



ENSAYOS

sobre política económica

Comentarios a la reforma del sistema financiero

Martha Lee

Revista ESPE, No. 4, Art. 01, Diciembre de 1983
Páginas 15-50



Los derechos de reproducción de este documento son propiedad de la revista *Ensayos Sobre Política Económica* (ESPE). El documento puede ser reproducido libremente para uso académico, siempre y cuando nadie obtenga lucro por este concepto y además cada copia incluya la referencia bibliográfica de ESPE. El(los) autor(es) del documento puede(n) además colocar en su propio website una versión electrónica del documento, siempre y cuando ésta incluya la referencia bibliográfica de ESPE. La reproducción del documento para cualquier otro fin, o su colocación en cualquier otro website, requerirá autorización previa del Editor de ESPE.

COMENTARIOS A LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO *

Martha Lee

INTRODUCCION

La experiencia reciente del sistema financiero colombiano y en particular, la crisis de algunas de sus instituciones en el año 1982, plantearon la urgente necesidad de efectuar una revisión a la estructura actual de sus componentes, con el propósito de corregir los desequilibrios que caracterizaron su evolución durante los últimos años y convertirlo en un mecanismo eficiente para la movilización y asignación de recursos, de acuerdo con los objetivos prioritarios desde el punto de vista macroeconómico.

Dentro de este contexto, la Comisión de Reforma Financiera partiendo de un análisis de los problemas que ha enfrentado el sector y de las necesidades futuras del mismo en cuanto a la urgencia de fortalecerlo, expandirlo y aumentar el grado de competitividad entre sus integrantes, diseñó un anteproyecto de ley orgánica del sistema financiero, cuyos puntos centrales constituyen el objeto de análisis del presente estudio.

El trabajo se ha dividido en tres secciones. En la primera de ellas se exponen los argumentos que justifican la decisión de reforzar el carácter especializado de las instituciones financieras frente a la alternativa de adoptar un esquema de banca múltiple. En la segunda, partiendo de un análisis de la estructura de propiedad de los principales intermediarios del sistema, se estudia la viabilidad del proceso de democratización desde dos puntos de vista: primero, la existencia de recursos para su financiación y segundo, el atractivo que presenta el sector financiero para potenciales inversionistas en el mismo. Para finalizar, la última sección se ocupa del aspecto de capitalización del sistema financiero.

I. ESPECIALIZACION **

Uno de los grandes interrogantes que se presentan cuando se piensa en la organización futura del sistema financiero, es si la estructura institucional existente es compatible con el esquema de banca especializada que ha regido su desarrollo en las últimas décadas, o si, por el contrario, la evolución de la misma refleja la necesidad de adoptar nuevos esquemas, más acordes con sus características actuales.

* La autora agradece los valiosos comentarios de los doctores Francisco Ortega, Helena Villamizar, Armando Montenegro y los miembros del grupo de estudios del Banco de la República.

** Algunos de los planteamientos expuestos en esta sección se extrajeron del trabajo "Propuesta para la organización de las instituciones del sector financiero", documento interno elaborado por la doctora Helena Villamizar.

En efecto, se afirma que el surgimiento de los grupos financieros ha tendido a diluir el principio de especialización ya que las entidades que los conforman ofrecen toda la gama posible de servicios financieros, trabajando bajo una unidad administrativa que les permite obtener ciertas ventajas (diversificación del portafolio, dispersión del riesgo, economías de escala, etc.), que no disfrutaban las instituciones especializadas del sistema. Estas últimas se ven enfrentadas entonces a una competencia desigual, que las haría desaparecer en el largo plazo de no tomarse medidas que fortalezcan su posición en el mercado.

La solución propuesta, que ha tenido relativo éxito en algunos países en desarrollo, es la de adoptar un esquema de banca múltiple o universal, legalizando el funcionamiento de los grupos financieros y promoviendo la fusión de otros intermediarios, bajo el supuesto de que ello aseguraría condiciones más equitativas de competencia, eliminando así la peligrosa tendencia a la atomización del sistema (1).

La escogencia de determinado esquema de organización financiera debe consultar con los objetivos asignados a dicho sector, en términos de su papel en la financiación del proceso de desarrollo económico y, con las características deseadas del mismo, de modo que su implantación no constituya un obstáculo para el logro de las metas establecidas.

De acuerdo con estos criterios, la Comisión de Reforma Financiera ha considerado, que en el caso colombiano, los posibles beneficios que se podrían derivar de la adopción de un sistema de banca múltiple, son ampliamente contrarrestados por las desventajas que ello implica en términos de una menor eficiencia en la canalización de los recursos de ahorro y de los mayores niveles de concentración a los cuales conduce.

Se piensa que, en la etapa actual de desarrollo del sistema financiero colombiano, reafirmar el carácter especializado de sus instituciones constituye el mejor mecanismo para permitirle un crecimiento acorde con las necesidades de la economía, siempre y cuando se garanticen las condiciones de competitividad necesarias para lograr una mayor eficiencia en el funcionamiento de las mismas.

El esquema propuesto por la Comisión de Reforma Financiera contempla la preservación del principio de especialización por actividades y por tipo de financiamiento, y crea mecanismos para regular la concentración del poder económico y fortalecer las entidades del sector, de tal forma que sea posible disfrutar de algunas de las ventajas que generalmente se atribuyen a la banca universal, sin sacrificar los grandes beneficios que la especialización implica para las metas de desarrollo.

(1) Véase en Martínez, Benjamín "Reflexiones sobre el mercado de capitales y algunas ideas para mejorar el sistema financiero", en Estrategia Económica y Financiera N° 47, agosto de 1981.

Los argumentos que sustentan esta decisión se pueden resumir en tres grandes puntos, que serán analizados a continuación, contrastando las características de los dos esquemas de organización financiera. Estos son: a) asignación de recursos; b) concentración y economías de escala; y c) movilización de ahorro.

A. Banca múltiple y banca especializada.

Antes de entrar a discutir la viabilidad del esquema propuesto por la Comisión, consideramos importante definir lo que para efectos del presente documento se entiende por uno u otro sistema de organización financiera.

El concepto de banca múltiple se refiere, como su nombre lo indica, a la agrupación de diversas actividades de captación y colocación de recursos en una misma entidad, la cual se encarga a través de secciones especializadas, de proveer los servicios convencionales de ahorro y crédito a corto y largo plazo, fiduciarios, hipotecarios, etc. En una definición más amplia, dicho término abarca también operaciones en el mercado de acciones y, paralelamente a la actividad crediticia, la posibilidad de desempeñar el papel de inversionista institucional.

Sin embargo, para el caso que nos ocupa, no se va a considerar esta última posibilidad ya que los efectos que ella tendría al generar problemas adicionales de concentración, y crear por consiguiente conflictos de interés entre el manejo bancario y un desarrollo eficiente y seguro del mercado de acciones, la hacen poco viable (2).

En un sistema de banca especializada, en contraposición con el de banca múltiple, los intermediarios están clasificados según el tipo de actividades que desempeñan, dentro de criterios relativamente amplios que concuerdan, por lo general, con los sectores económicos hacia los cuales dirigen su financiación.

No se trata entonces, como en algunos casos se ha tendido a interpretar el concepto de especialización, de la proliferación de entidades para atender cada tipo de operación financiera, sino de la constitución de instituciones con un claro criterio económico de canalización de recursos hacia sectores que se consideran prioritarios para el desarrollo.

Por último, es importante aclarar, que aun cuando existen sistemas de banca múltiple en los cuales la regulación por parte de las autoridades monetarias es prácticamente inexistente (como es el caso de la banca alemana), ello no constituye un factor de diferenciación entre este esquema y el de banca especializada, ya que ambos permiten la intervención del

(2) Véase en Banco Mundial "The Colombian Investment Banking System and Related Financial Sector Issues", mimeo, 1983.

Estado para lograr una mayor eficiencia en la intermediación de recursos. Sin embargo, en los sistemas de banca universal, la regulación tiende a orientarse a garantizar la solidez de los intermediarios financieros, sin intervenir en la orientación funcional de los mismos.

1. Asignación de recursos.

En los países en desarrollo, la existencia de mercados imperfectos, en presencia de sistemas financieros relativamente reducidos, plantea la necesidad de crear mecanismos eficaces de canalización de los recursos de ahorro y de capital hacia aquellos sectores que, dadas sus características, no recibirían financiación adecuada bajo un régimen de libre asignación del crédito. Este constituye entonces uno de los aspectos primordiales por considerar, cuando se escoge entre sistemas financieros alternativos.

En Colombia se acepta, de tiempo atrás, que la agilización en el ritmo de desarrollo económico depende de la escogencia de sectores prioritarios con características específicas en materia de generación de empleo, contribución al sector externo, capacidad de liderazgo en la actividad productiva, etc., hacia los cuales deben fluir los recursos financieros y de capital. Con este criterio, se han definido grandes áreas a ser atendidas por las instituciones especializadas del sistema, de tal forma que se garantice la financiación de actividades de inversión a largo plazo y de otras que, dadas sus condiciones de rentabilidad, riesgo, etc., no serían atendidas satisfactoriamente bajo otras modalidades institucionales.

En efecto, una de las ventajas que se atribuyen al sistema de banca múltiple consiste en la relativa libertad que disfrutaban las instituciones que lo conforman para asignar los recursos de ahorro. La ausencia de regulaciones en este sentido permite, como en el caso de la banca alemana, que dichas entidades ajusten su portafolio de la manera que mejor satisfaga sus intereses. De este modo, existe una gran flexibilidad ante cambios estructurales y cíclicos y las restricciones a la actividad crediticia resultan básicamente de deficiencias en la demanda.

Sin embargo, se ha observado que en las instituciones de banca múltiple tienden a dominar las operaciones de corto plazo (3), fenómeno que se acentúa en presencia de tasas elevadas de inflación. La preferencia de los ahorradores por la liquidez y el riesgo implícito en que incurre el intermediario bajo estas circunstancias, conducen a que se desatiendan las labores de crédito e inversión de largo plazo, con las consecuencias adversas que ello produce en países cuyo desarrollo depende en gran parte de este tipo de recursos.

(3) Banco Mundial, op. cit. 1983.

Adicionalmente, dada la diversidad de funciones que caracteriza los sistemas de banca universal, se presentan en ellos con mayor frecuencia situaciones de "conflictos de interés" respecto a los plazos, sectores, etc., hacia los cuales deben dirigir su financiación, con el agravante de que estos tienden a resolverse, de acuerdo con los dictámenes del mercado y no con los requerimientos de la actividad productiva. Por el contrario, bajo un esquema de banca especializada es poco probable que se presenten dichos conflictos ya que la actividad de los intermediarios está claramente determinada.

Por otra parte, y en aras de un eficiente manejo empresarial, no tienen cabida bajo este sistema operaciones que busquen incentivar determinados sectores de la actividad económica, mediante la fijación de tasas de interés inferiores a la del mercado, ni la obtención de márgenes de intermediación relativamente reducidos para la financiación de actividades prioritarias en términos de interés social y los objetivos mismos del desarrollo. El caso de la banca mexicana constituye un buen ejemplo en este sentido, ya que actividades como la construcción de vivienda, están sujetas a través de las secciones hipotecarias de la multibanca a márgenes de intermediación que superan ampliamente los observados en el caso de nuestra banca especializada (4).

En consecuencia, si se acepta la necesidad de canalizar los recursos de ahorro hacia sectores prioritarios de la economía, es claro que la estructura de banca múltiple no constituye un mecanismo eficaz en este sentido. El principio de especialización por grandes sectores, como se ha aplicado en Colombia, permite un flujo de recursos acorde con los objetivos del desarrollo económico, sin limitar el crecimiento de los intermediarios financieros, ya que el dinamismo de dichos sectores permite un grado de flexibilidad relativamente amplio para sus operaciones.

2. Concentración y economías de escala.

Uno de los principales argumentos a favor de la multibanca consiste en que, a través de dicho sistema, es posible ampliar el tamaño de las instituciones financieras, de tal forma que estas puedan disfrutar de economías de escala en su operación y, por consiguiente, alcanzar mayores grados de eficiencia que los que se presentan bajo el esquema de banca especializada. En efecto, se afirma que en este último, la ampliación necesaria en el tamaño de los intermediarios financieros, para permitir la explotación de economías de escala, podría conducir a graves problemas de concentración, con los efectos adversos que ello tiene para la determi-

(4) Soto, Luis Guillermo, "A propósito de la multibanca", en *Estrategia Económica y Financiera*, N° 29, octubre de 1981.

nación de los precios y la producción. En consecuencia, la elección de un esquema de organización financiera debería tener en cuenta el efecto neto que resulta, en términos de eficiencia en la asignación de recursos, de un aumento en la misma derivado de la presencia de economías de escala y de su posible disminución a causa de mayores niveles de concentración.

En Colombia, estudios recientes han demostrado que los intermedarios de mayor tamaño relativo trabajan con menores costos administrativos y financieros que los hacen más rentables y permiten, por consiguiente, la conformación de instituciones con mayor solidez (5). Dentro de este contexto, uno de los objetivos de la reforma financiera es el de fortalecer las entidades del sector, de tal forma que se logren niveles elevados de competitividad y se elimine la fuente potencial de inestabilidad que representa la proliferación de entidades relativamente reducidas.

Sin embargo, se ha considerado que la legalización de los grupos financieros bajo un esquema de banca múltiple no resulta un mecanismo adecuado para lograr dicho propósito. Ello obedece básicamente a dos razones:

1) La experiencia reciente ha demostrado que la presencia de grupos mixtos se ha traducido en una concentración del poder económico, la cual se ha manifestado en la desviación de volúmenes importantes de recursos de ahorro hacia fines especulativos y de apoderamiento. En consecuencia, la eficiencia de un esquema de banca múltiple, dependería en gran parte de la presencia de instrumentos de control que permitan asegurar que estos recursos fluyan hacia las actividades a las cuales están destinados. En las circunstancias actuales, en que no existe un control adecuado sobre las operaciones de los grupos financieros dada la escasez de información respecto a las mismas, es difícil asegurar el cumplimiento de estos objetivos y, por consiguiente, desplazarse hacia un sistema de banca múltiple agravaría los problemas de concentración citados con anterioridad.

En este sentido, es importante recordar que en países como México, que adoptó el sistema de banca universal durante la década pasada, el reconocimiento de los grupos financieros y la exigencia de información consolidada y responsabilidad compartida a los mismos, no se realizó en forma simultánea con la implantación de dicho sistema, sino, por el contrario, la precedió con varios años de anticipación (6).

(5) Bernal, Olver y Herrera, Santiago, "Producción, costos y economías de escala en el sistema bancario colombiano", en *Ensayos sobre Política Económica*, abril 1983. N° 3.

(6) El reconocimiento de los grupos financieros se hizo en forma legal en 1970, mientras que el sistema de banca múltiple se adoptó oficialmente en 1976. Véase en Devis Morales Eduardo, "Sistema bancario mexicano", Bogotá, 1981, mimeo.

2) Por otra parte y, como consecuencia de la tendencia a la piramidación del capital, no es claro que el reunir bajo un mismo techo las entidades que conforman un grupo financiero, permita fortalecer el patrimonio global del sistema ni estimular por consiguiente, una mayor competitividad en el mismo. En efecto, dada la posibilidad que tiene un grupo, de expandir su capacidad de adquirir pasivos, invirtiendo aquellos generados en una entidad en el capital de otro de sus componentes y así sucesivamente, si se suma en un momento dado el patrimonio global del mismo, este resulta inferior a lo que indican las cifras contables.

Por consiguiente, considerando el riesgo potencial que implica la adopción del sistema de banca múltiple, la Comisión de Reforma Financiera ha diseñado mecanismos que permiten el fortalecimiento individual de las instituciones especializadas del sistema, bajo un claro objetivo de fragmentación del poder económico.

El esquema propuesto, al preservar el principio de especialización por sectores relativamente amplios y por lo general bastante dinámicos, permite a las instituciones operar en segmentos del mercado suficientemente grandes, para que estas puedan obtener rendimientos crecientes, dado el volumen total de sus operaciones.

La diferenciación del producto ofrecido por los diversos intermediarios permite asimismo aprovechar las ventajas derivadas de las economías de especialización. En efecto, dado que las condiciones para la financiación de proyectos varían de acuerdo con el sector económico en cuestión, se requieren técnicos altamente especializados para satisfacer adecuadamente las necesidades de los mismos. La existencia de entidades encargadas de proveer los recursos de ahorro a sectores específicos de la economía, garantiza un mejor aprovechamiento de los recursos humanos de elevada capacitación, permitiendo la obtención de menores costos relativos en aspectos tales como la evaluación y promoción de proyectos y en el manejo de la información.

3. Movilización de ahorro.

El principio de especialización se ha aplicado en el sistema financiero colombiano a las operaciones activas de los intermediarios, tratando, en lo que se refiere a sus pasivos, de homogeneizar los instrumentos de captación de tal forma que no se produzca una segmentación en el mercado del ahorro.

Si se analizan los factores que condujeron, en el caso mexicano, a la implantación de un sistema de banca múltiple, se observa que la excesiva especialización en el mercado del ahorro, donde cada intermediario solo

podía captar a través de determinados instrumentos de acuerdo con su tipo de actividad, tuvo un papel preponderante. En efecto, frente a las limitaciones que implicaba la segmentación en el mercado de recursos, se fueron integrando diversos grupos económicos formados por varias instituciones de crédito, cuya reglamentación constituyó un primer paso hacia la creación del sistema de banca universal. Sin embargo, y como se anota en un estudio al respecto (7), tal medida no contribuyó a la integración del mercado y, por el contrario, trajo consecuencias adversas para su estabilidad al propiciar un proceso de "piramidación de capital".

La especialización en el mercado del ahorro limita el crecimiento de los intermediarios financieros e implica riesgos adicionales para su funcionamiento ante la eventualidad de traslados masivos de fondos hacia instituciones o activos que resulten, en un momento dado, sustitutos de mayor atractivo para los ahorradores. En consecuencia, el garantizar un grado elevado de competitividad en la captación de los recursos, constituye un requerimiento indispensable para permitir el adecuado desenvolvimiento de las instituciones especializadas del sistema. Adicionalmente, en la medida en que contribuye a la expansión y estabilidad de las mismas, sienta las bases para la organización y fortalecimiento del mercado de capitales.

Es claro, sin embargo, que la formación de capitales no depende exclusivamente de la evolución del sector financiero. Además de los factores institucionales, las condiciones de la economía y, en esencia, los problemas derivados de la presencia de tasas elevadas de inflación, tienen una incidencia negativa sobre dicho proceso. Por consiguiente, mientras se logran los requisitos para el desarrollo de un mercado de capitales, le corresponde a las instituciones del sector, garantizar la financiación de actividades que, por sus características, requieran recursos con plazos relativamente amplios. Esto nos lleva a analizar las posibilidades que existen bajo un esquema de banca especializada, para transformar los plazos de captación y colocación de los recursos.

Los estudios a este respecto (8) afirman, que la principal limitación para la transformación de términos en un sistema especializado, consiste en la concepción de que, en aras de un "sano" manejo financiero, los recursos captados a corto, mediano o largo plazo solo pueden usarse para realizar operaciones crediticias dentro de cada uno de estos términos. Esta,

(7) Devis, E. op. cit., 1981.

(8) Khatkhate R. Deena y Riechel, Klaus-Walter "Multipurpose Banking: It's Nature, Scope, and Relevance for less Developed Countries" *Staff Papers*. Vol. 27, N° 3, septiembre 1980.

que ha tendido a denominarse la "regla de oro del manejo bancario", contrasta con la teoría en que se basan los sistemas de banca múltiple (teoría del sedimento), en la cual, bajo el supuesto de que un crecimiento estable de los depósitos garantiza la permanencia de cierto porcentaje de recursos en las instituciones financieras, es posible transformar pasivos de corto plazo en créditos de mediano y largo plazo sin grandes riesgos de iliquidez para las mismas.

En Colombia, la experiencia de las corporaciones de ahorro y vivienda ha demostrado que existe una amplia posibilidad de utilizar recursos captados en el mercado monetario, para la financiación de proyectos que, como la construcción de vivienda requieren plazos relativamente amplios. Adicionalmente, estudios recientes han comprobado que dicho sistema no contiene elementos endógenos que puedan conducir a desestabilizarlo (9). Por consiguiente, en la medida en que se diseñen mecanismos que permitan transformar en forma eficiente los plazos de captación y colocación, será posible eliminar las restricciones a las que se han visto enfrentadas algunas entidades que, como las corporaciones financieras están especializadas en actividades de inversión y en la colocación de créditos de largo plazo. La búsqueda de una mayor flexibilidad en las tasas de interés constituye un buen esfuerzo en este sentido ya que la presencia de tasas fijas es uno de los factores que ha limitado la especialización activa de estos intermediarios.

En consecuencia, en lo que se refiere a la captación de recursos, la competencia entre intermediarios financieros y la aplicación de la experiencia recogida en cuanto a mecanismos estables de transformación de términos a otras instituciones del sistema, permiten lograr en un esquema de banca especializada las características de estabilidad y flexibilidad que usualmente se atribuyen a la banca múltiple.

En síntesis, se puede afirmar que aun cuando el esquema de banca múltiple presenta ciertas ventajas, derivadas básicamente de la posibilidad de obtener economías de escala y de la flexibilidad con que se pueden adaptar sus instituciones a las condiciones cambiantes del mercado, los mecanismos propuestos por la Comisión de Reforma Financiera permitirán el logro de las mismas en el contexto de una banca especializada que canalice los recursos de ahorro de acuerdo con las necesidades y prioridades del desarrollo.

(9) Véase en Servicios de Información Ltda. y Econometría Ltda. "El sistema colombiano de ahorro y vivienda", diciembre 1982.

II. DEMOCRATIZACION

La autorización de inversiones cruzadas entre los diversos intermediarios que componen el sistema financiero colombiano, así como la ausencia de controles respecto a los montos máximos de participación que tanto las personas naturales como jurídicas pueden poseer en el capital de los mismos, han permitido que se genere un proceso de concentración de la propiedad en dicho sector, cuyos efectos habrían de manifestarse en la crisis del sistema en 1982.

La desviación de volúmenes importantes de recursos de ahorro hacia fines especulativos y de apoderación, la tendencia a la piramidación del capital y en fin, la lucha por obtener ganancias extraordinarias a partir de una concentración del poder económico, crearon serios desequilibrios al interior del sistema, que aumentaron su fragilidad, haciéndolo más vulnerable a los efectos derivados de la fase descendente del ciclo económico.

Dentro de este contexto, y de acuerdo con los parámetros establecidos en el Decreto 3153 de 1982 para la reestructuración del sistema financiero, uno de los objetivos fundamentales del esquema de organización propuesto por la Comisión, es el de lograr una desconcentración de la propiedad accionaria en dicho sector, que permita un fortalecimiento de las entidades y asegure, simultáneamente, una mayor estabilidad y un incremento en la efectividad de los instrumentos de control.

En este orden de ideas, el presente capítulo pretende, a partir de un análisis de la estructura de propiedad de las instituciones financieras, exponer algunas de las razones que justifican el proceso de democratización, así como la viabilidad de las medidas propuestas para implementarlo.

El Capítulo se ha dividido en tres secciones: en la primera de ellas se estudia la composición de la propiedad accionaria del sector financiero desde dos puntos de vista: primero, analizando su distribución entre empresas de este y otros sectores de la economía y, segundo, tratando de identificar a partir de esta información, la participación de los grupos financieros (10). En la segunda sección, partiendo de un breve análisis de las implicaciones que ha tenido esta estructura de propiedad sobre la estabilidad del sistema, se exponen las medidas propuestas por la Comisión para corregir los desequilibrios generados por la concentración del capital accionario en el sector. Por último, la tercera sección se ocupa de

(10) Aun cuando existen estudios que analizan, usualmente a nivel individual, la propiedad de algunas entidades del sistema financiero, no se ha realizado hasta el momento un análisis global de la composición de la propiedad accionaria en el sector. La primera sección de este capítulo constituye un esfuerzo en esta dirección.

analizar la viabilidad de estas medidas, tanto desde el punto de vista de la existencia de recursos para financiar el proceso de democratización, como del atractivo que presenta el sector financiero para los potenciales inversionistas en el mismo.

A. Propiedad del capital de los intermediarios financieros.

El análisis de propiedad se va a efectuar desde dos puntos de vista: primero, identificando el porcentaje de acciones de cada tipo de intermediario que pertenece a diversas empresas tanto del sector financiero como del sector real de la economía y segundo, tratando de determinar a partir de esta información los porcentajes de participación de los grupos financieros. Para ello se ha utilizado una muestra que comprende los principales accionistas de 54 instituciones del sistema, las cuales representan el 78% del capital pagado y reserva legal del mismo (11).

A nivel general se observa una mayor concentración de la propiedad de los intermediarios financieros en manos de entidades de este mismo sector, las cuales, a través de la realización de inversiones cruzadas, alcanzan una participación del 23% en el capital total del mismo. (Ver Cuadro 1).

Las empresas del sector real de la economía constituyen el segundo accionista en importancia con un porcentaje del 18.6%, mientras que las compañías de inversión, otros accionistas (por lo general personas naturales) y el capital extranjero participan con el 15.7%, 8.8% y 6.4% respectivamente.

La propiedad de los bancos comerciales se concentra en empresas del sector real, industriales, comerciales, constructoras, etc., en un porcentaje del 22.2%, y en las compañías de inversión (18.8%), las cuales por lo general están directamente vinculadas con las primeras, ya que constituyen el canal a través del cual se colocan los recursos provenientes de las mismas y, en particular, de los grupos financieros a los cuales pertenecen. Con menores porcentajes participan las compañías de seguros (3.1%), capitalización (2.0%) y las sociedades administradoras de inversión y fondos mutuos (1.2%).

Los bancos están autorizados para invertir hasta un 10% de su capital pagado y reserva legal en las corporaciones financieras y las corporaciones de ahorro y vivienda, sin exceder el 50% de las acciones en circulación de las primeras y el 30% de las segundas. Constituyen por consiguiente los principales accionistas de dichas entidades, como lo reflejan participaciones del 38.1% y 41.5% respectivamente, en el capital de las mismas.

(11) La información para realizar este análisis proviene de: Escobar, C. "Distribución de la propiedad accionaria en el sector financiero" Superintendencia Bancaria 1983, y de la Comisión Nacional de Valores.

CUADRO 1

Propiedad del capital de los intermediarios financieros*
(Distribución porcentual)

	Participación extranjera	Sistema bancario	Corporaciones financieras	CFC	Leasing	Seguros	Capitalización	Sociedades Administradoras de inversión	Compañías de inversión	Sector real	Otros	% capital conocido	CM/CT (1)
Bancos	11.1			0.2	3.1	2.0	2.0	1.2	18.8	22.2	8.7	67.3	86.2
Corporaciones financieras	0.4	38.1		0.3	2.0	3.0	0.4	0.4	8.8	12.6	10.1	75.7	73.0
Corporaciones de ahorro y vivienda		41.5	5.1		4.1	0.9	2.6	3.6	11.0			80.1	90.8
Compañías de financiamiento comercial	0.1			1.4	11.8	16.4	0.8	28.1	20.1		3.5	82.2	53.0
Total	6.4	13.3	0.6	0.3	3.9	3.5	1.2	15.7	18.6		8.8	72.2	78.6

(*) Porcentajes de participación según el capital pagado y reserva legal de los diversos intermediarios.

(1) Capital de la muestra sobre capital total de cada tipo de intermediario.

Fuente: Superintendencia Bancaria y Comisión Nacional de Valores.

Aun cuando en general se respetan los topes de inversión establecidos, se presentan casos como los de las cajas de ahorro que, a pesar de estar clasificadas como "bancos" en el directorio de la Superintendencia Bancaria, poseen hasta el 100% de las acciones de estos tipos de intermediarios (12). Adicionalmente, dado que no existe un límite para la realización de inversiones simultáneas, existen propietarios comunes que participan con porcentajes mayoritarios en el capital de estas entidades.

En las corporaciones de ahorro y vivienda no se registra inversión extranjera, mientras en las financieras su importancia es reducida, alcanzando un nivel del 0.4%. En cuanto a otros propietarios, se destacan las empresas del sector real con una importancia relativa del 12.6% en las primeras y del 11.0% en las segundas y las compañías de inversión que poseen el 8.8% del capital de las corporaciones financieras.

La participación de los inversionistas institucionales no es muy significativa en estas entidades, aun cuando en ocasiones, a través de filiales de los mismos, se controlan porcentajes cercanos al 50% de sus acciones.

La estructura de propiedad de las compañías de financiamiento comercial se asemeja a la de los bancos comerciales, con una participación mayoritaria de empresas del sector real y compañías de inversión, aun cuando en este caso aumenta la importancia de las compañías de seguros y capitalización. Los demás intermediarios a excepción de las empresas de **leasing** y **factoring** no están autorizados a participar en el capital de estas instituciones.

Por último, y aun cuando no fue posible conseguir información desagregada para las compañías de arrendamiento financiero y compra de cartera, se observa que el capital pagado de las primeras pertenece en porcentajes similares a las corporaciones financieras y sociedades de capitalización e inversión, mientras que el 80.2% del capital de las segundas se encuentra en manos de otras empresas. (Ver Cuadro 2).

A partir de la información que hemos analizado, es posible identificar cómo se configura el proceso de piramidación del capital, y, por consiguiente cómo tienden a conformarse los grupos financieros. En el Cuadro 3, se presenta un esquema de la dirección en que se realizan las inversiones en el sector financiero (13).

(12) Steiner, R. y Correa P. "Estructura de propiedad, rentabilidad, operaciones activas y operaciones pasivas de las corporaciones de ahorro y vivienda". Versión preliminar. Departamento de Investigaciones Económicas. Banco de la República. 1983.

(13) Se han omitido los porcentajes menos significativos para obtener mayor claridad.

CUADRO 2

Propiedad del capital de las compañías

Leasing y Factoring (*)

(Distribución porcentual)

	Corporaciones financieras	Sociedades de capitalización, inversión y fondos mutuos	Compañías de seguros	Sociedades constructoras	Pers-nas naturales	Otras sociedades	Leasing	Total
Leasing	28.2	26.7	6.7	4.8	12.6	21.0		100%
Factoring		12.5	1.1		0.8	80.2	5.4	100%

(*) Participación según capital pagado.

Fuente: Clavijo, Sergio. "Compañías de Leasing y Factoring", versión preliminar. Departamento de Investigaciones Económicas. Banco de la República.

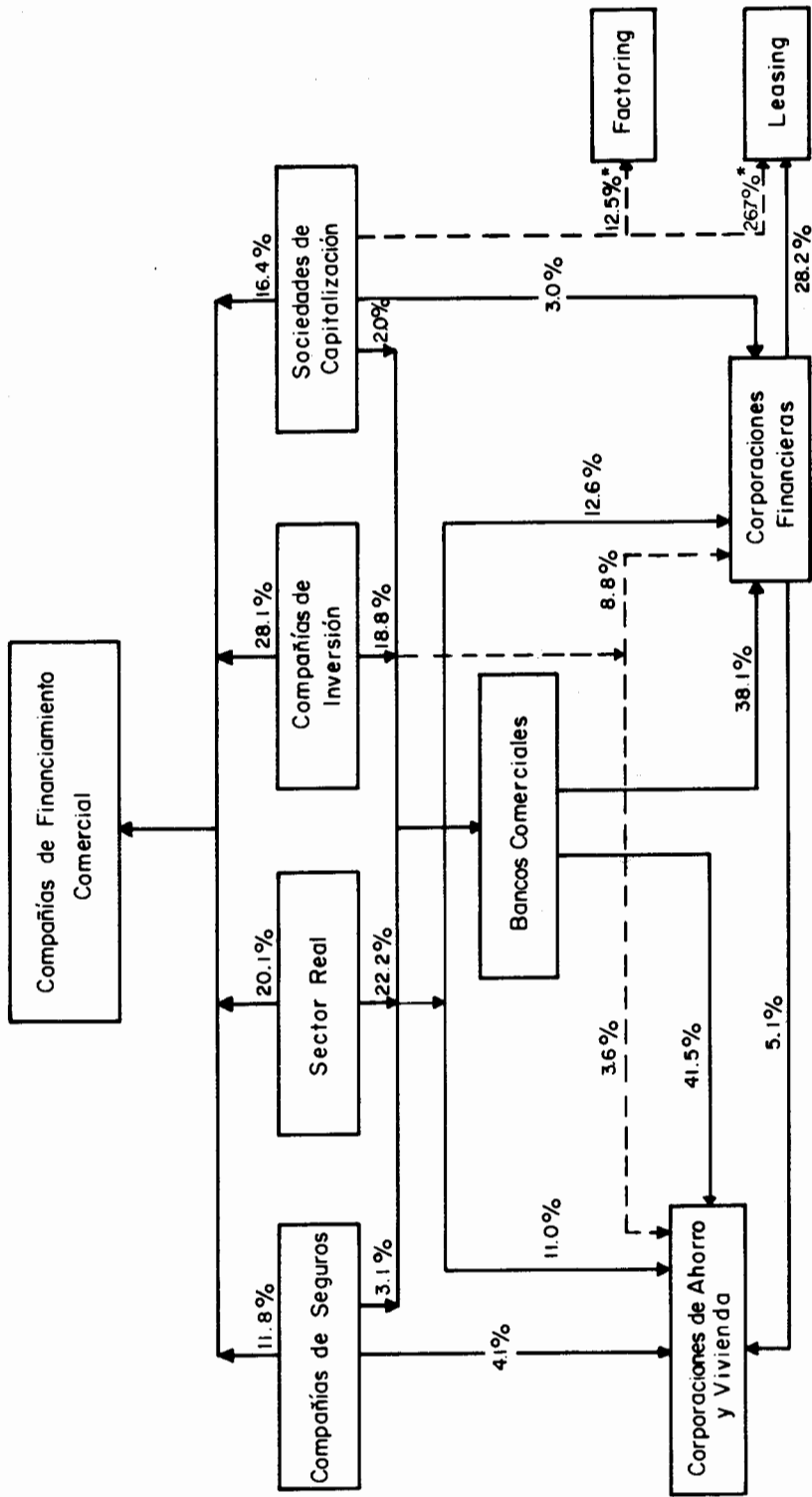
Según este esquema, existen tres tipos de entidades que podrían actuar como sociedades "holding" en dicho sector, dado que participan en el capital de los principales intermediarios del mismo (14). Estas son: los inversionistas institucionales (administradoras de inversión y fondos mutuos, compañías de seguros y capitalización), las compañías de inversión y las empresas del sector real de la economía. Estas canalizan los recursos de los grupos hacia los bancos y compañías de financiamiento comercial y con menor importancia hacia las corporaciones financieras y corporaciones de ahorro y vivienda. Luego, a través del sistema bancario se extiende el control hacia estas últimas y finalmente, se cierra este ciclo con la participación de las Corporaciones Financieras en las compañías de leasing.

Este proceso ha conducido a una concentración de la propiedad en manos de los grupos financieros, los cuales controlan en conjunto, aproximadamente un 60% del capital total del sistema. En el Cuadro 4, se han tratado de identificar los porcentajes de participación de los mismos en cada tipo de intermediario y en el total del sector. Estos datos constituyen tan solo una aproximación, ya que en algunos casos es difícil establecer los vínculos entre las diversas empresas y los conglomerados (15). Sin embargo, evidencian el grado de concentración al que ha conducido la ausencia de un control adecuado sobre la distribución de la propiedad accionaria en el sistema.

(14) Es necesario anotar que el concepto de "holding" se utiliza aquí como una aproximación ya que esta estructura de organización no está definida en la legislación financiera colombiana. En general se entiende por firma "holding" aquella sociedad que controla las actividades de otra u otras mediante la adquisición de todas o parte de sus acciones.

(15) En todo caso, es mayor la probabilidad de una subestimación de los porcentajes que de una sobreestimación de los mismos.

DIRECCION DE LAS INVERSIONES EN EL SECTOR FINANCIERO



* Incluye sociedades de capitalización, inversión y fondos mutuos.

Grupos financieros
Participación porcentual en el capital del sistema

	Santo Domingo	Grancolombiano	Suramericano	Sarmiento	Bogotá	Valle	Colpatria	Cafetero	Social	Tequendama	Total
Bancos	5.9	13.0	4.0	10.4	11.4	4.6	1.5	1.4		0.6	52.8
Corporaciones financieras	8.7	26.8	5.8	3.3	6.7	1.9	0.2	8.1	5.2		66.7
Corporaciones de ahorro y vivienda		7.1		11.1	11.1		4.2	10.1	10.6		54.2
Compañías de financiamiento comercial ...	7.9	17.1	0.7		30.9	1.8	7.7			0.8	68.6
% del total	6.0	15.6	3.6	7.9	12.3	3.2	2.2	3.7	2.4	0.4	57.5

Fuente: Superintendencia Bancaria, Comisión Nacional de Valores y cálculos propios.

De las 54 instituciones incluidas en la muestra 28 pertenecen en más de un 50% de sus acciones a los grupos financieros. Por tipos de entidades, esta situación se presenta en el 47% de los bancos comerciales, el 43% de las corporaciones financieras y el 50% de las corporaciones de ahorro y vivienda y compañías de financiamiento comercial.

Por último, y aun cuando la información pertinente no se presenta en esta sección, es importante aclarar que el concepto de grupo financiero (16) no es estrictamente aplicable al tipo de conglomerados que controlan el capital de los intermediarios. En efecto existen estudios bastante detallados (17) en los cuales se demuestra cómo cada uno de los grupos aquí analizados, posee participación en el capital de empresas pertenecientes a diversos sectores de la economía. En consecuencia, dicho concepto se refiere por lo general a grupos mixtos, cuya existencia ha generado grandes desequilibrios al interior del sistema financiero.

B. Medidas sobre democratización.

Los datos presentados en la sección anterior evidencian el grado que ha alcanzado la concentración de la propiedad en el sector financiero. Aun cuando en contadas ocasiones el control de las empresas se encuentra en entidades ajenas a los grupos financieros (tal es el caso de algunos bancos en los cuales participa en forma mayoritaria el capital extranjero), por lo general la concentración de la propiedad, está basada en la existencia de estos conglomerados.

La experiencia reciente ha demostrado que la presencia de grupos mixtos ha sido enormemente perjudicial en términos de la estabilidad del sistema financiero.

La concentración del capital accionario a través de la configuración de conglomerados económicos, ha generado efectos desestabilizadores por lo menos a tres niveles: por una parte, ha obstaculizado el proceso de capitalización de las entidades financieras ya que los propietarios, en aras

(16) El grupo financiero se define como "la fusión de varios intermediarios financieros bajo un cuerpo central de decisión y con el objeto de canalizar los recursos de tales intermediarios hacia la actividad productiva u otras actividades de tal modo que se privilegien los intereses del grupo como tal". Vaca C. M. y Calderón A., "La toma de posesión de las entidades financieras sometidas al control de la Superintendencia Bancaria", Tesis de grado. Facultad de Derecho. Universidad de los Andes. 1982.

(17) Colmenares J. "Los verdaderos dueños del país". Editorial Suramericana, 1977.

de conservar el control de las mismas han desestimulado su financiación vía emisión de acciones, desplazándose hacia formas alternas de incrementar su patrimonio (18).

La posibilidad de obtener rentas diferenciales a través del control de las instituciones financieras, ha desestimulado la acumulación interna, ya que la participación de nuevos propietarios conduciría a una disminución de los beneficios recibidos por los grupos dominantes. La actuación de los conglomerados económicos, ha contribuido a mantener deprimidos el precio y la rentabilidad de las acciones, minimizando el costo de los recursos de capital para facilitar su expansión y propiciando la pugna por el control de las empresas.

Por otra parte, la expansión de los conglomerados a través del proceso de piramidación del capital ha conducido a una disminución en la solidez del sistema financiero. Como se mencionaba en capítulos anteriores, la piramidación del capital permite que una misma unidad de inversión aparezca en la contabilidad de varios intermediarios, existiendo un respaldo efectivo solo para las acreencias de uno de los mismos. En consecuencia, el conjunto del sistema está respaldado por una base patrimonial inferior a lo que indican las cifras contables. El efecto desestabilizador de este mecanismo es claro, ya que permite a los grupos incrementar sus captaciones sobre una base inferior a la determinada por la ley. Como se observa en la información presentada con anterioridad, la piramidación puede haber alcanzado magnitudes elevadas, ya que a través de la realización de inversiones cruzadas entre los diversos intermediarios, aproximadamente un 23% del capital total del sistema, pertenece a entidades de este mismo sector.

Por último, la inserción de las entidades financieras en grupos de empresas dedicadas a la industria manufacturera u otras actividades, ha subordinado el papel de las mismas a fines distintos de los propios. Desde el punto de vista de sus propietarios y administradores, resulta viable, en términos de una eficiente administración privada de negocios, utilizar los recursos captados para fortalecer y ampliar su poder económico. Las prácticas de autopréstamos en algunas entidades, la concentración del crédito y, en fin, la falta de ortodoxia en innumerables administradores de las instituciones financieras, crearon serios desequilibrios al interior de las mismas, que habrían de traducirse en la crisis del sistema, una vez se hicieron evidentes los efectos del descenso en la actividad productiva.

(18) Una discusión de este aspecto para el caso colombiano se encuentra en: Restrepo J. C., Serna J. G., y Rosas M. G. "Inflación, financiamiento y capitalización empresarial", Comisión Nacional de Valores, julio de 1983.

La Comisión de Reforma Financiera, considerando los desequilibrios que ha generado la concentración de la propiedad en el sistema y, partiendo de las necesidades futuras del mismo en cuanto a la urgencia de fortalecerlo, expandirlo y aumentar el grado de competitividad entre sus componentes, propuso un conjunto de medidas tendientes a desconcentrar el capital accionario de los mismos y agilizar las labores de control y vigilancia en lo que a este aspecto se refiere, por parte de las entidades encargadas de ejecutarlas. Dichas medidas se pueden reunir en tres grandes grupos: primero, aquellas que buscan regular la propiedad individual de las entidades financieras; segundo aquellas encaminadas a controlar a los inversionistas simultáneos en dicho sector y, por último, normas que definen la naturaleza de los grupos financieros y establecen responsabilidades para este tipo de organización.

A nivel individual, el anteproyecto de ley orgánica del sistema financiero amplía las normas contenidas en el Decreto 3227 de 1983, para regir el proceso de democratización. Conservando el principio de que ninguna persona podrá poseer en un plazo determinado, más del 20% del total de acciones en circulación de las entidades sometidas al control y vigilancia de la Superintendencia Bancaria, incluye un nuevo concepto, el de "beneficiario real", con el propósito de evitar que a través de terceras personas se concentre el control de las instituciones del sistema.

Se presume que existe "identidad de beneficiario real" en el caso de acciones cuyos propietarios sean cónyuges o parientes, tratándose de personas naturales o respecto a las personas jurídicas, cuando se trate de sociedades matrices o subordinadas. Adicionalmente, cuando cualquiera de ellas participe en alguna forma de asociación, de acuerdo con porcentajes establecidos según el tipo de sociedad a la cual se hallen vinculadas.

Por último, la sola existencia de intereses económicos comunes, conduce a considerar diversos propietarios como un único individuo, el cual debe acogerse al proceso de democratización.

Se excluyen de este proceso las participaciones oficiales al igual que las acciones que posean las compañías de seguros, reaseguros y capitalización en otras del mismo género, siempre y cuando la sociedad matriz cumpla las normas sobre desconcentración de las que trata la ley.

Inicialmente, se incluían dentro de estas excepciones, las participaciones de inversionistas extranjeros en la propiedad de los intermediarios del país. Sin embargo, considerando que esta medida constituía una discriminación en contra del capital nacional, ya que el tope establecido para los inversionistas individuales era de un 20% de las acciones en circula-

ción de la entidad en cuestión, mientras se permitía hasta un 49% de las mismas en manos de extranjeros, se optó por obligar a estos últimos a acogerse al proceso de democratización.

Las medidas mencionadas permitirán evitar en el futuro la concentración de la propiedad de las instituciones financieras en manos de uno o varios individuos o entidades, desestimulando así, en conjunto con las normas que regulan a los inversionistas simultáneos en dicho sector, la tendencia a la conglomeración en el mismo.

En lo que respecta a los inversionistas simultáneos en el sector financiero (aquellas personas que participen en el capital de dos o más entidades del sistema siempre y cuando en alguna de ellas posean el 5% o más del total de acciones en circulación), se proponen normas que establecen ciertas responsabilidades frente a las operaciones de las empresas involucradas.

En efecto, dado el papel que ellos ejercen como vínculo entre dos o más instituciones, y, con el propósito de desestimar la excesiva conglomeración en el sector, dichas personas deberán responder hasta con el doble del valor de su aporte suscrito por los resultados de las operaciones sociales emprendidas por cualquiera de las instituciones financieras respectivas.

El punto de mayor interés en lo que se refiere a la regulación de la propiedad, lo constituyen los mecanismos diseñados para controlar los grupos financieros.

Aun cuando en el anteproyecto no se hace referencia explícita a dichos conglomerados, las normas propuestas contemplan su existencia bajo normas estrictas de funcionamiento.

La conformación de los mismos no podrá basarse en el futuro en la realización de inversiones cruzadas entre los diversos intermediarios, sino en la existencia de inversionistas simultáneos que actuarán como una especie de sociedad "holding" con participación mayoritaria en las entidades involucradas. Cuando dos o más individuos (entendiendo por tales las personas naturales o jurídicas) posean el 30% o más de las acciones en circulación de varias instituciones del sistema y, adicionalmente (19)

(19) Aun cuando el artículo que define las instituciones económicamente vinculadas no es claro en cuanto a la necesidad de que se cumplan estos dos requisitos para definir las como tales, es lógico suponer que estos no pueden ser excluyentes ya que la responsabilidad solidaria está establecida sobre los inversionistas simultáneos. Por consiguiente si la sola prestación de servicios entre dos o más instituciones del sistema es suficiente para declararlas económicamente vinculadas, no existiría responsabilidad solidaria de sus propietarios.

cuando se presten entre ellas servicios mutuos y reiterados por los cuales no se paguen remuneraciones que cubran el costo de producción más una ganancia razonable y, en general, cuando ocurran circunstancias análogas o semejantes, se considera que estas entidades son económicamente vinculadas.

En tal caso, los inversionistas simultáneos deberán responder ilimitadamente, con el total de sus bienes embargables actuales y futuros, de presentarse circunstancias en las cuales cualquiera de las sociedades se encuentre imposibilitada para atender sus obligaciones con terceros.

Por otra parte, las "instituciones económicamente vinculadas" están obligadas a presentar balances consolidados y, para efectos de topes individuales de crédito a favor de sus accionistas, se consideran como una misma entidad.

En esta forma, se eliminan los problemas presentados por la pirimidación del capital y la ausencia de control sobre las actuaciones de los conglomerados económicos. Adicionalmente, se establece el principio de responsabilidad compartida cuya ausencia permitía a estos conglomerados actuar con una unidad administrativa, desdibujando sus actuaciones en el momento de enfrentar responsabilidades con terceros.

Sin embargo, vale la pena cuestionar si una vez finalizado el proceso de democratización no será posible que se generen situaciones de concentración similares a las experimentadas hasta el momento. Ello básicamente por dos razones: primero, porque no existe un tope para la participación de los inversionistas simultáneos en las entidades financieras; de modo que dos o más instituciones en las cuales estos superen el porcentaje establecido del 30% pueden anunciarse públicamente como integrantes de una misma organización comercial (o grupo financiero). Segundo, aun cuando se supone que los inversionistas simultáneos en instituciones económicamente vinculadas, no tienen intereses comunes distintos a la buena marcha de las mismas, el interés mismo por la evolución de sus negocios implica cierta concentración del poder decisivo en manos de individuos que pueden controlar porcentajes elevados de su capital.

Se espera que las responsabilidades establecidas a los accionistas desestimulen tanto la tendencia a la conglomeración, como a desviar el ahorro privado hacia fines ajenos a los permitidos. "No habrá muchas personas dispuestas a someter todas las propiedades al riesgo de los vaivenes de una operación financiera, y mucho menos a constituir las garantías adecuadas a juicio del Superintendente para responder en firme por esa

obligación" (20). Adicionalmente, está en manos de este último, la posibilidad de establecer los vínculos que, en un momento dado, pueden amenazar la estabilidad de las instituciones involucradas y por tanto de la totalidad del sistema financiero.

C. Viabilidad del proceso de democratización.

Una vez analizadas las normas sobre desconcentración, es importante determinar qué tan viable resulta su aplicación, básicamente desde dos puntos de vista: primero, el costo de este proceso y la existencia de recursos para su financiación y segundo, las condiciones actuales del mercado accionario y específicamente, las posibilidades de rentabilidad que brinda el sector financiero a sus potenciales inversionistas.

El anteproyecto de ley orgánica del sistema financiero establece un plazo máximo de diez años para completar las dos fases del proceso de democratización: desmonte de inversiones cruzadas y reducción de los porcentajes de participación en el capital de las entidades del sector.

De acuerdo con las regulaciones propuestas, se procedió a establecer, con base en los datos analizados en secciones anteriores, el monto aproximado de acciones que cada una de las instituciones consideradas en la muestra debe colocar en el mercado en el plazo establecido por la Comisión (21).

El criterio a utilizar para determinar el precio de venta de estas acciones, corresponde al establecido en el artículo 12 del Decreto 2920 de 1982. Para aquellas inscritas en Bolsa, se utiliza el promedio diario del último año o del año anterior a la fecha en que a juicio del presidente de la Comisión Nacional de Valores, se hayan realizado operaciones de especulación o búsqueda de control a precios distintos de los normales. Para las acciones no inscritas en Bolsa, el precio se determina de acuerdo con su valor intrínseco según el último balance aprobado por la Superintendencia Bancaria.

Siguiendo este procedimiento se obtuvo el costo aproximado del proceso de democratización para cada tipo de intermediario y para el total de las entidades que componen la muestra objeto de nuestro análisis. Al igual que en el estudio de la propiedad por parte de los grupos financieros

(20) Hommes, R. "Reforma Financiera" en *Estrategia Económica y Financiera*, julio de 1983.

(21) Bajo el supuesto de que la democratización se logra a través de la venta de acciones y no de la emisión de nuevas. Dicho supuesto parece razonable ya que hasta el momento, las entidades que se han acogido a este proceso, han tomado este camino para desarrollarlo.

realizado en la sección anterior, es necesario aclarar que la dificultad para determinar los vínculos entre algunos de los propietarios de estas instituciones puede estar generando una subestimación de los resultados.

Según las estimaciones presentadas en el Cuadro 5, la venta de acciones de las entidades analizadas tiene un costo cercano a los \$ 28.500 millones. Si se supone que la distribución del capital accionario de las instituciones no consideradas en la muestra, se asemeja a la estructura observada para aquellas incluidas en la misma, el costo aproximado del proceso de democratización sería de \$ 38.000 millones, cifra que equivale a un 6% del total de activos financieros de la economía y a un 19% de la base monetaria.

CUADRO 5

Estimación del costo del proceso de democratización

	Total acciones por vender (Millones)	Valor (Millones)
Sistema bancario	398.0	15.982.6
Corporaciones financieras	124.3	5.979.4
Corporaciones de ahorro y vivienda	19.8	3.827.6
Compañías de financiamiento comercial	577.2	2.732.8
Total	1.119.3	28.522.4

Se ha cuestionado en diversas ocasiones si existen recursos suficientes para financiar la compra de acciones de los intermediarios financieros, máxime cuando empresas de otros sectores están utilizando mecanismos similares para elevar su grado de capitalización. Parte de la respuesta a este interrogante se encuentra en la creación de los Fondos de Capitalización Empresarial y Democratización de la Propiedad del Sistema Bancario en los meses de febrero y abril del presente año. El primero busca como su nombre lo indica, fomentar la capitalización de las sociedades anónimas nacionales inscritas en las bolsas de valores, que pertenezcan a los sectores manufacturero, agroindustrial, de la construcción o del comercio interno (22). El segundo pretende facilitar la democratización de la propiedad accionaria de inversionistas nacionales en establecimientos bancarios y la capitalización de los mismos, mediante la financiación de la venta de acciones en circulación o de nuevas emisiones de acciones de dichos establecimientos (23). El monto inicial de los cupos de descuento es de \$ 10.000 millones, cifra que, en el caso del Fondo de Democratización se ha utilizado ya en aproximadamente un 60%.

(22) Resolución 16 de 1983 de la Junta Monetaria.

(23) Resolución 42 de 1983 de la Junta Monetaria.

Considerando que el monto máximo financiable a través de este último equivale al 80% del valor total de la negociación, se necesitarían aproximadamente \$ 20.000 millones adicionales para facilitar el proceso de desconcentración en el sector financiero (24).

Dado el carácter rotativo de estos cupos, la amortización gradual de los créditos permitirá generar los recursos necesarios, para financiar el desmonte de inversiones.

Sin embargo, ya sea que se recurra o no a este mecanismo, se presentará una transferencia de recursos de otros sectores de la economía hacia la redistribución de la propiedad en el sistema financiero. Para tener una idea de la magnitud de este desplazamiento, se ha relacionado el costo estimado del proceso de democratización, con el patrimonio de las empresas tanto manufactureras, como de aquellas pertenecientes al sector primario y de transporte y servicios, inscritas en el año 1982 en la Bolsa de Bogotá.

Con un total aproximado de \$ 73.000 millones de patrimonio para las empresas de la industria manufacturera, dicha relación alcanza un nivel del 52.0%. Incluyendo los otros sectores mencionados con anterioridad se obtiene un porcentaje del 44%.

Estos resultados no implican que la desconcentración del sistema financiero genere una descapitalización de los sectores anotados. Dada la estructura de propiedad del primero, es de esperar que los recursos liberados fluyan hacia otras actividades, de acuerdo con las condiciones de rentabilidad de las mismas. El que se acentúe o no el grado de concentración en el resto de la economía, depende de factores ajenos al control de las autoridades ya que la tendencia a la conformación de conglomerados es una característica del desarrollo capitalista y lo que queda a discrecionalidad de éstas es la regulación de su comportamiento.

Para analizar el segundo de los aspectos mencionados al comienzo de esta sección, es necesario observar algunas de las características de la evolución del mercado accionario colombiano durante los últimos años y, remitirse específicamente, al estudio de las posibilidades de rentabilidad que ofrecen las acciones de las entidades financieras frente a otras alternativas de inversión.

(24) Dado que hasta el momento no se han diseñado mecanismos para reajustar el precio de las acciones, se supone que este y por consiguiente el costo del proceso de democratización, se mantienen durante el período señalado.

Según se aprecia en el Cuadro 6, la participación de las acciones en conjunto frente al volumen general de transacciones bursátiles, ha disminuido apreciablemente durante los últimos años. En efecto, estas pasaron de representar el 57% de las mismas en 1970 a tan solo el 5.5% en 1982.

CUADRO 6

Bolsa de Bogotá

Volumen general de transacciones 1970-1982

(Distribución porcentual)

Año	Acciones	Renta fija (1)	Descuento (2)
1970	57.1	21.4	21.5
1971	47.2	14.6	38.2
1972	28.6	16.4	55.0
1973	33.5	17.7	48.8
1974	23.3	29.5	47.2
1975	23.8	23.6	52.6
1976	16.2	32.4	51.4
1977	6.7	19.1	74.2
1978	14.6	15.7	70.3
1979	18.3	7.3	74.4
1980	14.0	3.8	82.2
1981	16.5	4.7	78.8
1982	5.5	16.6	77.9

(1) Incluye bonos de desarrollo, cédulas del BCH, CDT, títulos agroindustriales, TAC y títulos canjeables.

(2) Incluye PAS, CAT, certificado cafetero, títulos de participación y certificados de cambio.

Como es lógico, el sector financiero no ha escapado a este proceso y, a pesar de mantener una participación estable en el mercado accionario (Cuadro 7), su importancia dentro de las transacciones totales ha sido decreciente, alcanzando un mínimo del 2.3% en 1982 (Cuadro 8).

CUADRO 7

Mercado accionario

Volumen negociado por sectores

(Distribución porcentual)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Financiero	35	50	30	34	67	42
Bancos	28	18	20	27	56	35
Establecimientos financieros	1	1	1	2	1	3
Seguros	5	22	7	4	9	3
Bienes inmuebles y servicios	1	9	2	1	—	—
Manufacturero	54	41	58	58	27	52
Primario	—	1	1	1	1	4
Transporte y servicios	11	8	11	7	5	2
Total	100	100	100	100	100	100

Fuente: Bolsa de Bogotá, "Manual del mercado bursátil", 1983.

CUADRO 8

Bolsa de Bogotá

Participación del sector financiero en el total de transacciones

	Sector financiero	Otros	Total transacciones (Millones \$)
1976	6.1	10.1	5.056.4
1977	2.3	4.4	20.630.5
1978	7.3	7.3	26.473.5
1979	5.4	12.9	29.804.6
1980	4.8	9.2	48.002.9
1981	11.0	5.5	73.592.7
1982	2.3	3.2	66.241.2

Fuente: Bolsa de Bogotá. "Manual del mercado bursátil", 1983.

Las causas de este descenso se encuentran, por una parte, en los rendimientos ofrecidos por estos títulos valores frente a la inflación y, por otra, como se expuso en secciones anteriores, en las políticas internas de financiación de las empresas, derivadas del aspecto tributario y los deseos de control de sus administradores.

Como se demuestra en un documento elaborado por la Comisión Nacional de Valores, "el rendimiento real de las acciones presenta oscilaciones bastante fuertes a partir de 1970. Ello parece ser el principal inconveniente para los inversionistas, puesto que el rendimiento de los títulos de renta fija como los CDT es mucho más estable y en los últimos años muestra una tendencia creciente. Más aún, al dejar por fuera la valorización, las acciones muestran un rendimiento inferior en la mayor parte de la década del 70" (25).

Aun cuando dicho documento analiza fundamentalmente el caso de las acciones industriales, sus conclusiones se pueden extender a lo ocurrido en el sector financiero. En el Cuadro 9 se presenta, para los intermediarios inscritos en la Bolsa de Valores de Bogotá, la evolución de la rentabilidad de sus acciones durante el período 1979-1982 y la relación entre esta y los rendimientos ofrecidos por los certificados de depósito a término durante estos años.

Si se considera la rentabilidad por concepto de dividendos y valorización, se observa que las acciones financieras han ofrecido un rendimiento real positivo durante los últimos años. Sin embargo, al excluir la valorización, el rendimiento se vuelve negativo, oscilando entre -8.3% y -13.2% .

(25) Restrepo, J. C., Serna J. G., y Rosas M. G., Op. Cit. 1983.

CUADRO 9

Rentabilidad de las acciones transadas en bolsa

Sector financiero (*)

	1979	1980	1981	1982
1. Valorización (1)	15.3	15.7	14.2	14.1
2. Dividendos (1)	13.3	14.9	17.3	13.8
3. Total (2)	29.3	32.7	31.5	28.2
4. Rentabilidad real con valorización	2.8	8.2	5.9	3.8
5. Rentabilidad real sin valorización	-13.2	-9.6	-8.3	-10.6
6. Rentabilidad efectiva CDT/Rentabilidad total (%)	87	104	119	138
7. Rentabilidad efectiva CDT/Dividendos (%)	192	228	217	283

(*) Los datos utilizados para estos cálculos aparecen en el Anexo 1.

(1) Ponderados por el capital pagado de las entidades en cuestión.

(2) Incluye beneficios de suscripción.

Por otra parte, observando su relación con la tasa de interés efectiva de los CDT, se aprecia que, exceptuando el año 1979, esta última ha superado la rentabilidad promedio de las acciones, incluyendo y excluyendo su valorización.

Estos datos resultan interesantes ya que, si el proceso de democratización se lleva a cabo determinando un precio fijo a las acciones, estas verán disminuir gradualmente su atractivo, ofreciendo rentabilidades que distarían mucho de compensar a sus poseedores el incremento en la inflación y, adicionalmente, estarían cada vez más rezagadas frente a las de otros papeles del mercado.

Este es un punto que merece especial atención ya que, nadie va a estar interesado en recibir un crédito con un interés del 18% anual para comprar acciones cuya rentabilidad por dividendos se sitúa en un nivel promedio del 14%. Y ello, sin tener en cuenta la gran dispersión que existe entre los rendimientos de las acciones de las diversas entidades (Ver anexo 1) y el riesgo derivado de la posesión de las mismas.

En síntesis, mientras es posible concluir que la financiación del proceso de democratización no presentará mayores problemas, no es claro que esto asegure el éxito de las medidas propuestas ya que la posibilidad de colocar las acciones de los diversos intermediarios, depende en forma importante de la rentabilidad de las mismas, la cual, como se ha observado en esta sección no alcanza a compensar los costos en que incurrirían los inversionistas que deseen participar en el capital de las entidades del sistema.

En efecto, según los cálculos realizados, siempre y cuando el proceso de democratización se limite a colocar en el mercado el volumen de acciones necesario para que los propietarios que exceden una participación del 20% en el capital de las instituciones en cuestión se ajusten a dicho porcentaje y para eliminar las inversiones cruzadas a las que hace referencia la ley, los recursos del Fondo de Democratización permitirán una financiación adecuada de dicho proceso.

Ahora bien, en lo que respecta a la rentabilidad de las acciones es posible esperar que, en el largo plazo, una vez se hayan eliminado las presiones que ejercen los grupos sobre el precio de las mismas y la finalización del proceso de democratización permita que estos precios se determinen de acuerdo con las fuerzas del mercado, se produzca una valorización que equipare su rendimiento con el de otros activos del sistema financiero.

Adicionalmente, se espera que la recuperación de la economía incida favorablemente sobre las utilidades de las entidades financieras de tal forma que se atraiga la inversión particular hacia el sector y se fomente así, la democratización de su propiedad.

Como afirmara el Superintendente Bancario recientemente, a pesar de lo impopular que puede resultar la defensa de las utilidades de la banca, "si el crédito se distribuye democráticamente, en forma racional, sin condiciones preferenciales, con tasas de interés equitativas y generales, será más fácil defender su fortalecimiento y será la única manera de lograr su democratización" (26).

Por último, en lo que respecta a la rentabilidad de las acciones es posible afirmar que "si los inversionistas tuvieran en cuenta no solo las utilidades distribuidas sino también aquellas que se retienen en la empresa y que esta reinvierte a su tasa interna de retorno, o a la tasa de rentabilidad patrimonial, la cotización de las acciones debería crecer a un ritmo cercano al de la inflación. Esto vendría como consecuencia de una mayor demanda por dichas acciones, en vista de un rendimiento adicional respaldado por los activos de las empresas y su utilización productiva" (27).

III. CAPITALIZACION

Uno de los problemas que ha causado gran preocupación respecto al desarrollo del sector financiero en los últimos años, es la lenta evolución del patrimonio de las entidades frente al total de activos generados por las

(26) Botero de los Ríos, G., Discurso presentado en la XXI Asamblea de la Asociación Bancaria, Cartagena, octubre 1983.

(27) Restrepo J. C., Serna, J. G. y Rosas M. G., Op. Cit. 1983.

mismas. Observando la evolución del primero desde el punto de vista del capital pagado y reserva legal de los principales intermediarios del sistema (Cuadro 10) se aprecia cómo, durante la década del setenta y hasta el año 1981, este creció a una tasa media del 21.6% anual, mientras los activos totales alcanzaron un nivel cercano al 31%. Con una tasa de inflación promedio de aproximadamente un 22% para dicho período, se puede afirmar que no ha habido una capitalización real del sistema durante el mismo.

CUADRO 10

Sector financiero patrimonio y activos totales

(Variación porcentual)

	1970-1975	1976	1978	1980	1981	1982(*)
Activos totales	224.4	30.9	58.2	106.4	36.4	14.1
Capital pagado y reserva legal..	135.7	44.2	50.1	67.9	19.6	10.5

(*) A junio.

Esta tendencia ha sido acompañada por un cambio en la composición de las fuentes de patrimonio. El capital pagado, por razones que se han explicado en capítulos anteriores, ha ido perdiendo participación y disminuyendo su ritmo de crecimiento a favor de los recursos provenientes de la retención de utilidades. (Cuadro 11). Adicionalmente, a raíz de la autorización conferida a algunos intermediarios de incluir en la base para el cálculo de su relación de solvencia la valorización de los activos, este rubro ha adquirido importancia durante los últimos años, desplazando los dos componentes mencionados con anterioridad (28).

CUADRO 11

Sector financiero capital pagado y reserva legal

(Variación porcentual)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982 *
Capital pagado	27.3	36.5	17.8	24.0	17.4	27.4	21.3
Reserva legal	39.9	28.2	36.3	30.9	25.4	40.1	21.7

* A junio.

Este comportamiento resulta preocupante por varias razones. Primero, porque se ha enfatizado en diversas ocasiones en la necesidad de expandir y consolidar el sector financiero, de tal forma que se constituya en una

(28) En el caso de las CAV, la valorización de bienes raíces ha aportado un 37.75% del capital durante los últimos años. Véase en Correa Patricia "Rentabilidad, capital y especialización en las corporaciones de ahorro y vivienda".

herramienta eficaz para movilizar los recursos de ahorro que requerirá el país en los años venideros. A pesar de existir argumentos que explican la crisis de 1982 como resultado de la desproporción de este sector respecto al tamaño de la economía, se ha demostrado que no solo se trata de un sistema relativamente reducido en comparación con su importancia en países con grados de desarrollo similares al nuestro, sino que es necesario duplicar su tamaño en un plazo relativamente corto (29) para atender adecuadamente la demanda de recursos para la financiación del crecimiento económico. Si se mantienen relaciones de solvencia para los intermediarios similares a las actuales, ello implica que el capital y reserva legal de los mismos deben crecer en aproximadamente \$ 60.000 millones durante los próximos veinte años.

En segundo término, dada la evidencia de economías de escala en la actividad financiera (30) es decir, "que a mayor tamaño se obtienen más altos rendimientos y, consecuentemente, se configuran instituciones más sólidas" (31) es claro que el desarrollo futuro de este sector no puede basarse, como lo ha hecho hasta el momento, en la proliferación de entidades relativamente reducidas. Estas últimas, además de competir con grandes desventajas dada la menor eficiencia en sus operaciones, incrementan la vulnerabilidad del sistema en situaciones de descenso en la actividad productiva. El crecimiento patrimonial, en la medida en que amplía las posibilidades de captación, permite configurar entidades suficientemente grandes para disfrutar de los beneficios mencionados.

Por último la lenta evolución del capital, conduce a una disminución en la solvencia del sistema. Aun cuando el patrimonio no constituye una fuente directa de recursos para atender las necesidades de liquidez, facilita esta función "ya que el acceso al mercado de dinero de una entidad financiera con estructura patrimonial sólida será más expedito que el de una entidad con estructura patrimonial inadecuada" (32). Adicionalmente constituye protección para los depositantes en el evento de una liquidación.

(29) Según una proyección de los requerimientos de ahorro transferible realizada por Armando Montenegro. Documento interno. Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República.

(30) Bernal, O. y Herrera, S. Op. Cit., abril de 1983.

(31) Exposición de motivos del anteproyecto de Ley Orgánica del Sistema Financiero, 1983.

(32) Restrepo J. C., Madriñán S., Gómez G., "Reflexiones sobre la Estructura patrimonial del sistema financiero" en El sector financiero: estructura, desarrollo y perspectivas, Asobancaria, 1982.

La capitalización vía constitución de reservas y valorización de activos no garantiza una evolución adecuada del patrimonio de las entidades financieras. En lo que respecta a las primeras, se ha observado que su comportamiento depende en gran medida del ritmo de actividad económica dado el efecto del mismo sobre las utilidades de los intermediarios (33). En consecuencia su evolución futura dependerá en forma importante del dinamismo con que se recupere la actividad productiva. Por su parte, la valorización de activos, aun cuando permite generar mayores niveles de endeudamiento, no constituye un respaldo muy eficaz para los recursos de los ahorradores ya que, por tratarse de una simple operación contable está sujeta a una gran incertidumbre y a manipulaciones por parte de las entidades de acuerdo con sus condiciones frente a la evolución del mercado (34).

Por consiguiente, aun cuando se puede continuar haciendo uso de estos mecanismos para lograr las metas de crecimiento deseadas, las medidas tendientes a incrementar la solidez del sistema a través de una mayor capitalización del mismo, deben orientarse a fortalecer los recursos provenientes de la emisión de acciones.

Las normas propuestas por la Comisión de Reforma Financiera conjugan estos dos aspectos, básicamente a través de las medidas sobre democratización, constitución de reservas, determinación de relaciones de solvencia e inversión extranjera.

En cuanto a las primeras, ya analizadas en el capítulo anterior, se espera que en el largo plazo, en la medida en que se desalienten las presiones especulativas que han mantenido deprimido el precio y, por consiguiente, la rentabilidad de las acciones financieras, permitan una reactivación de la capitalización vía incrementos en el capital pagado de las instituciones.

Por otra parte, sin perjuicio de las reservas ordinarias, el anteproyecto de ley orgánica establece la obligación de constituir una reserva especial para protección de activos, que ascenderá por lo menos al 100% del capital suscrito, formada por el 10% de las utilidades líquidas de cada ejercicio.

(33) Herrera, S., Op. Cit. 1983.

(34) Un ejemplo de ello lo constituye la acelerada capitalización que por este medio lograron los bancos mixtos en el período junio de 1981 - junio de 1982. Estos, previendo su posible nacionalización, acudieron a la valorización como mecanismo para incrementar el precio de sus acciones. Véase Herrera S. Op. Cit., 1983.

Aun cuando el capital suscrito supera por lo general el monto del pagado, se utilizó este último para calcular cuánto tiempo se tardaría para duplicarlo a través del procedimiento sugerido por la Comisión (35). Partiendo de una relación anual promedio de 41.76% entre utilidades y capital pagado para el período 1975-1982 (Cuadro 12), el plazo requerido para constituir una reserva equivalente al cien por ciento de este último es de aproximadamente 24 años. Por consiguiente, el patrimonio de los intermediarios financieros podrá expandirse a un ritmo adecuado con las necesidades de recursos de la economía, solo si se presentan en el futuro condiciones de rentabilidad similares a las del período analizado. Ello depende, como se ha insistido con anterioridad, de la dinámica con que se presente la reactivación de la economía (36).

CUADRO 12
Sistema financiero utilidades y patrimonio
(A junio) (1)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Capital pagado (\$ millones)	6.705	8.534	11.647	13.715	17.013	19.971	25.447	30.879
Utilidades (\$ millones) ..	1.240	1.603	2.115	2.397	2.972	4.835	5.429	5.228
Utilidades/capital pagado (%)	18.5	18.8	18.1	17.5	17.5	24.2	21.3	16.9
Utilidades/capital pagado anualizado (2)	40.4	41.1	39.5	38.1	38.1	54.2	47.1	36.6
Promedio utilidades-capital pagado	41.76							

(1) Se tomaron los datos a junio ya que, dado que algunas entidades cortan sus balances en este mes y otras a fin de año, tomarlos en cualquiera de los meses siguientes conduciría a una cuatificación errónea del total de utilidades del sistema.

(2) Dado que sólo se están teniendo en cuenta las utilidades obtenidas durante el primer semestre de cada año, es necesario anualizar la relación utilidades/capital pagado.

En el proyecto de reforma financiera, se deja a discrecionalidad de la Junta Monetaria la fijación de las relaciones de solvencia para las instituciones del sistema, de acuerdo con las condiciones de riesgo y liquidez de las mismas y el volumen de operaciones que ellas realicen. Adicionalmente, se plantea la posibilidad de determinar este coeficiente con base en los pasivos o determinado tipo de activos de las entidades.

(35) Este supuesto parece justificado ya que analizando la relación entre capital pagado y suscrito, esta se ubica en niveles cercanos al 99% para la mayoría de intermediarios.

(36) Dado que la reserva legal que en la actualidad deben constituir las entidades financieras equivale a un 10% de las utilidades de cada ejercicio, el análisis realizado podría aplicarse a ella, de tal forma que en un plazo de 24 años se habrá triplicado el capital pagado del sistema y duplicado, por consiguiente, la suma de éste último y la reserva legal.

Este punto resulta bastante conveniente ya que, como se ha observado en varias ocasiones, es necesario desarrollar nuevos indicadores para garantizar un grado adecuado de seguridad y estabilidad del sistema. "La relación tradicional capital/pasivos supone que las pérdidas de los bancos se originan en los pasivos que ellos captan, cuando realmente el mayor riesgo asumido por los bancos está en el tipo de activos que ellos adquieren" (37).

La determinación de estas relaciones debe basarse entonces en la calidad y naturaleza de los activos y, lo que es más importante, dadas las deficiencias en el mercado de capitales y la necesidad de transformar los términos de los recursos captados, en la estabilidad de los depósitos "pues muy distinto es el riesgo en que se incurre con inversiones financiadas con depósitos a la vista que con depósitos a término" (38).

Por último, con el propósito de complementar las posibilidades de capitalización interna del sistema, se propone la admisión de nueva inversión extranjera directa en todas las instituciones financieras, siempre y cuando estas conserven el carácter de empresas mixtas.

La Ley 55 de 1975 prohibió la entrada de capital extranjero al sector financiero, sometiendo el ya existente a un proceso de "marchitamiento", en la medida en que las necesidades de capitalización propiciarán la entrada de nuevos propietarios a las empresas. Sin embargo, "los accionistas extranjeros, al ver que no podían aumentar su capital, tampoco deseaban que los grupos dominantes de accionistas lo hicieran... En consecuencia, los bancos colombianizados se mantuvieron rezagados en su crecimiento pues no encontraban la fórmula para crecer sin cambiar el equilibrio de poder ya existente entre los grupos mayoritarios" (39).

La apertura a la inversión extranjera bajo el régimen de democratización establecido, constituye entonces uno de los mecanismos que permitirán fomentar la competencia en el sector. Por una parte, eliminará la concentración existente en los bancos ahora colombianizados permitiendo su expansión y por otra, en la medida en que se destine a la compra de nuevas acciones de las entidades, contribuirá al fortalecimiento de las mismas.

(37) Restrepo, Madriñán y Gómez, Op. Cit., página 251.

(38) Wiesner D. Eduardo, "Solvencia y liquidez en los bancos colombianos" Banca y Finanzas, N° 152, p. 976, pág. 12.

(39) Hommes R., "Reforma financiera" en Estrategia económica y financiera, julio de 1983.

En síntesis las medidas propuestas por la Comisión, permiten garantizar un ritmo de capitalización adecuado, para responder a la creciente demanda de recursos financieros que se enfrentará en años venideros.

RESUMEN Y CONCLUSIONES

Los problemas que ha enfrentado el sector financiero durante los últimos años, que culminaron con la crisis de algunas de sus instituciones en el año 1982, hicieron evidente la necesidad de realizar una reforma al sistema, cuyos puntos centrales han sido el objeto de análisis del presente estudio.

Con el propósito de observar qué tan adecuadas resultan las medidas propuestas por la Comisión de Reforma Financiera para la reestructuración del sistema, se estudiaron tres aspectos de las mismas: primero, los argumentos que justifican la decisión de reforzar el carácter especializado de las instituciones financieras, frente a la alternativa de adoptar un esquema de banca múltiple; segundo, la distribución de la propiedad accionaria del sector financiero y la viabilidad de las normas propuestas para democratizarla; y por último, la necesidad de fortalecer el capital del sistema y la efectividad de las medidas propuestas para el logro de este objetivo.

En cuanto a la estructura del sistema financiero, el análisis realizado permite concluir que en la etapa actual de desarrollo del mismo y, de acuerdo con los objetivos que se le han asignado en términos de su papel en la financiación del proceso de desarrollo económico, no resulta conveniente desplazarse hacia esquemas de organización alternativos.

En efecto, el criterio que ha guiado el desarrollo del sistema financiero colombiano durante las últimas décadas es el de crear instituciones que atiendan las necesidades de recursos de los sectores prioritarios de la economía, garantizando así la financiación de actividades de inversión a largo plazo y de otras que, dadas sus condiciones de rentabilidad, riesgo, etc., no serían atendidas satisfactoriamente bajo otras modalidades institucionales.

La relativa libertad que disfrutaban las instituciones de banca múltiple para asignar los recursos de ahorro, la tendencia a concentrarse en operaciones de corto plazo y las situaciones de conflictos de interés que se presentan al interior de las mismas, hacen de este esquema de organización financiera un mecanismo ineficaz para cumplir los objetivos mencionados con anterioridad.

En consecuencia, reafirmar el carácter especializado de las instituciones del sistema constituye el mejor mecanismo para permitirle un crecimiento acorde con las necesidades de la economía, siempre y cuando se garanticen las condiciones de competitividad necesarias para lograr una mayor eficiencia en el funcionamiento de las mismas.

Las ventajas que usualmente atribuyen los defensores de la banca múltiple a dicho esquema de organización financiera, podrán lograrse bajo la estructura de banca especializada una vez se pongan en ejecución las medidas sobre democratización y capitalización del sistema. En efecto, a través de estas últimas será posible lograr un fortalecimiento individual de las instituciones financieras, de tal forma que estas puedan disfrutar de economías de escala en su operación, bajo un claro objetivo de fragmentación del poder económico. Adicionalmente, si se mantiene una política que garantice un grado elevado de competitividad en la captación de recursos, se podrán lograr en el esquema de banca especializada las características de estabilidad y flexibilidad que usualmente se atribuyen a la banca universal.

En lo que respecta a la democratización del sistema financiero, una vez identificado el grado de concentración que presenta la propiedad de sus instituciones, se procedió a estimar el costo aproximado de dicho proceso y la viabilidad de desarrollarlo tanto en lo que respecta a la existencia de recursos para su financiación, como a la rentabilidad que ofrece el sector a los potenciales inversionistas en el mismo.

Los cálculos realizados permiten afirmar que los recursos puestos a disposición de los inversionistas a través del Fondo de Democratización, permitirán agilizar la financiación del proceso de desconcentración. Sin embargo, el logro de las metas establecidas dependerá en buena medida de la dinámica de recuperación de la actividad productiva, dado el efecto de la misma sobre las utilidades de los intermediarios y, en últimas, sobre la rentabilidad de las acciones de las entidades financieras.

Por último, se espera que las normas sobre democratización, constitución de reservas, determinación de relaciones de solvencia e inversión extranjera, permitan lograr el nivel de capitalización necesario para atender los proyectos de desarrollo económico y social en que está comprometido o que necesita comprometerse el país en los próximos años.

Para finalizar, es necesario añadir que el éxito de la reforma financiera, dependerá en buena parte de que se dote a las entidades encargadas del control y vigilancia de esta actividad de instrumentos eficaces de tipo operativo, técnico y jurídico que les permitan ejercer un control real y oportuno sobre las instituciones del sistema.

ANEXO 1

Rentabilidad de las acciones transadas en bolsa

Sector financiero

Entidades	1979			1980			1981			1982					
	Valori- zación	Divi- dendos	Bene- ficios suscrip- ción	Valori- zación	Divi- dendos	Bene- ficios suscrip- ción	Valori- zación	Divi- dendos	Bene- ficios suscrip- ción	Valori- zación	Divi- dendos	Bene- ficios suscrip- ción			
Bancoquía	29.6	11.9	—	41.1	33.6	11.5	2.9	48.1	-24.4	9.7	-14.7	-1.0	13.0	—	12.0
Bogotá	11.3	13.4	—	24.7	4.3	14.6	1.5	20.5	66.3	15.8	—	71.2	17.1	7.7	24.8
Caldas	66.7	18.6	—	85.3	38.7	14.0	—	52.7	-13.4	11.5	—	1.9	203.1	13.7	216.8
Colombia	2.2	14.2	—	16.3	-10.9	16.0	—	5.1	3.3	21.7	—	25.0	10.2	24.8	35.0
Comercio	28.3	17.9	—	46.3	9.1	18.1	1.2	28.5	1.5	19.8	—	17.8	-5.3	20.5	15.3
Estado	77.3	—	—	77.3	29.6	5.1	—	34.7	26.8	19.7	—	46.5	-0.5	8.6	8.1
Ganadero	-13.3	16.7	—	3.3	-11.0	21.1	—	10.1	69.7	27.7	—	97.4	17.2	16.3	33.5
Industrial	-21.9	13.0	—	-8.9	-17.1	17.7	1.6	2.4	6.4	23.0	—	29.4	19.2	24.0	47.6
Mercantil	66.7	61.8	—	128.5	—	—	—	—	—	11.4	—	11.4	43.4	14.2	57.6
Nacional	—	—	—	—	-3.14	25.3	4.6	26.8	—	29.0	—	29.0	—	—	—
Occidente	—	19.6	—	19.6	-3.10	19.1	1.0	17.0	13.4	24.6	—	38.0	33.1	29.3	62.4
Santander	-6.2	4.3	—	-1.9	28.1	4.6	11.0	43.7	-21.7	7.2	—	-14.5	-4.9	4.6	-0.3
Tequendama	66.7	8.3	—	75.0	155.9	6.0	—	161.9	-37.5	2.9	—	-34.5	20.6	4.7	25.3
Corp. Finan. de Caldas ..	—	—	—	—	24.3	28.6	—	52.9	-6.3	14.7	0.2	8.5	37.3	15.7	52.0
Corp. Finan. del Norte	—	—	—	—	8.0	30.2	1.1	39.3	11.1	19.7	—	30.8	2.0	22.8	24.8
Corp. Finan. Nacional ...	60.0	17.5	—	77.5	29.7	12.5	—	42.2	81.3	11.2	—	92.5	-40.3	3.3	-39.0

Fuente: Bolsa de Bogotá, "Manual del Mercado Bursátil", 1983.