

tre la operación se conoce como el servidor. En general, el emisor de un mensaje sabe quién es el receptor, pero el receptor no sabe necesariamente quién es el emisor. Las flechas que tienen un pequeño círculo representan flujos de información.

CONCLUSIONES

Booch presenta un gran número de conceptos, un conjunto de técnicas de diagramación y varias heurísticas, más que un proceso paso a paso o método para hacer el análisis. Enfatiza el proceso iterativo y la creatividad del analista como componentes esenciales. Lo que propone es más un conjunto de heurísticas y criterios que apoyan el proceso creativo mediante el siguiente orden de eventos:

- * Identificar las clases y objetos en un nivel dado de abstracción.
- * Identificar la semántica de estas clases y objetos.
- * Identificar las relaciones entre las clases y entre los objetos.
- * Implementar las clases y los objetos.

La mayor fortaleza del método es tal vez la riqueza en técnicas de diagramación, lo que permite ver el sistema desde diferentes ángulos. También llama la atención la representación gráfica de seis tipos diferentes de relaciones entre clases: asociación, herencia, agregación, uso, instanciación y metacalse.

Su gran debilidad está en la carencia de una buena técnica para identificar los métodos de las clases.

LOS PROBLEMAS DEL SECTOR BURSÁTIL COLOMBIANO¹

ALBERTO GOMEZ MEJIA

Economista. Magíster en Economía Internacional. Universidad de Florida, Gainesville, USA. Fue Gerente Financiero de PROCON, Gerente de la División Técnica y Gerente de la División de Planeación de la Bolsa de Occidente. Actualmente es Gerente de BGP Investment Bankers. Fue Jefe de Economía del ICESI, profesor de Macroeconomía, Economía Internacional y Mercado de Capitales en pregrado y posgrados del ICESI. Actualmente enseña Mercado de Capitales en posgrados de Univalle y la Javeriana.

I. INTRODUCCION

Dado que las funciones específicas del mercado bursátil no son de dominio público en nuestro país, incluso para aquellos que trabajan en el sector real, financiero y entidades gubernamentales, considero conveniente hacer una introducción al mundo de la bolsa, explicando en forma breve los orígenes de las bolsas, su razón de existir y su trayectoria en Colombia. Solamente mencionaré los problemas principales que enfrenta este mercado. Porque pienso que el mercado bursátil a pesar de las transformaciones tan aceleradas vividas en los últimos cinco años, sigue adoleciendo de fallas y limitaciones; todavía falta mucho por hacer.

Las bolsas en todo el mundo, como todas las entidades del sector financiero, han venido sufriendo cambios a lo largo de los siglos en procesos de adaptación a las cambiantes realidades eco-

nómicas. Los actuales procesos mundiales de apertura económica que han llevado a la desregulación en el sector financiero, la internacionalización de los mercados de capitales y la integración económica han forzado a las bolsas a reestructurarse con el fin de permanecer competitivas.

La concienciación sobre la necesidad de elaborar estrategias de mercadeo en las bolsas colombianas es muy reciente, como también lo es la apertura de departamentos que se encarguen de la investigación y desarrollo de nuevos productos, en este caso, títulos valores a ser negociados en las bolsas. La publicación de folletos plegables en los que se ofrecen los servicios de las bolsas o avisos en los periódicos es lo que tradicionalmente se ha hecho. No puedo dejar de mencionar que de las bolsas colombianas, la de Occidente es la pionera en la investigación y desarrollo

1. Este artículo fue presentado en el X Congreso Nacional y V Internacional de Marketing de Servicios Financieros, organizado por la Fundación Unilatina y celebrado en los días 25, 26 y 27 de septiembre de 1997, en Santafé de Bogotá.

de nuevos productos en una forma permanente. En 1995 se abrió la división de mercadeo y en 1996 la de planeación, siendo esta última la que se encarga de la investigación. Con base en lo anterior puedo decir que el mercadeo en las bolsas está por hacer.

El afán de las bolsas por hacer mercadeo radica en la misión que tienen de servir de intermediarias entre los ahorradores e inversionistas que poseen recursos y los sectores productivos que los necesitan para tres fines: obtener liquidez en el corto plazo, capitalización de las empresas y desarrollo de proyectos. Funciones similares a las de los bancos pero con diferentes procedimientos. Las bolsas no captan dinero ni otorgan créditos sino que son mercados en los que se negocian títulos valores representativos de toda clase de depósitos, inversiones, créditos, divisas extranjeras; títulos que corresponden a diferentes sectores de la economía como son el financiero, agropecuario, manufacturero, construcción, gobierno; títulos que pueden ser nacionales o extranjeros; del sector privado como del sector público.

Son sociedades anónimas de derecho privado a las cuales se pertenece mediante la compra de acciones y de un puesto en ella. Solamente los socios comisionistas pueden hacer transacciones en ellas representando los intereses de compradores y vendedores. Las bolsas nacieron en Europa en bares o en plazas de mercado donde comerciantes o inversionistas se reunían a hacer negocios. A medida que el número de asistentes se fue incrementando fue necesario buscar sedes propias para establecerse dando origen a esas edificaciones lujosas en las cuales funcionan las principales bolsas del mundo. Los mecanismos por medio de los cuales se hacen las negociaciones pueden haber cambiado con

el tiempo pero las bolsas no han perdido la esencia de sus orígenes de mercados callejeros donde todavía funciona el regateo y se pueden hacer ventas por subastas, donde se presenta la competencia abierta y se conjugan la oferta y la demanda para llegar a la determinación de los precios de las mercancías, convirtiéndose en un mercado a través del cual se hace la optimización de los recursos escasos ya que estos se dirigirán a aquellas inversiones que son las más rentables o tienen el potencial de serlo. Las bolsas tratan de reunir la combinación óptima de mercado competitivo y eficiente con un marco legal que brinde las mismas garantías y oportunidades a los participantes.

Sobre las bolsas se hacen muchos comentarios falsos, lógicamente causados por la poca cultura e información que ha habido al respecto. Uno de ellos es que las bolsas son solamente para ricos; la realidad es que cualquier persona natural o jurídica puede invertir debido a que no existen topes mínimos para hacer negociaciones. Se puede comprar una sola acción, que las hay de todos los precios; se puede negociar un CDT de cualquier magnitud en el mercado secundario, invertir un millón de pesos en un bono o inclusive con sólo dos millones ser uno de los propietarios de un edificio o de un centro comercial a través de la titularización de inmuebles.

Otro de los comentarios que han sido nocivos y que han mantenido alejados a muchos es el creer que las bolsas son casas de juego, donde es fácil perder el dinero. Aunque en todas las bolsas del mundo existen especuladores profesionales, está comprobado que la mayoría de los inversionistas son personas aversas al riesgo. Las probabilidades de hacer grandes fortunas son tan bajas como las de perderlas. Los títulos de

renta fija como son llamados aquellos que pagan en forma periódica intereses como bonos, CDTs, etc., son supremamente seguros, razón por la cual sus rentabilidades son relativamente bajas mientras que los títulos de renta variable, como las acciones, representan mayor riesgo que es compensado con mayores tasas de rentabilidad. Como en todos los negocios, en el mercado de capitales se negocian diferentes niveles de riesgo y el negociar en la bolsa exige conocer bien la naturaleza del mercado en el cual se participa, hay que conocer bien las reglas del juego, hay que saber en qué momento se compra y en qué momento se vende. Se supone que los comisionistas están para asesorarlo pero igual que cuando usted va donde el médico, es mejor oír varias opiniones. **Mi consejo** es que si usted no tiene una educación financiera sólida, oiga varias opiniones, consulte a comisionistas de diversas firmas, o confíe su dinero a fondos de valores que son manejados por las mismas firmas comisionistas. Fuera de las bolsas hay fondos que también invierten en el mismo mercado. Afortunadamente las bolsas tienen mucha credibilidad en cuanto a la honradez de los comisionistas. Los fraudes que se han presentado son tan pocos que aún se recuerdan.

Para el cumplimiento de sus funciones las bolsas trabajan en dos mercados simultáneamente, desde el punto de vista de intermediación de recursos u origen de los mismos.

1. **Mercado primario:** una empresa que solicita un crédito a un banco tiene como alternativa el emitir o vender a través de las bolsas una serie de títulos por medio de los cuales puede obtener recursos. La venta se puede hacer por mecanismos como las subastas o ventas al mejor postor. Se llama primario porque ha sido la primera transacción del título; es simi-

lar al hecho de comprar un carro nuevo en una agencia. En el caso de la bolsa, el emisor paga una tarifa al comisionista por haber servido de intermediario, así como el fabricante de carros paga una comisión al de la agencia vendedora.

2. **Mercado secundario:** cuando aquellos que poseen títulos los negocian con el objetivo de reestructurar sus portafolios de inversiones. Es equivalente al mercado del carro usado. Los títulos pueden cambiar de propietarios una infinidad de veces, hasta que se cumpla la madurez o plazo del título. También implica el pago de comisión.

Las bolsas son principalmente mercados secundarios.

En las bolsas también coexisten dos mercados, desde el punto de vista del plazo de los títulos o plazo de la financiación:

1. **Mercado monetario o de dinero:** en el cual se negocian títulos con vencimientos menores a un año. El emisor tiene múltiples razones para emitirlos: las empresas buscan recursos para solucionar una iliquidez temporal; el Banco de la República para eliminar excesos de liquidez en la economía. El inversionista los busca para dar uso a excesos temporales de liquidez o también son útiles para mantener reestructurados los portafolios de inversión. Ejemplo: CDT, Aceptaciones bancarias, Títulos de Participación.

2. **Mercado de capitales:** se negocian títulos con vencimientos mayores a un año. Emitidos por las entidades para conseguir capitalización como es el caso de las acciones, o para financiar proyectos a largo plazo como ocurre con los **bonos**.

Las bolsas desde sus orígenes en la edad media europea han estado liga-

das con el mercado de capitales, especialmente con las acciones y con los productos agrícolas. Ha sido con el paso del tiempo que las bolsas han ido añadiendo títulos relacionados con materias primas, divisas, productos derivados como contratos de futuros y opciones, títulos de corto plazo propios del mercado monetario, etc., como resultado de los mecanismos financieros desarrollados con la evolución del capitalismo y de la necesidad de competir con el sistema bancario. Las bolsas han sido tradicionalmente consideradas como uno de los pilares del sistema capitalista. La historia perfectamente demuestra que hay un alto grado de correlación entre el progreso económico y el grado de profundidad o madurez del mercado de capitales. La industrialización de Inglaterra y la expansión de su imperio, y las de Estados Unidos, Alemania y Japón no se hubieran podido dar sin la existencia de un mercado de capitales, especialmente acciones negociadas por bolsas.

Para que entendamos la importancia que se da a las bolsas en el mundo desarrollado citemos las fechas de fundación de las principales bolsas del mundo: la bolsa de Francfort fue fundada en 1585, la de Amsterdam en 1602, la de París en 1700, la de New York en 1792, la de Milán en 1808, la de Madrid en 1831 y la de Chicago en 1848. Incluso nuestros vecinos latinoamericanos nos han llevado bastantes años: la de Río de Janeiro se fundó en 1845, la de Buenos Aires en 1854, la de Lima en 1860, la de Sao Paulo en 1890 y la de Santiago de Chile en 1893. La Bolsa de Bogotá fue fundada en 1928 como una reacción bastante tardía.¹

Es importante aclarar que si bien el mercado de capitales en el pasado es-

tuvo exclusivamente ligado al mundo de las bolsas, hoy es posible encontrar en algunos países que las acciones y los bonos puedan ser negociados fuera de ellas en mercados totalmente regulados llamados mercados mostrador o extra-bursátiles. Lo mismo ocurre con el mercado de dinero o monetario: es común encontrar en Latinoamérica países como Colombia y países del tercer mundo donde el mercado de capitales no se ha consolidado, que productos propios del sector bancario se negocien en las bolsas ya que el mercado de acciones y bonos no es lo suficientemente grande como para que las bolsas puedan subsistir. Las tendencias internacionales de desregulación de los mercados financieros están eliminando las especializaciones en la prestación de los servicios y están permitiendo que todos los mercados e instituciones financieras puedan competir ofreciendo toda clase de servicios.

Es necesario resumir diciendo que tanto en el mercado bursátil como en el mostrador:

1. Se pueden negociar productos del mercado monetario y del mercado de capitales.
2. Se puede negociar en el primario y en el secundario.

Sin embargo, esto no es igual en todos los países. Por ejemplo, en los Estados Unidos hay mercado primario y secundario de acciones en el bursátil y en el mostrador, mientras que en Colombia sólo se negocian acciones, primario y secundario, en las bolsas.

Con base en lo anterior las bolsas del mundo^{2,3} se podrían clasificar de acuerdo con el grado de especialización entre el mercado monetario y el mercado de capitales:

1. Bolsas con especialización casi absoluta en mercado de capitales (acciones, bonos y sus derivados)

1.1. En acciones: en la de Korea el 99.3% de lo transado en 1994 correspondió a acciones; en 1996, en la de Caracas el 95.7%; en la de Sao Paulo el 90%, en la de Río de Janeiro el 90%.

1.2. En bonos y acciones con especialización relativa en acciones: en la de New York el 65% corresponde a acciones y el 35% a bonos públicos, privados y similares; la de Tokyo donde el 80% es para acciones y el 20% para bonos; la de Singapur con el 58% para acciones y el 42% para los bonos.

1.3. En bonos y acciones con especialización relativa en bonos: la de París con el 13.2% en acciones y el 86.4% en bonos; la de Francfort con el 30% en acciones y el 70% en bonos y la de Londres con el 30% en acciones y el 70% en bonos.

2. Bolsas con especialización casi absoluta en mercado de dinero

Como las colombianas, que en 1996 el 6% correspondió a acciones y de los títulos de renta fija (como bonos y similares), el 63.31% tenía madurez menor a un año (Ver Cuadro 3).

Con miras a entender la estructura del mercado bursátil colombiano es necesario explicar los dos modelos o direcciones por los que se han desarrollado los mercados de capitales en el mundo. En este punto me basaré en el informe final de la Misión del Mercado de Capitales presentado en mayo de 1996.⁴ Si bien es cierto que en la mayoría de los países coexisten ambos modelos, uno de los dos es más desarrollado como resultado de las políticas económicas determinadas por los gobiernos.

3. Mercado bancario o intermedio

Ejemplarizado por el caso alemán, instaurado después de la II Guerra Mundial, este modelo está estructurado alrededor de los bancos o corporaciones financieras y afines, que con el tiempo dio origen a la multibanca. Los bancos, para generalizar a todas las entidades de este sector, muchas veces dan créditos a las empresas en las cuales ellos son accionistas, no habiendo una separación entre el acreedor y el deudor. Como vimos anteriormente, en la Bolsa de Francfort, la principal de Alemania, el 30% de lo negociado tiene que ver con acciones, lo que quiere decir que la propiedad de las empresas se negocia en un mercado muy reducido controlado por las instituciones financieras, lo que permite la concentración de la propiedad accionaria.

4. Mercadobursátil o no intermedio

Ejemplarizado por el caso anglosajón, es decir, el Reino Unido y los Estados Unidos. Existen por ley prohibiciones que limitan el acceso de los bancos al control accionario de las empresas con el fin de evitar la concentración de la propiedad accionaria. El grueso de las acciones se negocia en las bolsas a donde tienen acceso todo tipo de inversionistas, incluyendo las personas naturales. Los bancos se especializan en los créditos a corto plazo. Ha sido el mercado bursátil el que ha implementado mecanismos de quiebras y concordatos, deudas y tomas de control corporativo.

Los técnicos no se han podido poner de acuerdo sobre cuál es el mejor. En mi opinión, el mejor modelo es el mercado bursátil siempre y cuando esté concentrado en el mercado accionario. Primero que todo evita la concentración

1. GARNEAU, Maurice. *World Directory of Stock Exchanges 1993-1994*. Publicado por W.I.S.E.R. Research, Montreal, Canadá.

2. GARNEAU, Maurice. Op. cit.

3. FIABV, Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores. Anuario Estadístico, 1997. Buenos Aires.

4. Misión de Estudios del Mercado de Capitales. Informe final, mayo 1996. Santafé de Bogotá. Ministerio de Hacienda, Banco Mundial y Fedesarrollo.

de la propiedad de la producción de bienes y servicios ya que es un mercado abierto que facilita la participación de muchos pequeños ahorradores, y segundo, desarrolla una **cultura de riesgo**. Como lo explica el mismo informe de la misión, el modelo bancario tiene ventajas y desventajas. Una **ventaja** es la estabilidad que ofrece al sistema económico ya que éste es más eficiente que el modelo bursátil en la selección de proyectos en industrias tradicionales que obviamente por ser conocidas ofrecen poco riesgo y baja innovación. Es decir, esta ventaja, a mi modo de ver, es su principal desventaja frente al modelo bursátil, el cual es más eficiente en el proceso de canalización del ahorro hacia proyectos de inversión innovadores que por definición ofrecen un mayor riesgo, mayores perspectivas de rentabilidad, con mayor capacidad de generar productividad y por lo tanto acelerar el crecimiento económico del país como son los proyectos riesgosos, tales como la innovación tecnológica, el lanzamiento de nuevos productos al mercado, en general proyectos que dan rentabilidad en el largo plazo y que por lo tanto implican asumir riesgos. Sabemos muy bien que las reglas de juego del banquero difícilmente le permiten asumir riesgos; otorga un crédito si existen garantías como hipotecas o codeudores. Contrariamente, en el mercado bursátil es fácil encontrar personas que estén dispuestas a asumir riesgos y a invertir en proyectos que den rentabilidad en el largo plazo, sin pedir a cambio garantía alguna, me refiero a las acciones.

En otras palabras, si afirmo que el modelo alemán es deficiente, ¿cómo es que Alemania y otros países europeos que siguieron el modelo son potencias económicas? ¿Y cómo es que los países latinoamericanos, incluyendo a Colombia, siguieron el mismo modelo y son subdesarrollados? La respuesta es que el desarrollo de una

nación no depende exclusivamente del modelo que siga el mercado de capitales sino de muchas variables que no puedo entrar a discutir ahora. El hecho es que en Alemania y en sus vecinos de la Comunidad Económica Europea es difícil y costoso empezar una empresa, como también lo es en Colombia. En estas economías de grandes conglomerados el grueso de la innovación o desarrollo empresarial es financiado a través de los recursos que los conglomerados captan por medio de sus bancos o de las emisiones de bonos que no son consideradas por los inversionistas tan riesgosos como las acciones pero que aunque más baratos que el crédito no dejan de tener un costo para el empresario que los emite. Adicionalmente son frecuentes los convenios de investigación entre el gobierno, universidades y empresas, sin embargo estos convenios en los que participa el gobierno con la banca de fomento ya son cuestionados porque ha habido necesidad en toda Europa de reducir los déficit fiscales, lo que ha llevado a pensar en otros mecanismos que necesariamente involucren al sector privado.

En el continente latinoamericano, el modelo alemán no ha dado buenos resultados puesto que gobiernos, universidades y empresas son pobres; los gobiernos también han tenido que recortar sus gastos, además de la casi inexistente cultura de la investigación aun a niveles de la gran empresa.

En nuestro medio, como en el europeo, el iniciar una empresa e inversión a largo plazo es costoso porque las instituciones que captan recursos con costo cero como el mercado accionario están subestimadas, ya sea porque no han sido propiamente estimuladas por el gobierno o porque no forman parte de la cultura.

Este modelo de mercado de capitales está causando estragos en Europa y Latinoamérica. Al ser costosa la apertura de una empresa debido a las altas tasas de interés, garantías, etc., las economías latinoamericanas viven plagadas por las altas tasas de desempleo. Lo mismo está pasando en Europa donde la tasa de desempleo promedio es del 12% y en algunos países europeos incluso alcanza el 20%, como ha sido el caso de España e Italia.⁵ Mientras que en Estados Unidos en los últimos 20 años se han generado 38 millones de puestos nuevos de trabajo en medio de una gran expansión tecnológica, en Europa en el mismo tiempo no se ha generado un solo empleo nuevo neto. Ante esta aplastante realidad los países europeos, inclusive Alemania, han empezado a fortalecer el mercado bursátil accionario con el fin de estimular la expansión de pequeñas y medianas empresas financiadas con acciones y reducir el desempleo. Allí la influencia de los bancos en el desempeño de las empresas ha disminuido en virtud del mayor desarrollo del mercado de instrumentos negociados en las bolsas.

La cultura de riesgo estimulada por el mercado bursátil accionario es la que ha permitido que áreas como la cibernética, transportes, biotecnología, se puedan desarrollar. En Estados Unidos y Reino Unido, a finales de la década de los años setenta y comienzos de los ochenta, las acciones de la industria de los computadores eran consideradas como blue chips, nombre que en el argot bursátil se da a las acciones que se compran a bajo precio porque las empresas emisoras son todavía pequeñas pero que en un futuro crecerán y darán grandes dividendos y alta valorización. Recordemos que Bill Gates, el presidente y dueño de Microsoft, siendo un estudiante recién graduado de la univer-

sidad, de familia pobre, sin más patrimonio ni capital que sus conocimientos tuvo la oportunidad de emitir acciones en el mercado mostrador de los Estados Unidos y captar recursos para hacer realidad su sueño de ser empresario. Gracias a los socios que consiguió, Bill Gates, a la edad de 38 años, pudo llegar a convertirse en el hombre más rico del mundo. No creo que Bill Gates hubiera seguido ese camino si hubiera tenido que pagar intereses a los bancos o exigencias de hipotecas. Bill Gates es hijo del mercado accionario. Preguntemonos qué oportunidades tienen los Bill Gates colombianos.

Para terminar este punto es fácil demostrar, al menos intuitivamente, que las economías con mercados accionarios maduros generan los mecanismos que permiten una solución relativamente rápida a las crisis económicas. Una economía que se expande en forma acelerada termina después de varios años generando presiones para que las tasas de interés se incrementen, lo que encarece el crédito y hace más favorable para las empresas la emisión de acciones; cuando un sector de la economía entra en crisis éste difícilmente encontrará créditos pero sí puede hallar socios accionistas.

II. ENTORNO

Antes de explicar el reciente comportamiento del mercado bursátil colombiano, analicemos brevemente sus problemas estructurales:

1. Problemas estructurales del mercado bursátil

1.1. La falta de cultura de riesgo. Esta tiene tres causas: Modelo económico, criterio legislativo y cultura empresarial.

1.1.1. Modelo económico. Me refiero específicamente al modelo de mercado

5. THURLOW, Lester. Cambiando la naturaleza del capitalismo. Publicado en el libro "Repensando el futuro", editado por Rowan Gibson. Editorial Norma. Junio 1997.

de capitales que se vio reforzado por un modelo macroeconómico proteccionista y fuertemente fiscalista. El problema empezó cuando en Colombia tuvimos que escoger un modelo para desarrollar nuestro mercado de capitales. Había básicamente dos alternativas: el modelo bancario o intermediado (o modelo alemán) y el modelo bursátil (o modelo anglosajón).

La Misión del Mercado de Capitales en su informe final de mayo de 1996 se limita a hacer una comparación entre ambos modelos, pero no es explícita en favorecer o condenar un modelo. Tampoco une el modelo de mercado de capitales a un modelo macroeconómico que en mi opinión es el que finalmente determina el modelo a seguir. Un modelo que busca la internacionalización de la economía del país, para que ésta funcione óptimamente, para que sus empresas sean competitivas en costos internacionales, debe generar un modelo de mercado de capitales abierto, democrático, accionario, como el modelo bursátil o anglosajón. Por el contrario, una economía cerrada no tiene necesidad de que sus empresas compitan en el extranjero; la poca competencia que se da dentro del país estimula la conformación de monopolios y oligopolios que por definición son sinónimos de ineficiencia y de altos costos. Por supuesto que existen países donde coexisten los modelos de economía internacionalizada con el modelo bancario (Alemania) pero la teoría macroeconómica y la experiencia demuestran que pueden darse contradicciones o distorsiones en el funcionamiento del sistema.

Las misiones norteamericanas que llegaron a Colombia en la década del cincuenta aconsejaron políticas económicas imbuidas de un fuerte fiscalismo que llevaron al control de las tasas de interés y del crédito por parte del gobierno. También recomendaron la trans-

formación del Banco de la República en banco de fomento y la creación de otras entidades financieras gubernamentales que desempeñaran el mismo papel. La misión norteamericana consideraba que la receta keynesiana era la óptima para la recuperación europea y para sacar a Latinoamérica del subdesarrollo. Si bien los norteamericanos controlaron las tasas de interés, su efecto sólo se sintió en los bancos ya que las bolsas eran el mecanismo de escape a dichos controles, o sea que las bolsas no fueron restringidas en su accionar. Además en Colombia, en 1953, se realizó una reforma tributaria que instauró la doble tributación a la inversión en acciones y le dio estímulos tributarios al endeudamiento.

El desarrollo de la banca de fomento y de las corporaciones financieras, junto con el tratamiento preferencial al endeudamiento, orientaron el mercado de capitales colombiano hacia el modelo bancario ejemplarizado por el caso alemán que ya explicamos.

El modelo bancario que se siguió hasta finales de los ochenta, junto con los beneficios tributarios para el endeudamiento y las tasas de interés controladas y subsidiadas, evitaron que los empresarios colombianos desarrollaran habilidades para protegerse del riesgo. Las tasas de interés controladas y subsidiadas, al mismo tiempo que la economía vivía una alta inflación, generaron distorsiones y una deficiente optimización de los recursos puesto que muchos proyectos improductivos que no habrían sido financiados habiendo existido libertad en las tasas de interés, sí fueron financiados dado un abaratamiento artificial del recurso, ahorro que en nuestro país ha sido siempre tan escaso.

La inexistencia de la cultura del riesgo, como consecuencia del atraso en

que se sumió al sector bursátil, como también el modelo económico proteccionista, retrasaron el desarrollo de productos que ofrecieran cobertura contra los riesgos de cambio, de tasas de interés y de precios. Hoy vemos que muchos sectores de la economía no están preparados para enfrentar una revaluación del peso ni la volatilidad de los precios ni de las tasas de interés porque no existen los instrumentos en el mercado para hacerlo, como son los contratos de futuros y opciones. Es sorprendente ver que mientras en Estados Unidos, Canadá y en Inglaterra, un estudiante de carreras económicas y administrativas toma en segundo año de carrera (pregrado) un curso de mecanismos de cobertura de riesgo que incluye contratos de futuros y opciones, en las universidades colombianas estos cursos se dictan en los programas de postgrado como si fueran lo más novedoso. Aterrador es el hecho de que mientras la Bolsa de Chicago fue fundada en 1848, con el fin de negociar contratos de futuros para productos agrícolas, 150 años después en Colombia no tenemos una bolsa donde negociemos los mismos contratos. En Argentina, la Bolsa de Rosario donde se negocian futuros agrícolas fue fundada en 1884. No es por casualidad que los Estados Unidos y Argentina sean potencias agrícolas mundiales de primer orden: así la tierra sea de óptima calidad la agricultura es riesgosa y se necesitan mecanismos para protegerse del riesgo. Igualmente ha pasado con los contratos de futuros financieros. Gracias al fracaso del comunismo y al redescubrimiento de las ventajas de la economía de mercado estamos pensando en montar una bolsa de futuros financieros. Hasta los alemanes, tan desconfiados del mercado y del riesgo, empezaron a negociar futuros financieros en 1990 aunque siempre han permanecido muy participativos en el comercio internacional. Lo que nos

debería preocupar es que nosotros, estando dentro de la órbita económica de los Estados Unidos, no hubiéramos copiado lo bueno; reconozcámoslo, sesenta años de proteccionismo exagerado nos aislaron del mundo desarrollado y de sus avances; adormecieron nuestros sentidos y nos mantuvieron en la edad media.

Para terminar este punto es fácil demostrar, al menos intuitivamente, que las economías con mercados accionarios maduros generan los mecanismos que permiten una solución relativamente rápida a las crisis económicas. Una economía que se expande en forma acelerada termina después de varios años generando presiones para que las tasas de interés se incrementen, lo que encarece el crédito y simultáneamente hace más favorable para las empresas la emisión de acciones. Cuando un sector de la economía entra en crisis éste difícilmente encontrará créditos pero sí puede encontrar socios accionistas puesto que al estarse abaratando las acciones en los mercados será atractivo comprarlas a bajos precios y esperar la valorización futura.

Afortunadamente en los últimos años, tanto en Colombia como en muchos países, desarrollados y subdesarrollados, las autoridades se han dado cuenta de los beneficios que presenta el modelo bursátil, pero en el caso colombiano los cambios se hacen con mucha lentitud incluso comparados con otros países latinoamericanos.

1.1.2. Criterio legislativo por parte de la Superintendencia de Valores y autoridades relacionadas. La excesiva legislación es resultado del afán de las autoridades de permitir que los mercados presenten transparencia y protección para los inversionistas. Este afán es comprensible pero los excesivos requerimientos para los comisionistas, emisores e inversionistas le quitan compe-

titividad al mercado bursátil pues eleva los costos de la transacción reduciendo la rentabilidad. Especialmente atemoriza a los emisores potenciales quienes a pesar de ser conscientes de que se pueden obtener recursos a tasas de interés bajas, califican de excesivas las garantías exigidas como también la cantidad de documentos requeridos para obtener una calificación de riesgo y la emisión como tal, elevándose los costos de tiempo y tramitología, reduciéndose la competitividad del mercado frente al tradicional crédito del sistema financiero y crédito de fomento.

Vale la pena mencionar lo que ha pasado con el Segundo Mercado⁶, programa que fue lanzado por la Superintendencia en 1994, con el fin de que las pequeñas y medianas empresas que se quejaban de lo costoso del crédito financiero pudieran emitir títulos a través de las bolsas. Una típica empresa pequeña colombiana, la cual es generalmente administrada por la familia propietaria, es considerada empresa de alto riesgo y para emitir títulos de contenido crediticio (bonos o papeles comerciales) debe conseguir un aval bancario o una calificación de riesgo. El aval es muy costoso, además, exige hipotecas de bienes raíces lo cual está fuera del alcance de la mayoría de los pequeños empresarios; la otra alternativa, que es la calificación de riesgo para estas empresas, sería deficiente por ser consideradas empresas de alto riesgo (y más aún en época de recesión como la actual) lo que las forzaría a presentar garantías hipotecarias o similares con el fin de mejorar la calificación y lograr vender los títulos en el mercado ya que los inversionistas no compran títulos con calificación que no sea A. El resultado es que después de tres años ninguna empresa ha entrado a dicho mercado; todavía los empresarios no encuentran

razones de peso para sustituir al banquero por algo nuevo y a la larga tan costoso como el mismo crédito. Es importante que las autoridades traten de encontrar un equilibrio entre la legislación y la protección al inversionista ya que tantos controles y restricciones evitan que en el mercado bursátil existan condiciones que permitan entradas a otros garantizándose la libre competencia y eficiencia del mercado bursátil.

De la misma manera, el cambio permanente de la legislación altera continuamente las reglas del juego y genera incertidumbre entre los agentes participantes en el mercado. Quienes trabajamos en el mercado de capitales dedicamos gran parte de nuestro tiempo a actualizarnos en la legislación.

Lo anterior es producto de la mentalidad exageradamente legalista o santanderista con que se gobierna la economía del país. La legislación económica colombiana surge cuando un economista expone un tema y un abogado escribe la ley. El resultado es una cantidad de trámites, mecanismos e instituciones que en vez de facilitar la gestión económica la entorpecen; es una legislación más intervencionista y controladora que facilitadora; elimina cualquier posibilidad de generación de riesgo, dificulta y encarece el hacer empresa y negocios honradamente por lo que estimula la economía informal y la corrupción. El mundo bursátil no puede ser ajeno a esto: la creación de un producto financiero es igualmente poco atractivo por el tiempo que toma el cambiar o adecuar la legislación para que se acepte un producto que implique que el inversionista tenga que asumir un riesgo. En conclusión, quienes regulan el mundo bursátil colombiano son abogados que cuando actúan como legisladores, no conciben en sus mentes la posibili-

dad que los inversionistas tengan que asumir riesgos, no comprenden, como cualquier financista, que el hacer negocios significa asumir riesgos. Si la ley no da margen para que se asuman riesgos, ¿cómo desarrollar una cultura del riesgo?

1.1.3. Cultura empresarial. Aquí hay algo conflictivo. ¿Es el empresario o inversionista colombiano capaz de asumir riesgos? Nuestra historia demuestra que sí. La gran industria colombiana en los sectores textilero, financiero y de alimentos nació a través de la emisión de acciones a comienzos del siglo cuando la economía colombiana estaba altamente expuesta al comercio internacional, costumbre que se fue perdiendo en la medida que se impuso el modelo bancario en el mercado de capitales y se fue cerrando la economía del país al comercio exterior. Al no tener los empresarios colombianos que competir con los extranjeros para defender su pequeño mercado nacional no se hace necesario el tener que conseguir grandes capitales sino que basta con los pequeños niveles de ahorros captados por sus propios bancos. Hoy, un promedio pequeño o mediano empresario colombiano no considera por circunstancia alguna posible el emitir acciones porque le gusta mantener el control familiar de la empresa. En la medida que la apertura se consolide, todos los agentes económicos tendrán que adaptarse a las nuevas reglas del juego, que incluyen el emitir acciones so pena de desaparecer.

A pesar del salto a la apertura, los vicios tramitológicos heredados del paternalismo estatal propio del modelo proteccionista no han sido eficientemente eliminados de la mayoría de las áreas; la mentalidad legalista restrictiva que ha imperado en el mercado bursátil no ha sido removida en momentos en que se necesita flexibilidad para mejorar la

competitividad internacional de las empresas colombianas.

1.2. La concentración de la propiedad accionaria. También es resultado del modelo bancario. Las reformas de la década del cincuenta, ya descritas, estimularon a los empresarios a fundar bancos con el fin de conseguir financiación descartando la posibilidad de emitir títulos de deuda o acciones. Hoy la mayoría de las grandes empresas con capacidad de emitir títulos valores pertenecen a grandes conglomerados liderados por bancos y corporaciones financieras, lo que resulta en una reducida oferta de títulos por parte del sector real de la economía. Un estudio realizado por Fedesarrollo y la firma Econometría en 1995 para determinar el grado de concentración de la propiedad accionaria, señaló que el índice de Gini es de 0.98 cuando el tope máximo de concentración se da cuando dicho índice es de 1.0. Las diez acciones más negociadas en las bolsas representan el 60% del mercado accionario.

1.3. Los escasos conocimientos de las bondades del mercado bursátil por parte de los potenciales emisores e inversionistas, que se puede deber a una total ignorancia de lo que es una bolsa de valores, o el temor o desconfianza, como resultado de la desinformación existente sobre las bolsas debido a escándalos ocurridos en años anteriores. Este desconocimiento del sector bursátil es muy fuerte en las pequeñas y medianas empresas cuyos directores a veces aplican el dicho de que «es mejor malo conocido que bueno por conocer». La responsabilidad de este desconocimiento es culpa del modelo de mercado de capitales seguido, como también es culpa de las mismas bolsas que no se han encargado de darse a conocer a diferentes sectores empresariales, educativos y de comunicaciones. Afortunadamente se ha pro-

6. Resolución 400 de 1995. Título Cuarto. Superintendencia de Valores.

gresado en los últimos años a través de la masificación de la información sobre los indicadores bursátiles, seminarios a empresarios y cursos en colegios y universidades.

1.4. Escasa actividad en el desarrollo de procesos de Banca de Inversión. que en parte se debe al desconocimiento del mercado bursátil que caracteriza a muchos asesores financieros. Hacer Banca de Inversión no es fácil. Más que hacer un análisis financiero que demuestre las ventajas en costos que ofrece una emisión de títulos con respecto al crédito tradicional, se trata de convencer al emisor de que no debe tener miedo de compartir el control de la empresa, a la transparencia contable y a la fiscalización pública. La banca de inversión implica coordinar todo el proceso de emisión de un título hasta su venta en la bolsa.

1.5. Cultura evasiva de impuestos e inseguridad pública. En un país donde no se castiga la evasión tributaria, existe la costumbre de los empresarios a no declarar los bienes que poseen. Hay quienes piensan que entrar a la bolsa facilitaría que la información llegara a las autoridades como también a los secuestradores.

1.6. El mercado mostrador o extra-bursátil. Una amenaza al sector bursátil es la que representa el desarrollo actual de los mercados paralelos apoyados en los avances de la tecnología y que tienen menos costos de operación y menos dolores de cabeza, en parte debido a los menores controles que ejercen las autoridades fiscalizadoras sobre ellos. La Supervalores empezó a regular un mercado que ya existía pero que no era controlado.⁷ Una de las ventajas de este mercado es que no tiene sede propia como las bolsas, sino que

el mercado mostrador existe dondequiera que haya una mesa de dinero de un banco o la de otro particular o cualquier entidad comisionista, lo que quiere decir que quienes participan en este mercado como comisionistas no tienen que gastar su capital comprando un puesto de bolsa o acciones que los hagan socios de una bolsa y por lo tanto no requieren de un patrimonio muy grande para responder ante los inversionistas. Este hecho y los pocos controles ejercidos por la Supervalores hacen del mercado mostrador un mercado barato pero riesgoso para los inversionistas, comparado con todas las exigencias de patrimonio técnico y garantías que debe tener un comisionista de bolsa haciendo de éstas un mercado más costoso pero seguro.

Ante las ventajas del mercado mostrador, algunas firmas comisionistas han decidido abrir mesas de dinero para negociar a través de ellas los títulos de renta fija y transar las acciones por bolsa. Hay que aclarar que en este caso la mesa de dinero y la firma comisionista de bolsa son totalmente independientes en su actividad y por actuar en distintos mercados están sujetas a diferentes legislaciones. Recientemente se autorizó a las firmas comisionistas de bolsa el negociar en el mostrador para operaciones por cuenta propia y para la inversión de sus recursos propios. No pueden comprar o vender títulos para terceras personas.⁸

1.7. La bancarización de las bolsas

Este es el término con que se conoce al proceso en el cual los bancos han venido abriendo firmas comisionistas o comprándolas, alterándose la naturaleza de quienes manejan las bolsas. Las firmas comisionistas tradicionalmente fueron sociedades ajenas al sector ban-

cario pero el proceso de desregulación que trata de hacer los mercados más abiertos a otros participantes junto con las exigencias de capitalización hechas por la Supervalores a las firmas comisionistas, con el fin de que éstas puedan brindar más garantías a los inversionistas, ha llevado a las pequeñas firmas a asociarse con bancos o a fusionarse para poder sobrevivir. Si bien las exigencias de capitalización son justificadas, la bancarización que en un comienzo generó muchas expectativas positivas, con el tiempo ha producido desilusión. Primero, los comisionistas aceptaron la entrada de los bancos con las promesas de que ellos aportarían a las bolsas **Know-how** que las ayudaría a hacerlas más competitivas. Lo digo por experiencia propia, y en la opinión de muchos la calidad de los servicios que presta una firma comisionista filial de un banco no se diferencia mucho de la que presta otra firma.

Segundo, en muchos casos hay conflicto de intereses. Dado que las firmas comisionistas bancarizadas no pueden ser de hecho independientes del banco, ¿qué interés tiene una firma comisionista de vender a empresarios la idea de que consigan recursos por medio de una emisión de bonos o de papeles comerciales cuando son clientes del banco? Como veremos más adelante, la mayoría de las emisiones de bonos son hechas por las mismas entidades financieras. Por el contrario, hay que reconocer que entidades como la Corporación Financiera del Valle, que ha sido la entidad pionera en banca de inversión en Colombia, han coordinado emisiones de títulos con el sector real en grandes proyectos para los cuales sería difícil pensar en el crédito tradicional. En conclusión, con lo positivo o negativo que la bancarización pueda traer a las bolsas, el hecho es que éstas han perdido rápidamente su identidad para pasar a ser apéndices del sector bancario, lo

que va en concordancia con el modelo alemán. Contrariamente, en el modelo anglosajón, de acuerdo con el Acta Glass-Steagall de 1933, es prohibido que los bancos controlen firmas comisionistas o que hagan underwriting de bonos.

2. El comportamiento del sector bursátil

2.1. Emisores participantes. A mayo de 1997 el número de entidades inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, es decir, en la Superintendencia, cuyos títulos se negocian en las bolsas colombianas, era de unos 440, de los cuales el 37.8% corresponde a entidades financieras, el 19.1% a títulos emitidos por empresas manufactureras, el 6.7% al sector agropecuario y el 4.6% a entidades públicas. Estos cuatro grupos tienen una participación conjunta del 68.2% y el restante 31.8% está compuesto por una cantidad de sectores con una participación individual casi inexistente. Claramente se ve que los que más aprovechan las ventajas del mercado bursátil son las entidades financieras que pueden hacer grandes captaciones a través de las emisiones de bonos a muy bajo costo aprovechando las economías de escala. Por el contrario, el sector manufacturero y el agropecuario no se saben beneficiar de él. Sectores como educación, salud y cooperativo están marginados del mercado bursátil; lo mismo que el de la construcción que generan gran cantidad de empleos sin calificar (Ver Cuadro 1).

2.2. Las tasas de crecimiento real del mercado bursátil han sido positivas, o sea, **superiores a la tasa de inflación.** Este crecimiento ha sido acelerado desde 1990. En 1991, debido a las expectativas que generó la apertura en el crecimiento del mercado en términos nominales fue de 194% y del 132% en términos reales. En el quinquenio

7. Resolución 400 de 1995. Título Quinto, Capítulo Tercero. Superintendencia de Valores.

8. Resolución 400 de 1995. Título Quinto, Capítulo tercero. Resolución 1200 de 1995. Circular Externa No. 5, 1991. Superintendencia de Valores.

1990-1994 la tasa promedio de crecimiento real fue del 60%, lo que colocó a las bolsas en las primeras páginas de las revistas internacionales de finanzas como uno de los mercados de capitales emergentes estrellas en todo el mundo. Infortunadamente el ritmo se redujo al 16% en 1995-1996 como resultado de la crisis política. Con toda seguridad el ritmo de crecimiento se restaurará en el futuro inmediato (Ver Cuadro 2).

2.3. Estructura del mercado de títulos de renta fija. Nombre que se da también a los títulos que pagan intereses como bonos, CDT, cédulas hipotecarias del BCH, etc. La estructura de este mercado es totalmente cortoplacista, pues de todos los títulos negociados en la Bolsa de Bogotá en 1996, el 63.6% tenía vencimientos menores a un año; el 22.8% tenía vencimiento entre uno y cinco años y el restante 13.6% con plazos mayores a cinco años, lo que confirma que nuestro mercado bursátil es un mercado monetario (Ver Cuadro 3).

2.4. Participación accionaria en las bolsas colombianas. En los últimos años ha habido una tendencia definida a aumentar, no como resultado de un número mayor de emisiones sino como un incremento en los precios. Mientras que en 1988 la participación de lo transado en acciones era del 4%, la participación fue aumentándose gradualmente hasta alcanzar el 13% en 1994. Infortunadamente el pánico causado por el proceso 8.000 hizo que los fondos de inversión extranjeros, que son grandes inversionistas en acciones, dejaran de hacerlo y su participación se redujo al 6% (Ver Cuadro 4).

2.5. Número de acciones inscritas en las bolsas. En Colombia entre 1983-1989 había en promedio 120 entidades con acciones inscritas en las bolsas, mientras que en el período

1990-1996 esa cifra se redujo a 98. Este comportamiento indica un retroceso en el verdadero mercado de capitales, lo que implica efectos nefastos para la economía. Esta reducción en parte se debe al proceso de fusiones que se ha intensificado en los últimos años. Un proceso similar se vive en Argentina y Venezuela, donde sabemos que los ajustes económicos han sido dolorosos. Por el contrario, en Perú se pasó en dichos períodos de 205 a 260 inscripciones. El promedio latinoamericano ha permanecido constante alrededor de 230 acciones.

Es sorprendente la tendencia al alza tan marcada de las economías asiáticas. Para los mismos períodos el promedio del continente pasó de 207 a 366 acciones, lo que significó un incremento del 77% en inscripciones. Tailandia pasó de 123 a 306 acciones inscritas, Indonesia de 30 a 162. Igualmente en países europeos como Grecia y Portugal los incrementos son bastante importantes (Ver Cuadro 5). Para nadie es un secreto el milagro económico que se ha venido gestando en los países asiáticos, en parte sustentado por la expansión de un mercado de capitales accionario similar al modelo anglosajón.

III. PARTICIPANTES DEL MERCADO

1. Los Comisionistas

1.1. Aspectos positivos

Antiguamente llamados corredores hasta que la legislación les dio el nombre de comisionistas y estableció la diferencia entre estos.⁹ Los corredores ante incumplimiento de las operaciones por una de las partes que representan o desfalcos no responden a los inversionistas con su patrimonio, mientras que las firmas comisionistas sí lo hacen. En cada bolsa, por ley, existe lo que se llama un Fondo de Garantías, el cual

tiene como objetivo «el responder a los clientes de las sociedades comisionistas por el cumplimiento de las obligaciones de entrega o restitución de valores o de dinero que las mismas hayan contraído en virtud del contrato de comisión o de la administración de dichos valores». Si no es suficiente, la firma tiene que responder con el puesto de bolsa y sus acciones en la bolsa.

Los comisionistas de bolsa son básicamente vendedores, como su nombre lo indica, su éxito está medido por la cantidad de comisiones que generan para la compañía, lo que implica tener excelentes relaciones públicas. La **honorabilidad** es otra de las características; este es uno de los pocos mercados en el mundo donde la palabra es sagrada, nadie se puede retractar de un negocio e ignorar las condiciones pactadas sin padecer el descrédito dentro del gremio y sufrir las sanciones establecidas por la Cámara Disciplinaria existente en cada bolsa. La mala práctica de su profesión puede causarle a un comisionista varios tipos de sanciones que incluyen la suspensión y la expulsión de la bolsa. Ni hablar de las violaciones a las normas establecidas por la Supervalores sobre la transparencia de las operaciones, incumplimientos y negociaciones no permitidas que pueden llevar hasta la liquidación de la firma comisionista. Como expliqué anteriormente, estos controles se convierten en la mejor garantía para los inversionistas aunque representan altos costos de funcionamiento para el mercado y quizás pérdida de competitividad ante el mercado mostrador.

Por ley, todos los comisionistas para poder desempeñar su trabajo tienen que haber aprobado un curso diseñado para ellos y que es dictado en cada una de las bolsas. Este curso les da una sólida formación técnica en los campos financiero, jurídico y el sistema transaccional.

1.2. Aspectos negativos

En mi opinión a las firmas comisionistas les **hace falta calidad en la asesoría**. Los comisionistas son expertos en la parte operativa de las transacciones, como es de esperar, pero muchos inversionistas esperan que se les informe sobre tendencias del mercado, comportamiento pasado, presente y esperado de la empresa emisora del título, tendencias de indicadores macroeconómicos, etc. Algo similar a la información que permanentemente es brindada por firmas como Merrill Lynch, Solomon Brothers, Paine Weber, etc., en las grandes bolsas del mundo. Esto se debe a la mentalidad cortoplacista con que se trabaja en el mercado bursátil; los esfuerzos están concentrados en la consecución de comisiones y poco presupuesto para la investigación y el mercadeo de sus servicios. Los comisionistas son expertos en la parte operativa de las negociaciones, pero hace falta ir más allá de la simple transacción momentánea porque la gente invierte pensando en el futuro. En los mercados eficientes y futuros la formación de los precios depende de las expectativas que los participantes en el mercado se formen del futuro. Al fin y al cabo los comisionistas tienen que conseguir comisiones y no tienen tiempo para ponerse a hacer análisis profundos. Solamente en las firmas más solventes se puede ver que los comisionistas tienen auxiliares que los apoyan en aspectos informativos que les permitan informar mejor a sus clientes.

También falta planeación para el mercadeo. La mayoría de las firmas no tienen programas orientados a la atracción de emisores, inversionistas, capacitación, publicidad, etc., sino que son funciones atribuidas a alguna división de cada bolsa. Esta actitud se atribuye a la falta de recursos que tienen las firmas comisionistas individualmente pero

9. Circular Externa No. 5, 1991. Superintendencia de Valores.

no estimula a las firmas a utilizar estrategias de mercadeo con el fin de mejorar su participación en el mercado.

2. Los emisores

Como he dicho con anterioridad, el mercado bursátil no está cumpliendo su cometido si los emisores no son principalmente productores de bienes y servicios diferentes a los del sector financiero. Esto tiene varias razones, algunas de ellas ya comentadas, pero sinteticémoslas:

a. El tradicional desconocimiento que tienen las pequeñas y medianas empresas productoras de bienes y servicios sobre las alternativas de financiación que ofrecen las bolsas, lo que es resultado de la falta de planes de mercadeo por parte de las bolsas y de las firmas comisionistas. Sabemos que lo que no se anuncia no se vende. Ya existen algunos programas dirigidos a ellas, como es el caso de la Bolsa de Occidente.

b. Miedo a lo nuevo, a la exploración de otras alternativas de financiación por parte de los empresarios. Insisto en la falta de cultura de riesgo. Uno puede pensar que tal actitud irá cambiando gradualmente en la medida que algunos osados medianos empresarios se vayan aventurando a emitir títulos y obtengan éxito; sin embargo, se observa una resistencia inercial a dicho cambio, incluso en una época de profunda recesión como la que vivimos actualmente. Lo natural sería pensar que si los bancos no otorgan créditos a las empresas, se considere otra cosa. Algunos han venido consiguiendo créditos en el exterior estimulados por la revaluación del peso pero el Banco de la República a lo largo de este año ha mostrado determinación en evitar que el peso se mantenga revaluado, por lo que dejará de ser atractivo endeudarse en monedas extranjeras.

¿Y qué tal las acciones? Hay básicamente dos clases de acciones: las ordinarias y las preferenciales sin derecho de voto.

1. *Las ordinarias* dan derecho a intervenir en la toma de decisiones de la empresa, como también a recibir unos dividendos.

2. *Las preferenciales sin derecho de voto* no permiten que los accionistas participen en la administración de la empresa, no tienen voz ni voto a cambio de recibir un dividendo preferencial el cual es estipulado con anterioridad entre los emisores y los futuros accionistas. El dividendo se llama preferencial porque se reparte a los accionistas antes de repartir los dividendos de las acciones ordinarias. Por ejemplo, si la empresa da utilidades primero se pagan los dividendos preferenciales y si sobra se pagan los ordinarios. En caso de que la empresa no tenga utilidades los preferenciales se pueden acumular hasta dos años y adquirirán el derecho a participar en la administración de la empresa como cualquier accionista ordinario, mientras que los ordinarios sencillamente no recibirán garantía alguna.¹⁰

Siempre hemos sabido que a los dueños de las empresas les da miedo ceder parte del control de ellas, no están dispuestos a compartir sus decisiones con otros que pueden ser desconocidos, gente que no conoce del negocio o dueños de fortunas de dudosa procedencia. Legisladores, comisionistas e inversionistas pensaron que el miedo se acabaría con la introducción de las acciones preferenciales, que los empresarios estarían dispuestos a emitir acciones, pero la verdad es que no ha ocurrido así. En realidad, no se espera que vendan el 100% de las acciones sino una cantidad que no pase del 49%. La re-

forma al Código del Comercio¹¹ permite que las juntas directivas de las empresas tomen decisiones con la mitad más uno de los votos y no con la aprobación del 75% como antes. Como anécdota vale la pena mencionar que la familia Ford controla un conglomerado con sólo el 16% de los votos, mientras que el restante está atomizado entre millones de accionistas.

Ni las reformas hechas al Código de Comercio, ni las acciones preferenciales, ni las recesiones, ni la apertura han hecho que los pequeños y medianos empresarios muestren interés en emitir acciones. Prefieren que la empresa deje de crecer, seguir pagando altas tasas de interés, que los bancos las embarguen hasta liquidarlas, a tener que aceptar otros socios y crecer. Aunque hay sus excepciones, la actitud descrita corresponde a la mayoría de los casos. La afirmación que acabo de hacer la sustento en la experiencia adquirida en la Bolsa de Occidente donde tuve la oportunidad de coordinar un programa de promoción del mercado orientado a las pymes, que involucró a firmas encuestadoras, visitas a empresas y gremios, entrevistas con los propietarios, capacitación y publicidad. No entiendo cómo las empresas colombianas sobrevivirán a la competencia extranjera que apenas empieza a llegar al país, con empresas multinacionales que se financian con acciones. Estoy seguro de que los empresarios colombianos tendrán que cambiar de mentalidad, forzados por la alternativa de competir para sobrevivir, la cómoda de vender o fusionarse y la incómoda de salir del mercado.

3. El gobierno

3.1. El gobierno como legislador

El punto anterior nos lleva a pensar que parte de la solución podría estar por

los lados del gobierno. Es fundamental su papel como legislador para que estimule el cambio cultural a través de incentivos tributarios y simplicidad en los trámites.

3.2. El gobierno como emisor e inversionista

Las bolsas son un instrumento de las autoridades monetarias para el control de los medios de pago en la economía por medio de las cuales el Banco de la República realiza las Operaciones de Mercado Abierto que consisten en la compra y venta de Títulos de Participación. A través de estas operaciones también se pueden alterar las tasas de interés de la economía e indirectamente las tasas de cambio, ya que en la actualidad no se negocian divisas en las bolsas. El Banco sólo puede comprar títulos del gobierno. El Ministerio de Hacienda tradicionalmente ha hecho emisiones de bonos en el mercado nacional e internacional con el fin de financiar proyectos de desarrollo, deuda externa, etc. En forma similar, la Tesorería General de la Nación vende grandes cantidades de títulos TES para financiar las operaciones del gobierno y refinanciar la deuda pública. Se espera que para 1999 sea la Tesorería la única entidad encargada de emitir títulos a largo plazo. Fuera del gobierno central, también pueden emitir las entidades financieras y no financieras del Estado, gobiernos departamentales y municipales.

El gobierno ha hecho colocaciones de bonos en dólares en las bolsas colombianas. En general, el volumen de las emisiones nacionales y extranjeras está sujeto a aprobaciones del Ministerio de Hacienda, el DNP, el CONPES y la Comisión de Crédito Público, dependiendo del cupo global de endeudamiento de la nación que es presentado por el Ejecutivo al Congreso para su aprobación.

10. Ley 222 de 1995. Artículo 61, Código de Comercio.

11. Ley 222 de 1995, Artículo 68.

4. Los inversionistas

Pueden ser personas naturales, jurídicas, nacionales o extranjeras. Quisiera concentrarme en los inversionistas institucionales.

Anteriormente se mencionó el problema de la concentración de la propiedad accionaria como uno de los males que aquejan al sector bursátil, y en opinión de muchos, al país. En vista de que la cultura de invertir en acciones fue truncada en la década de los años cincuenta con la doble tributación y otras reformas posteriores, el sueño de lograr una democratización en la propiedad productiva del país se frustró ya que se trataba de seguir el ejemplo norteamericano donde millones de personas naturales eran propietarias de las empresas a través de las acciones, lo que brindaba a las gentes de escasos o medios recursos la posibilidad de participar en las utilidades de la economía y mejorar su nivel de vida. Con el tiempo, el manejo de los ahorros empezó a cambiar en los países desarrollados con el fortalecimiento de los inversionistas institucionales ya que es menos riesgoso para un individuo el depositar sus ahorros en un fondo para que éste los administre. Los fondos de inversión se pusieron de moda a finales de los años setenta en Colombia y las reformas realizadas a comienzos de esta década, en el sector de la salud y la reforma laboral, ayudaron a la aparición de nuevos fondos.

Hoy en día, en los países desarrollados los ahorradores son propietarios de las empresas a través de los inversionistas institucionales, constituyéndose en los más importantes dinamizadores del mercado debido a los altos niveles de liquidez que manejan. En Colombia se ha pretendido que ocurra lo mismo, ya que es la forma de lograr la tan anhelada democratización, es decir que el mayor número de personas tenga ac-

ceso a la propiedad privada. Sin embargo, los inversionistas institucionales no han cumplido su tarea por dos razones:

1. *Legislación.* La Resolución 200 de 1995, expedida por la Superbancaria, y la Resolución 96 de 1995, expedida por la Supervalores, relacionadas con la valoración de portafolios a precios de mercado, obligan a los fondos a publicar continuamente las rentabilidades que obtiene el fondo con el fin de mantener informados a los inversionistas y se estimule la competencia entre los fondos. Esto es bastante sano. El problema está en que los fondos, con el fin de aumentar sus rentabilidades en el corto plazo y atraer clientes, se ven obligados a invertir en papeles de corta madurez, es decir, mercado de dinero. La rentabilidad de los fondos está determinada por la alta rotación en el corto plazo de la liquidez que manejan y no en la inversión en activos que estimulen la producción. Lo que sí ocurre en los países desarrollados y que podemos observar en el caso chileno que ha sido considerado como el modelo a seguir en este aspecto. La solución a esto podría estar en la redirección de los requerimientos de inversión de los fondos, para que un porcentaje mínimo sea dirigido a la inversión en acciones y títulos a largo plazo.

2. *Mentalidad cortoplacista.* Independientemente de la legislación, los fondos tienden a invertir en títulos de corto plazo y solamente en los de largo plazo cuando estos tienen calificación de riesgo de A. La calificación de riesgo es una evaluación de la probabilidad de incumplimiento del pago de los intereses y del principal por parte del emisor. La calificación es emitida por una entidad especializada, después de un estudio sobre la empresa. Las notas pueden ir desde la triple A (AAA) hasta la D. El hecho es que si una empresa que es calificada con una B, lo que quiere de-

cir que presenta un riesgo moderado en la actualidad, los inversionistas institucionales difícilmente invertirán en este título así la empresa en un futuro presente crecimientos de las ventas, utilidades, conquista de nuevos mercados nacionales e internacionales, lanzamiento de nuevos productos, etc. Entonces, si solamente invierten en títulos clase A, ¿cuál es el manejo del riesgo? Afortunadamente los fondos de inversión extranjera están asumiendo los riesgos en la emisión de acciones pues se han convertido en los principales compradores de acciones.

IV. SERVICIOS DEL MERCADO BURSATIL

Hay unos servicios ofrecidos directamente por las bolsas como hay otros indirectos o conexos al mercado.

1. Servicios de las bolsas

1.1. Servicios informativos

1.1.1. *Bibliotecas.* Las bolsas disponen de bibliotecas donde se puede adquirir información estadística y legislativa gratuita sobre las bolsas colombianas y extranjeras. Además, información gratuita sobre todas las emisiones que han sido negociadas por bolsa como también de los emisores ya que por ley los emisores tienen que enviar a las bolsas información financiera y contable actualizada cada trimestre.

1.1.2. *Boletines.* Cada bolsa publica boletines diarios, mensuales y anuales en los que se describen con detalle las transacciones por títulos, especie, volúmenes, tasas, precios, etc., acumulados diarios, mensuales y anuales. Cada trimestre se publican unos compendios con la información financiera enviada por los emisores a las bolsas. Estas publicaciones se adquieren por suscripción. En estos se incluyen los indicadores e índices bursátiles que registran el comportamiento del mercado en general y de clases de activos específicos.

Gran parte de esta información puede ser accesada por Internet.

1.1.3. *Información periodística.* En los más importantes periódicos del país se publican diariamente informes resumidos de los negocios del día anterior, como de los indicadores bursátiles.

1.1.4. *Cursos para comisionistas de bolsas.* Se dictan en cada bolsa periódicamente. Su aprobación es uno de los requisitos para poder actuar como comisionista, sin embargo están abiertos a todas las personas que tengan un título universitario, así no les interese ser comisionistas de bolsa. Los cursos se concentran en lo financiero, jurídico y en el manejo del sistema electrónico de transacciones. Los cursos son de alto nivel académico y los docentes son especialistas teóricos y con experiencia en el mercado.

1.1.5. *Seminarios, charlas, visitas.* Con el fin de diseminar la cultura bursátil, las bolsas cuentan con funcionarios que se encargan de atender visitas de estudiantes de colegios y universidades, dictan charlas a gremios, funcionarios de empresas y visitan empresas.

1.2. Sistemas electrónicos transaccionales

La sistematización de las bolsas colombianas es un ejemplo evidente de lo que se puede lograr con la competencia. Ante un plazo fijado por la Supervalores para que se empezaran a negociar los títulos de renta fija y las acciones por medio de un sistema electrónico de transacciones, las bolsas emprendieron una carrera en la que cada una en forma aislada trató de implementar un sistema acorde con las exigencias de un mercado que enfrentará los retos modernos dados por la internacionalización y la desregulación. El sistema importado desde Chile por la Bolsa de Occidente, que fue adaptado a las necesidades colombianas, terminó siendo adoptado por la de Bogotá,

mientras que la de Medellín desarrollaba el propio. El de la Bolsa de Occidente, para la negociación de títulos de renta fija, se llama Rutrel y el que permite negociar acciones se llama Rueda; el de la Bolsa de Bogotá se llama Winset y se usa para negociar acciones y renta fija; y los sistemas de la Bolsa de Medellín se llaman MEC para renta fija y SETA para las acciones. En mi opinión, las tres bolsas terminarán utilizando el mismo sistema chileno en un corto plazo, lo que facilitará la interconexión y el acceso del público al mercado.

Las bolsas colombianas están a la altura de las mejores bolsas del mundo en materia de tecnología. La tradicional forma de anunciar una transacción en voz alta, lo que se llamó Sistema de Viva Voz, ha pasado a la historia. Ahora los comisionistas no necesitan ir a la bolsa a "cantar" la transacción, sino que desde un terminal ubicado en su oficina o casa pueden entrar al sistema y hacer la negociación. En la pantalla están viendo todas las ofertas de compra y venta que se hacen por cada título, los precios y las tasas.

Este servicio se ofrece al público por suscripción. Las tesorerías de empresas y bancos, comisionistas del mercado de mostrador, universidades inversionistas están adquiriendo el derecho de tener un terminal instalado que les permite mirar lo que está pasando en el mercado, claro está sin poder intervenir en él.

La experiencia de las bolsas adquirida en la implementación de estos sistemas las ha llevado a trabajar conjuntamente en la creación de un sistema de transacción y registro llamado Enlace que se está ofreciendo a los intermediarios que participan en el mercado mostrador.

1.3. Fondos de Valores¹²

Son fondos administrados por las firmas comisionistas con el fin de invertir exclusivamente en títulos inscritos en las bolsas. Constituyen el mecanismo apropiado para que los pequeños inversionistas tengan acceso al mercado bursátil, como si fueran grandes inversionistas. Funcionan en forma similar a como opera cualquier otro fondo de inversión; los aportes al fondo dan derechos alicuotas al inversionista. Generalmente la composición de las inversiones en acciones de los fondos no supera el 10% del portafolio del fondo y el 90% restante está invertido en títulos de alta liquidez.

De los doce fondos actualmente existentes en Colombia, diez son abiertos e invierten principalmente en bonos, títulos de participación y CDT. Los otros dos son cerrados y son especializados en acciones. El monto de apertura o aporte inicial mínimo varía entre \$200.000 y \$500.000.

2. Servicios conexos a las bolsas.

2.1. Banca de Inversión

Es muy reciente, pues entró en Colombia en la década de los años sesenta y en los años noventa recibió un gran impulso con las privatizaciones. Su función es la coordinación de una emisión de títulos que deben ser vendidos en el mercado primario, para lo que debe hacer principalmente:

- Asesorías financieras:* valoraciones de empresas, medición de la capacidad de endeudamiento, políticas de dividendos, factibilidad financiera de la emisión
- Compraventa de instrumentos financieros:* venta de la emisión, Underwriting.

c. *Diseñar instrumentos financieros* que permitan obtener liquidez y/o financiación a cualquier tipo de actividad económica, privada o pública, cualquier activo mueble o inmueble.

d. *Otros servicios* que pueden llevar o no a una emisión: venta de empresas, fusiones y privatizaciones apenas despegan. Los Venture Capital projects, que en español se han llamado Fondos de Capital de Riesgo tienen como objetivo el captar dinero de inversionistas con el fin de comprar una participación accionaria minoritaria en una pequeña empresa que de acuerdo con estudios financieros demuestra tener un gran potencial de desarrollo. Los técnicos del fondo entran a participar en la administración de la empresa, a aportar su experiencia y después de seis años el fondo vende su participación obteniendo una ganancia de capital puesto que se supone que la empresa se ha valorizado. Estos fondos han tenido gran éxito en Asia, Estados Unidos, Europa, México y Chile porque son considerados como impulsores de las pequeñas y medianas empresas por aportar capital semilla. En Colombia han sido planteados pero han fracasado debido al poco interés de los inversionistas en aportar dinero a ellos ya que la rentabilidad se da en el largo plazo (seis años en promedio de acuerdo con estándares internacionales) o si no porque los administradores del fondo, con tal de hacerlo más rentable para los inversionistas en el corto plazo, terminan desvirtuando su verdadero objetivo. Como anécdota, vale la pena mencionar que un estudio de mercadeo para uno de estos fondos patrocinado por la Bolsa de Occidente y la Cámara de Comercio de Cali, llegó a la conclusión de que era ne-

cesario eliminar la palabra "riesgo" y que los fondos deberían llamarse Fondos de Capital de Inversión puesto que la palabra riesgo alejaría a los inversionistas de dicho fondo. Tal es la fobia que tenemos a dicha palabra.

2.2. Calificación de riesgo¹³

Como dijimos anteriormente, la calificación de riesgo tiene como objetivo el informar al inversionista sobre el riesgo que asume al comprar un título en específico. Para ello la agencia calificadora asigna una calificación en letras que resulta de una evaluación del emisor en los aspectos financieros, administrativos, entorno en que opera el emisor, proyecciones, etc. Hay calificadoras muy conocidas en el mundo como Standard & Poors, Moodys y Duff and Phelps. Esta última es la única establecida en Colombia a la fecha. La calificadora es totalmente autónoma en la asignación de la calificación y no puede obedecer a presiones.

Sin entrar en muchos detalles, la calificación es requerida para los bonos y papeles comerciales emitidos por el sector real privado, a las acciones preferenciales del sector privado, a las titularizaciones inmobiliarias y de cartera. En un futuro, cuando se establezcan en el país otras calificadoras, este requisito será extendido a casi todos los títulos emitidos por el sector financiero incluyendo los CDT.¹⁴

La calificación implica un costo al emisor por el período que dure la emisión. Por ejemplo, un bono que tenga una madurez de siete años deberá estar actualizando la calificación durante ese tiempo.

2.3. Depósitos de Valores¹⁵

Su objetivo principal es brindar a los inversionistas el servicio de custodia de

13. Resolución 400 de 1995. Título Tercero, Capítulos Primero y Segundo. Superintendencia de Valores.

14. Resolución 400 de 1995. Título Tercero, Capítulos Primero y Segundo. Superintendencia de Valores.

15. Decreto 437 de 1992, del Ministerio de Hacienda, Ley 27 de 1990.

12. Resolución 400 de 1995. Título Segundo, Sección Cuarta, Capítulo Quinto. Superintendencia de Valores.

los títulos, dada la posibilidad que cuando los títulos sean entregados al nuevo propietario, se pierdan, sean robados, falsificados, etc. Este servicio no es obligatorio de asumir sino que es contratado y el depósito expide un certificado de custodia. Además de la custodia, el depósito se encarga de la administración del título, restitución en caso de pérdida, transferencia de los intereses, etc.

En Colombia el primer depósito fue inaugurado por el Banco de la República, por ley 27 de 1990 y es conocido con la sigla DCV o Depósito Central de Valores. Las bolsas colombianas, en asocio con entidades financieras, decidieron ofrecer el servicio y es conocido como Deceval, ubicado en las sedes de las bolsas pero con una administración independiente.

CONCLUSIONES

1. Es necesario definir el papel de las bolsas dentro del sector financiero y dentro de la economía en general. Se deben fortalecer las bolsas con el fin de beneficiarnos de las ventajas que ofrece el modelo anglosajón para lo-

grar un aceleramiento del crecimiento del país; debemos imitar los cambios que se vienen gestando en Europa al respecto.

2. El principal factor que restringe el crecimiento del mercado bursátil en Colombia es la falta de cultura de riesgo por parte de emisores e inversionistas, resultado de la histórica mínima exposición de los participantes a las fluctuaciones propias de los mercados nacionales e internacionales. Este problema se puede solucionar en parte con el montaje de mecanismos de cobertura por el gobierno o las bolsas, con estímulos tributarios y reducción de los trámites exigidos para los potenciales emisores. Pero la verdadera solución se centra en la educación, que produzca un cambio de mentalidad en los participantes. Para eso es necesario desarrollar una estrategia de mercadeo de los servicios que ofrecen las bolsas orientadas al sector privado y al público. Esta educación hay que llevarla incluso a la educación secundaria, junto con los cursos para la formación empresarial.

Cuadro 1 Resumen entidades inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios a mayo 30 de 1997			
No.	Sector Económico	Mayo 97	(%) Part.
1	Establecimientos Financieros	174	37,8 %
2	Agricultura, silvicultura, ganadería, caza y pesca	31	6,7 %
3	Explotación de minas, canteras y petróleo	3	0,7 %
4	Manufactura	88	19,1 %
5	Electricidad, distribución de gas y agua	13	2,8 %
6	Construcción e ingeniería civil	10	2,2 %
7	Comercio	10	2,2 %
8	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	9	2,0 %
9	Entidades públicas	21	4,6 %
10	Salud y servicios médicos privados	6	1,3 %
11	Hotelería y turismo	6	1,3 %
12	Educación	3	0,7 %
13	Servicios varios	21	4,6 %
14	Entidades vigiladas	5	1,1 %
15	Titularización	49	10,7 %
16	Sector cooperativo	7	1,5 %
17	Otros	4	0,9 %
Total		460	100,0
Fuente: Superintendencia de Valores. Estadística mensual. Mayo de 1997			

Cuadro 2 Crecimiento real del mercado bursátil en Colombia 1988 - 1996												
Año	Occidente Mm \$	Crec. Nom %	Crec. Real %	Bogotá Mm \$	Crec. Nom %	Crec. Real %	Medellín Nom \$	Crec. Real %	Crec. Nom %	Total Real \$	Crec. %	Crec. %
1988	55.608	28	0	357.113	-13	-32	100.347	6	-17	513.068	-7	-27
1989	113.449	104	62	394.252	10	-12	143.347	43	13	651.048	27	1
1990	229.020	102	52	661.125	68	27	254.042	77	34	1.144.187	76	33
1991	803.038	251	177	1.953.448	195	133	603.279	137	87	3.359.765	194	132
1992	1.437.196	79	43	3.957.784	103	62	884.703	47	17	6.279.683	87	49
1993	2.361.939	64	34	6.608.033	7	36	1.653.757	87	52	10.623.729	69	38
1994	2.376.927	1	-18	13.351.174	102	65	2.925.322	77	44	18.653.423	76	43
1995	2.766.209	16	-3	17.973.187	35	13	5.019.581	72	44	25.258.977	38	16
1996	3.627.649	31	8	24.468.182	36	12	8.524.341	70	40	36.620.172	42	17

Fuente: Boletines mensuales y anuales de las bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente

Cuadro 3 Estructura del mercado de renta fija 1996			
	Bogotá	Medellín	Occidente
Menos de 1 año	63,61%	N.D.	47,76%
Entre 1 y 5 años	22,79%	N.D.	36,9%
Más de 5 años	13,61%	N.D.	13,34%

Fuente: FIABV. Anuario Estadístico. 1997. Buenos Aires.

Cuadro 4 Participación del volumen accionario en el total negociado por cada bolsa (porcentaje)				
Año	Occidente	Bogotá	Medellín	Total
1988	4	2	10	4
1989	3	3	12	5
1990	3	2	9	4
1991	4	3	10	5
1992	4	5	24	8
1993	4	5	19	7
1994	6	11	251	3
1995	4	3	17	6
1996	3	6	7	6

Fuente: Boletines mensuales y anuales de las bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente.

Cuadro 5
Promedio de compañías con acciones inscritas en la Bolsa

América Latina	83-96	83-89	90-96
Argentina	189	213	166
Brasil	559	562	556
Chile	234	215	253
Colombia	109	120	98
México	186	176	197
Perú	237	205	260
Venezuela	86	94	79
Promedio	231	232	230
Asia del este	83-94	83-89	90-94
Corea	526	411	687
Filipinas	158	140	171
Taiwán	188	144	255
Indonesia	84	30	162
Malasia	287	231	371
Paquistán	471	382	607
Tailandia	196	123	306
Promedio	273	207	366
Europa	83-96	83-89	90-96
Grecia	131	116	152
Portugal	130	101	186
Turquía	101	48	143
Promedio	126	102	160

Fuente: Caballero Argáez, Carlos y Rojas, Juan Manuel
XV Simposio sobre Mercado de Capitales. Asobancaria. Bogotá. 1997.

Cuadro 6
Negociaciones por Bolsa. Operaciones más representativas
Acumulado a julio 1997

Bolsa Mercado (%)	Participación Negociado	Título más por Bolsa	Participación
Bogotá	68,7	TES	26,77
Medellín	22,2	TES	24,48
Occidente	9,1	TES	34,9

Cuadro 7
Relación Precio/Valor Libros

Fin año	Bogotá	Medellín	Occidente
93	2,56	1,90	1,60
94	1,66	1,49	1,19
95	1,14	1,01	1,40
96	0,93	0,70	0,91

Fuente: Boletines de las Bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente

LA ENSEÑANZA DE LOS VALORES

MARIA CRISTINA NAVIA KLEMPERER

Universidad de San Buenaventura, Cali. Licenciatura en Educación. Pontificia Universidad Javeriana, Cali. Especialización en Ética y Pedagogía de Valores. Pontificia Universidad Javeriana, Bogotá. Curso de Especialización: La Evaluación de la Educación Universitaria. ICESI. Programa en Alta Dirección Universitaria. Universidad de Santo Tomás, Bogotá. Escuela de Graduados: Magíster en Educación. Especialización: Investigación y Docencia Universitaria.

La autonomía es el eje sobre el cual gira la enseñanza de los valores, se hace indispensable considerar un principio de libertad, responsabilidad y madurez, que permita al ser humano dar razón de sus actos, tomar sus decisiones y hacer elecciones que se validen en el uso de la razón y de la libertad, y no en principios externos coercitivos.

El ser humano debe estar en capacidad de construir su propio proyecto de vida, de tal manera que apueste por su propio desarrollo y trascendencia como por el de la comunidad y el de su cultura como un sujeto individual que hace parte de un colectivo.

La aspiración es que el hombre valioso se reconozca a sí mismo y reconozca al otro y se reconozca en él, en la medida de sus diferencias e igualdades, permitiendo que el lenguaje actúe como intermediario en el proceso de la acción comunicativa buscando su transformación y autoestima.

La educación en valores nos pone de frente a un sinnúmero de nacionalidades, culturas, costumbres, leyes, normas, creencias y gustos diferentes, factores que rodean al ser humano cuya especie es única y cuyos derechos son inviolables.

Son los hombres, en sentido genérico, los únicos que pueden construir un juicio moral y pensar libremente sin ataduras externas impuestas que presionen su voluntad y decisión, permitiendo la convivencia y el establecimiento de acuerdos entre sus iguales y distintos. Cada grupo humano construye sus propias normas que si bien no tienen la condición de universales sí permiten ser revisadas para alcanzar su legitimidad.

Según Carlos Darío Orozco Silva,¹ "el desarrollo moral en Kohlberg no consiste en la conformidad de la conducta hacia unas normas morales ni en la interiorización de reglas culturales externas, ni en los influjos producidos

¹ Orozco, Silva Carlos Darío. *Módulo Fundamentos Pedagógicos de la Educación en Valores I*. Pontificia Universidad Javeriana. Santafé de Bogotá, 1995. p.15.