectuado por Moyses Glat (4) sobre el perfil de los inversionistas institucionales en los Estados Unidos, la participación de estos en el mercado de capitales se ha incrementado en 114% en la década 1960-70, habiendo registrado los fondos de pensión el mayor incremento medido conforme a su actividad y con un índice de 193% y de 195% respecto a los fondos de pensión estatales y municipales, mientras que los fondos mutuos tuvieron un índice del 180%, las compañías de seguros generales de 95% y las de vida de 73%.

De acuerdo con las estadísticas de Polakoff, en el período 1945-68 se registran las siguientes tasas de crecimiento de las principales instituciones en el mercado estadounidense de capitales:

CUADRO 1

Tasas de crecimiento de los principales activos financieros en Estados Unidos. 1945-68

Activos financieros	%
Bancos hipotecarios	319
Compañías de seguros	289
Bancos comerciales	572
Fondos de pensión públicos y privados.....	2.239
Fondos mutuos	3.954
Producto nacional bruto	303
Medios de pago	96

Fuente: Glat, Moyses, *op. cit.*, pág. 8.

Conforme a dichas estadísticas, el ahorro institucional tiende a aumentar en una forma mucho más celeré que los medios de pago y el producto nacional bruto. Al analizar la intervención de los inversionistas institucionales en el mercado de acciones y de acuerdo con los estudios de Cohen, se registra la siguiente evolución:

CUADRO 2

Exceso de compras sobre venta de acciones 1950-72 por parte de los inversionistas institucionales

(En billones de US\$)

Años	Compras netas de acciones				Exceso de compras inversionistas institucionales /emisiones netas
	Nuevas emisiones de acciones netas	Instituciones financieras	Inversionistas individuales	Inversionistas extranjeros	
1950.....	1,5	1,0	0,5	0,0	-0,5
1952.....	2,4	1,4	1,0	0,0	-1,0
1954.....	1,8	1,6	0,1	0,1	-0,2
1956.....	2,5	1,7	0,5	0,3	-0,8
1958.....	2,1	2,8	-0,6	-0,1	0,7
1960.....	1,7	3,5	-2,0	0,2	1,8
1962.....	0,7	4,2	-3,6	0,1	3,5
1964.....	1,4	3,9	-2,2	-0,3	2,5
1966.....	1,1	5,9	-4,5	-0,3	4,8
1968.....	-0,9	10,0	-12,9	2,0	10,9
1970.....	6,8	11,1	-5,0	0,7	4,3
1972.....	13,8	14,6	-2,7	1,9	0,8

Fuente: Glat, Moyses, *op. cit.*, pág. 16.

De acuerdo con la Bolsa de Nueva York, los inversionistas institucionales mantenían, en 1949, 12,7% del valor bursátil de las acciones registradas, participación que en 1960 llegaba ya a 17,8%, a 26,6% en 1970, para situarse en 29,6% en el año de 1972.

Interesante resulta también el porcentaje de acciones en el portafolio de los inversionistas institucionales, de acuerdo con la siguiente relación elaborada por el sistema de la reserva federal:

CUADRO 3

Porcentaje de acciones en el portafolio de los principales inversionistas institucionales en Estados Unidos. 1952-71

Años	Fondos mutuos	Fondos de pensiones no asegurados	Compañías de seguros	Otras compañías de seguros	Fondos de pensión estatales y municipales
1952.....	84,6	19,2	3,4	22,7	0,8
1953.....	84,9	20,6	3,4	21,3	0,9
1954.....	87,8	22,9	4,0	25,5	1,0
1955.....	88,4	33,3	4,1	27,7	1,2
1956.....	87,2	33,6	3,8	27,8	1,3
1957.....	85,0	32,0	3,5	25,1	1,5
1958.....	88,2	39,5	3,9	29,0	1,8
1959.....	87,7	42,6	4,1	28,7	2,0
1960.....	87,0	43,3	4,3	28,4	2,2
1961.....	88,5	49,4	5,1	31,9	2,7
1962.....	86,2	46,3	4,9	28,7	3,2
1963.....	87,6	50,0	5,2	30,8	3,7
1964.....	88,1	52,4	5,5	32,7	4,2
1965.....	87,6	55,4	5,9	32,9	4,9
1966.....	83,1	52,1	5,4	29,6	5,7
1967.....	87,6	57,1	6,3	31,8	6,7
1968.....	87,5	60,6	7,2	32,6	8,9
1969.....	84,6	60,1	7,2	29,2	11,5
1970.....	83,3	60,7	7,7	26,5	13,8
1971.....	85,6	67,4	9,6	28,4	17,3

Fuente: Glat, Moyses, *op. cit.*, pág. 18.

(4) Ver: Glat, Moyses "Perfil dos Investidores Institucionais nos Estados Unidos", en: Revista Brasileira de Mercado de Capitais, Pág. 5, Vol. Nº 1, Rio de Janeiro, Jan./Abr. 1975.

Igualmente significativa resulta la concentración de acciones de las principales empresas estadounidenses en manos de los inversionistas institucionales, según se desprende del estudio elaborado por Rosemberg (5). En efecto, los inversionistas institucionales tenían los siguientes porcentajes de participación en las principales empresas de los Estados Unidos:

CUADRO 4

Porcentaje de acciones en poder de los inversionistas institucionales de los Estados Unidos

Empresas	%
Trane Company	55,8
Ford Motor Company	54,2
Xerox Corporation	52,8
Gulf Oil Corporation	51,0
Merck & Company	50,9
Houston Lighting & Power	50,7
Ampex Corporation	50,4
Polaroid Corporation	48,3
Avon Products Inc.	47,6
Sears Roebuck & Company	45,3
International Business Machines	43,1
Beckman Instruments	41,8
Eastman Kodak	41,0

Finalmente, la intervención de los inversionistas institucionales en el mercado de capitales trae consigo un efecto favorable en lo que a la rotación de su portafolio se refiere, debido a su permanente deseo de maximizar, en beneficio de su clientela, la rentabilidad, realizando ganancias de capital. De acuerdo con el siguiente cuadro, los guarismos indican la rotación media en días de los inversionistas institucionales.

CUADRO 5

Rotación media de la cartera de acciones en poder de algunos inversionistas institucionales

(En días)

Años	Fondos pensiones privadas no asegurados	Fondos mutuos	Días de seguros de vida	Otras aseguradoras	Promedio	Bolsa de Nueva York
1955.....	11,8	15,9	11,8	—	13,2	19
1960.....	11,1	17,6	10,1	—	12,9	12
1965.....	11,2	21,2	13,6	8,2	14,4	16
1970.....	18,7	42,2	24,9	25,5	27,3	19
1971.....	27,4	52,6	34,2	21,7	35,2	23

Fuente: Fact Book 1971 de la Bolsa de Nueva York.

De lo expuesto en las páginas anteriores podemos deducir, brevemente, los siguientes puntos principales:

En las economías de diversos países, los inversionistas individuales han sido desplazados por los institucionales, registrándose un cambio estructural en los llamados "patrones de inversión" de las economías domésticas.

En los países latinoamericanos, incluida Colombia, no se han analizado aún, a fondo, estas modificaciones o mutaciones estructurales y, por tal razón, la política económica gubernamental no le ha otorgado la importancia requerida a los inversionistas institucionales.

Las preferencias de liquidez, rentabilidad y seguridad varían, en las unidades familiares, de acuerdo con el nivel cultural y de ingresos. Hasta el momento, las políticas latinoamericanas sobre mercados de capital no han tomado en cuenta, a nuestro juicio, las preferencias anotadas y, por lo tanto, no han introducido las diferenciaciones respectivas. A ello se debe que la asociación de capitales, vía sociedad anónima, haya perdido, en términos generales, su dinámica e importancia relativa en el mercado de capitales, produciendo efectos negativos y de concentración de capital.

La seguridad social en Colombia ha sido establecida, generalmente, sobre un circuito cerrado que poco beneficia al mercado de capitales. La experiencia en otros países demuestra claramente que es posible combinar los postulados de seguridad social con los de un mercado de capitales más funcional, eficiente y con mayor capacidad de absorción.

Un mercado de capitales eficiente y dinámico representa una *conditio sine qua non* es posible un desarrollo social y económico más dinámico y equilibrado. Por tal razón, con este trabajo esperamos haber contribuido a escudriñar y detectar algunos aspectos relacionados con la inversión institucional y los mercados financieros.

(5) Ver: Rosemberg, Marvin, "Financial Analysis Journal", Vol. 30 N° 2 Institutional Investors Study, Cap. IX.