



Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas

Departamento de Economía

**La Sub-Valuación de las Acciones de la
Bolsa de Valores de Colombia**

**Jan Ter Wengel
Luz Karine Ardila
Luis Alejandro Lee**

Bogotá, Octubre de 2007

**La Sub-Valuación de las Acciones
de la Bolsa de Valores de Colombia
Jan ter Wengel, Luz Karine Ardila
y Luis Alejandro Lee
Octubre 2007**

RESUMEN:

En la mayoría de los mercados de valores se encuentran problemas de gobernabilidad y concentración de poder. Colombia pertenece a esta mayoría. El problema de pertenecer a esta mayoría es que, según la evidencia empírica internacional, los inversionistas minoritarios sólo quieren pagar una fracción del valor de la acción en lugar del 100%. La eliminación de los problemas de concentración y gobernabilidad redundaría en:

1. Mejores precios para las acciones.
2. Una inversión más eficiente a nivel nacional.
3. Una profundización del sistema financiero que lo haría menos vulnerable a los vaivenes externos.

Por consiguiente, se recomiendan medidas encaminadas a resolver los problemas de concentración y gobernabilidad que además conllevan a una situación “win-win” en que se benefician los grandes accionistas, los pequeños accionistas, el sistema financiero y el país en general. ¡No hay perdedores!

Jan Ter Wengel
Departamento de Economía
Bogotá, Colombia
Pontificia Universidad Javeriana
Calle 40 6-23 Edificio Gabriel Giraldo
janterwengel@javeriana.edu.co

Luz Karine Ardila
Departamento de Economía
Bogotá, Colombia
Pontificia Universidad Javeriana
Calle 40 6-23 Edificio Gabriel Giraldo
ardilal@javeriana.edu.co

Luis Alejandro Lee
Departamento de Economía
Bogotá, Colombia
Pontificia Universidad Javeriana
Calle 40 6-23 Edificio Gabriel Giraldo
Llee.vra@javeriana.edu.co

ABSTRACT:

The Stock Markets of most countries exhibit problems of governance and concentration. Colombia belongs to this group. The problem of belonging to this group is that minority investors will only be willing to pay a fraction of the true value of the stock. The elimination of the problems of concentration and governance would lead to:

1. Higher stock prices.
2. A more efficient investment climate.
3. A deepening of the financial system which would make it less vulnerable to external fluctuations.

Therefore some policy prescriptions to resolve the concentration and governance problems are formulated. These measures provide a “win-win” situation that benefits the majority shareholders, the minority shareholders, the financial system and the economy.

Jan Ter Wengel
Departamento de Economía
Bogotá, Colombia
Pontificia Universidad Javeriana
Calle 40 6-23 Edificio Gabriel Giraldo
janterwengel@javeriana.edu.co

Luz Karine Ardila
Departamento de Economía
Bogotá, Colombia
Pontificia Universidad Javeriana
Calle 40 6-23 Edificio Gabriel Giraldo
ardilal@javeriana.edu.co

Luis Alejandro Lee
Departamento de Economía
Bogotá, Colombia
Pontificia Universidad Javeriana
Calle 40 6-23 Edificio Gabriel Giraldo
Llee.vra@javeriana.edu.co

I. INTRODUCCIÓN:

En el clásico “La Teoría del Desarrollo Económico”, Schumpeter (1911) resaltó la importancia del desarrollo financiero para el desarrollo económico. Propuso que los servicios ofrecidos por los intermediarios financieros – movilización de ahorros, evaluación de proyectos, monitoreo de directivos y facilitación de transacciones – son indispensables para el avance tecnológico y el buen desempeño económico.¹ Levine (1992) demostró empíricamente la validez de los argumentos de Schumpeter al demostrar una correlación robusta entre el desarrollo financiero y un posterior crecimiento de la producción.

En el mismo artículo, Levine demuestra que es irrelevante si el desarrollo financiero se deriva del desarrollo del sistema bancario o del sistema bursátil. De esta manera resuelve un debate de más de un siglo sobre las ventajas y desventajas de los sistemas bancarios y bursátiles para promover el desarrollo.² Lo importante es que el sistema financiero suministre fondos para la creación y expansión de empresas. Barona, Gómez y Torres (2006) expresan que aunque la banca en Colombia ha venido financiando nuevas empresas, aún queda mucho camino por recorrer. Por otra parte, el mercado bursátil, con una participación limitada de empresas que en su mayoría pertenecen a conglomerados o pirámides, tampoco parece ofrecer recursos a las nuevas empresas o a aquellas que se encuentran en expansión. Sin embargo, con algunas reformas que podrían beneficiar a todas las partes involucradas, el mercado bursátil se podría convertir en un motor de desarrollo. Esto no implica desconocer las medidas que se han adoptado para vigorizar este mercado como la venta de ECOPETROL y las actividades emprendidas por COLOMBIA CAPITAL.

¹ King and Levine (1993).

² Ver Allen y Gale (2001).

El propósito de este ensayo es documentar la ineficiencia del sistema bursátil colombiano debido a la concentración y relación interna entre las empresas registradas en la bolsa. Esto conduce a una distorsión en el mercado bursátil que trae consigo las siguientes consecuencias:

1. Deficiente asignación de recursos.
2. Mala protección de los inversionistas minoritarios.
3. Sub-valoración de la empresa.
4. Restricción de las posibilidades que Colombia se beneficie de la globalización de los flujos de capital.

Por estas razones en el país el mercado bursátil no funciona como propulsor del desarrollo. Se debe comparar ésto con la afirmación de Porter y Kaplan:

“Los Estados Unidos sí tiene una política industrial, se llama el mercado de valores”³. En su libro, “La Tierra es Plana” Friedman asegura que los Estados Unidos, mantienen una ventaja sobre los otros países debido a que dicho mercado funciona muy bien. Friedman agrega que “Lo que hace que la provisión de capital funcione tan bien aquí es la seguridad y la regulación de nuestros mercados de capitales, que brindan protección a los accionistas minoritarios”⁴.

El mercado bursátil de los Estados Unidos no siempre funcionó tan bien. En los años anteriores a la gran depresión también presentó problemas de concentración y de propiedad cruzada entre empresas. Morck establece que los Estados Unidos rompieron esta estructura piramidal al imponer una “doble tributación” a los dividendos entre empresas.

³ Friedman, 2006, p 260

⁴ Ibid.

Otra alternativa que se ha ensayado para evitar la concentración/pirámide, es la de abrir nuevos mercados con reglas que estimulen la protección de los intereses de los accionistas minoritarios y la ausencia de control entre una empresa y otra. Estas alternativas se ensayaron con el Neuer Markt en Alemania y en el Novo Mercado de Brasil.

Este artículo se organiza de la siguiente manera: En la sección 2 se presenta una revisión de la literatura más reciente sobre los costos de mercados bursátiles ineficientes. Ahí se revisarán los costos de una asignación ineficiente de recursos al dar preferencia a las asignaciones intra-grupo. También se describen las pérdidas por sub-valoración de las acciones que resultan de la deficiente protección de los inversionistas minoritarios. La sección 3 describe brevemente cómo se ha tratado de mejorar la gobernabilidad con el fin de activar el sistema financiero en diferentes países. En la sección 4 se describe la estructura bursátil de Colombia y se enfatiza en su estructura de concentración y de propiedad piramidal. Es necesario aclarar que la concentración bursátil no es un hecho característico de Colombia. El modelo de Berle y Means (1932) en el que todas las empresas son propiedad de un accionariado difundido, sólo resulta ser cierto en los Estados Unidos, Gran Bretaña y Japón. Los demás países tienen problemas de concentración y sería un desafío para Colombia ser uno de los primeros en salir de esta categoría. Finalmente la sección 5 concluye.

II. Relación entre Gobernabilidad y Mercado Financiero

Sorprendentemente hasta hace poco en los libros de finanzas sólo se le prestaba atención al conflicto entre accionistas y directivos según el modelo de Berle y Means (1932). Sin embargo, más recientemente se le ha dado mayor importancia a los problemas de concentración de poder que afectan la participación de varios agentes en el mercado financiero, lo cual afecta a su vez el entorno macroeconómico. Stulz (2006) resalta los

problemas de concentración y poca gobernabilidad que conducen a una situación en que los grupos predominantes tienen un control de las empresas que supera su capital accionario; los grupos predominantes pueden utilizar este control para expropiar a los dueños minoritarios. No se dice que esta expropiación suceda sino que existe la posibilidad, y que esta posibilidad afecta adversamente el precio de las acciones. La concentración del control y la sub-valoración de las acciones redundan en un subdesarrollo financiero y en la limitada participación de inversionistas extranjeros.

La evidencia empírica muestra que Estados Unidos, el Reino Unido y Japón no presentan concentraciones de poder debido a las altas garantías sobre los derechos de propiedad que tienen los inversionistas minoritarios, conduciendo así a una dinámica favorable para el mercado de capitales en cada uno de esos países. En el resto del mundo las pirámides financieras son mucho más comunes con un impacto adverso sobre el mercado de capitales. Estas se construyeron mediante la adquisición por parte de inversionistas de participaciones directas e indirectas sobre determinadas empresas en pro de objetivos de integración y de control. El resultado es que los inversionistas minoritarios están sujetos a incertidumbre sobre el manejo de la empresa.

La Porta, López de Silanes y Shleifer(1999) presentan diferentes formas de obtener el control de una empresa. Entre ellas están la emisión de acciones con diferentes derechos de voto, la formación de pirámides y la construcción de esquemas horizontales de poder. En su trabajo sobre estructuras de financiamiento destacan que las firmas que no tienen concentración sólo se encuentran en los países más ricos que tienen gobiernos que funcionan bien. Así, no solamente es el sector privado el culpable de las ineficiencias del mercado financiero; el gobierno es responsable de evitarlas. En su trabajo La Porta et al., también profundizan sobre la forma en que están relacionadas las empresas entre sí, y en la naturaleza de los accionistas mayoritarios que controlan la estructura, diferenciando entre empresas privadas, empresas estatales, entidades financieras, familias, etc. La importancia de dicha naturaleza radica en que varían los problemas de gobernabilidad y

se presentan importantes diferencias en las decisiones de inversión dependiendo de cada una de ellas. Hasta este momento se han expuesto las principales características de los accionistas mayoritarios, pero no sólo de ellas depende la incertidumbre a la que están expuestos los accionistas minoritarios. El comportamiento de los mayoritarios también se expresa a través de sus directivos y éstos tienen la primera opción para realizar la expropiación. Son ellos quienes toman las decisiones sobre proveedores y prestadores de servicios y mediante esas decisiones pueden favorecer a los particulares que también son los accionistas mayoritarios de las firmas con las cuales se realizan los contratos.

La concentración del control económico por encima del capital aportado se da principalmente por dos vías: por la expedición de acciones con derechos de voto diferenciales o por la construcción de pirámides de empresas. Aunque se pueden asignar cualquier tipo de derechos de voto a diferentes tipos de acciones, estas generalmente se dividen en acciones ordinarias con derecho a un voto por acción y acciones preferenciales que no tienen derecho de voto. Los esquemas de propiedad cruzada horizontales y la construcción de pirámides son formas alternativas para adquirir un control que sobrepase el aporte de capital de la familia o grupo mayoritario. Utilizando el ejemplo proporcionado por Morck (2004) en el gráfico 1, se tiene que un grupo puede tener una mayoría de 50% más un voto en cada una de las empresas del nivel 1 (firmas 1,1 y 1,2). El capital restante – 50% menos 1 voto – son aportados por accionistas minoritarios. Las empresas de primer nivel pueden, a su vez, establecer 4 empresas, cada una con un 50% más un voto, otorgándoles así el control. En un tercer nivel se encuentran 8 empresas, que por la fórmula de 50% más un voto, también quedan bajo el control absoluto del grupo que estableció la pirámide.

En el ejemplo simplificado de Morck, se tiene que un grupo con un patrimonio de \$100 millones termina controlando activos por un valor de \$1.500 millones: 800 del nivel 3, 400 del nivel 2, 200 del nivel 1 y los 100 que aportó. Además de ilustrar cómo se puede concentrar el poder económico, el ejemplo de Morck también sirve para ilustrar la

expropiación de los accionistas minoritarios por los accionistas mayoritarios. Dejando de lado el voto que concede la mayoría, una ganancia de \$100 mil de una empresa del nivel 3 debería ser repartida en partes iguales, 50 y 50, entre los accionistas mayoritarios y minoritarios. Con esta repartición, la empresa del nivel 2 obtendría 50 que a su vez se repartirían entre accionistas mayoritarios y minoritarios de manera que cada grupo obtendría 25. La empresa del nivel 1 repartiría los 25 en 12,50 para los accionistas y 12,50 para el grupo.

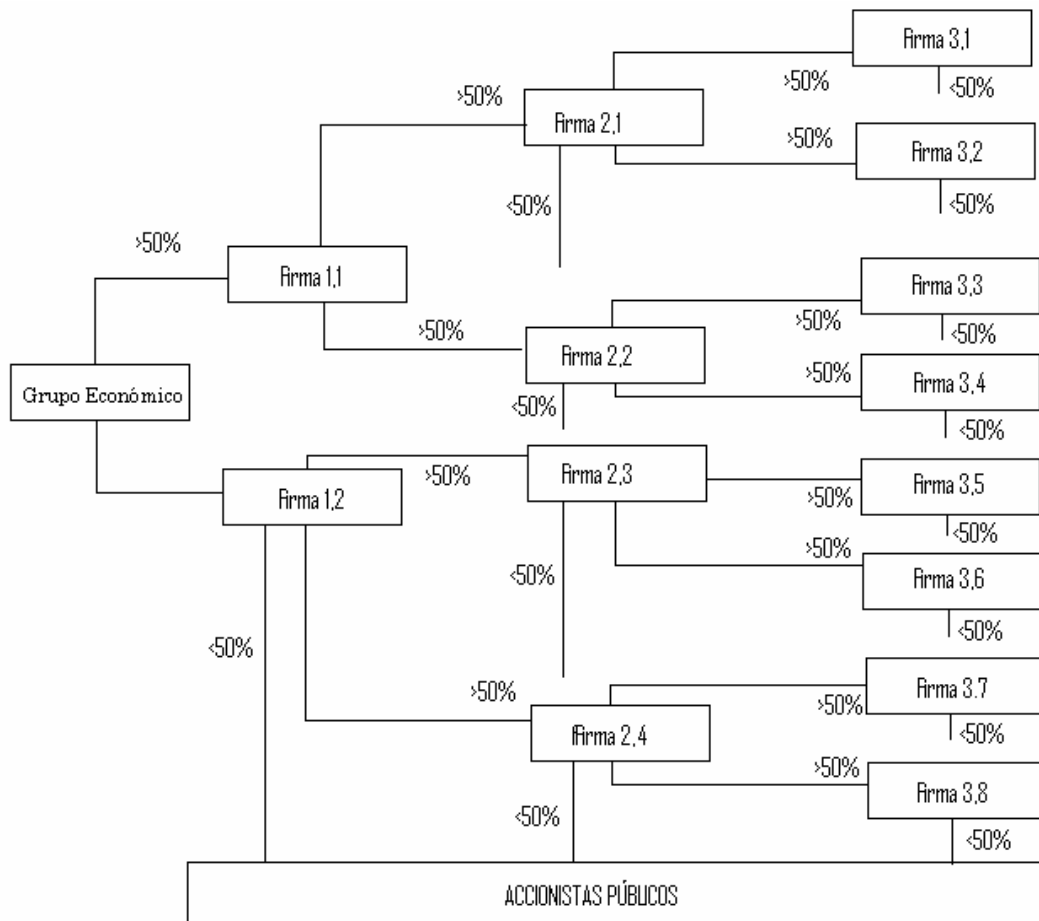
Como existe una gran diferencia entre 100 y 12,50, se presenta el incentivo para hacer un “túnel”⁵. Como todas las empresas de la gráfica son controladas por el grupo, el grupo podría vender servicios por valor de \$100 mil a la empresa de nivel 3 y de esta manera obtener todas las ganancias. De manera menos visible podría trasladar los beneficios de una empresa del nivel 3 a una de las empresas del nivel 1 y percibir \$50 mil en vez de 12,50. Insistimos que este es un ejemplo de cómo se podrían dar las cosas y no es una aseveración de que las cosas en realidad se den así, pero sí debe quedar claro que un accionista minoritario no querrá pagar un precio por las acciones del nivel 3 que represente dividendos de \$100 mil anuales; debe descontar la probabilidad de que los dividendos se puedan reducir si se necesitan recursos en alguna otra parte del esquema o pirámide.

En la pirámide de Morck el control siempre se establecía como el 50% mas un voto. En la realidad, como regla práctica, se utiliza un nivel del 20% para establecer el control de una compañía. En algunas ocasiones se controla una compañía con el 10% de las acciones. Estas reglas, generalizadas por La Porta, Lopez-de-Silanes y Shleifer (1999), se utilizan puesto que la mayoría de los accionistas minoritarios no votan en las asambleas del la compañía.

⁵ Ver Jonson, La Porta, Lopez-de-Silanes y Shleifer (2000).

Gráfico 1:

Un grupo económico controla un primer nivel de firmas mediante el 50% de las acciones mas un voto. Cada firma que pertenece al primer nivel controla de la misma forma a firmas del segundo nivel y sucesivamente. El efecto extiende el control de los Grupos Económicos mucho más allá de los recursos aportados por el grupo.



La concentración afecta: el comportamiento de los inversionistas, la situación de las empresas en el mercado financiero, y en general tiene costos para la economía.

1. *Asignación de Recursos*: Cuando hay un alto grado de concentración se hace difícil la distribución del capital a otras firmas y empresas pequeñas y nacientes, que son las que más necesitan recursos financieros y las que más los pueden hacer producir (Beck, Demirguc-Kunt, Laeven y Levine (2004)). Esta situación es aún más crítica en países con un desarrollo financiero intermedio; disminuye el grado de eficiencia del capital generado debido a la falta de financiación a las nuevas empresas. En Almeida y Wolfenzon (2006), se relaciona el mercado de capital interno y la eficiencia de la asignación del capital a lo largo de la economía y se sugiere que no se invierte en los proyectos más productivos sino en aquellos presentados por empresas que están bajo el control de los accionistas mayoritarios.

La falta de financiación desincentiva la actividad innovadora y empresarial. Un empresario con un producto nuevo necesita expandir su negocio rápidamente antes de que un grupo grande o una empresa internacional le copie la innovación. El desincentivo a esta actividad innovadora se traduce en lento crecimiento de la productividad. Por otra parte, si no se financian los proyectos más productivos sino aquellos que proponen las firmas del propio portafolio, tampoco se tendrán unos rendimientos que incentiven el mercado de capitales.

Almeida y Wolfenson (2006) desarrollan mucho más el tema de cómo los grupos económicos pueden distorsionar el mercado de capitales. La posibilidad de que una firma altamente productiva pueda acumular más capital depende del nivel de capital que esté disponible para financiar los proyectos, pero la disponibilidad de recursos está inversamente relacionada con el nivel de concentración. En general se podría concluir que los conglomerados distorsionan el mercado de capitales y

terminan asignando recursos al mejor proyecto bajo su dominio y no al mejor del país.

2. *El retorno y la valoración:* El mercado financiero es un elemento que ayuda a definir el mercado de bienes aún más en un contexto de globalización como el que se vive hoy en día. Aunque se han eliminado muchas barreras a los flujos de capital, los mercados de capital no compiten en igualdad de condiciones. En un estudio empírico que cubre 35 países durante un periodo de 11 años, Pinkowitz, Stulz y Williamson (2006), encuentran que los problemas de gobernabilidad tienen consecuencias sobre las expectativas de los inversionistas y por ende sobre la valoración de las acciones por inversionistas minoritarios. Ellos comprueban que los accionistas minoritarios le asignan un valor de \$0.33 a cada peso de efectivo que tengan las compañías en países de baja protección mientras que en los países de alta protección esta valoración es de \$0.91. Por otra parte, debido al hecho que los dividendos pagados ya no se pueden re-direccionar, un pago de los mismos en un país con baja protección lleva a un incremento mayor de la valuación de los activos por parte de los accionistas minoritarios que en países con mayor protección. Los autores concluyen que la evidencia indica contundentemente que los problemas de gobernabilidad afectan los precios de las acciones.

En una investigación similar Lins encuentra una relación inversa entre el exceso de control de un grupo con respecto a sus activos y el valor de mercado de la empresa. El valor de mercado de la empresa para 1433 empresas en 18 mercados emergentes⁶ está dado por la Q de Tobin que Lins calcula de la siguiente manera: el valor de mercado de las acciones mas el valor en libros de los activos menos el valor en libros de las acciones todo dividido por el total de activos.

⁶ No incluye a Colombia.

Un país con un mercado financiero subdesarrollado está en una situación desventajosa porque no es un destino atractivo para la inversión. Aún si vienen capitales extranjeros, los retornos van a estar subestimados por la vulnerabilidad a la pérdida o al robo. No es un error asegurar que la presencia de problemas de gobernabilidad limita los beneficios que tiene la globalización porque no solo baja el precio de las acciones, sino que también limita los recursos dedicados a la inversión y dificulta la financiación de los nuevos proyectos productivos.

3. *Globalización:* Stulz (2006) explica que la liberación de flujos financieros puede tener un efecto muy positivo sobre países en vías de desarrollo. Sin embargo, si se presentan problemas de gobernabilidad – es decir problemas de gobierno corporativo o problemas de riesgo político – entonces las empresas no se beneficiarán de capitales a menor costo. No tendrán acceso al mercado mundial de capital y por ende terminarán actuando como si estuvieran en una economía cerrada.

La concentración de poder económico limita la posibilidad para que un país se beneficie de la globalización financiera. Cuando se presenta concentración se registra un desarrollo financiero menor, mayor volatilidad del consumo, una limitación de la inversión al ahorro domestico disponible, menor inversión extranjera, sub-valoración de las empresas, empresas más pequeñas y un crecimiento económico más lento. Todo esto se puede resumir en que los problemas de gobernabilidad tienen un impacto adverso sobre la actividad empresarial, por cuanto los beneficios para un empresario son menores si no tiene acceso a la financiación para expandir su empresa. En consecuencia, en países con problemas de gobernabilidad las empresas tienden a ser más pequeñas y más apalancadas.

El problema de gobernabilidad causa un círculo vicioso. Cuando no existe protección para los accionistas minoritarios, los mercados financieros no se desarrollan. Si los mercados financieros no crecen y no aumenta su importancia, no se encuentra la voluntad política o de las empresas para mejorar su funcionamiento.

Como lo muestra Stulz (2006), con problemas de gobernabilidad la globalización tiene unos costos que son cada vez más sensibles al riesgo, lo cual lleva a equilibrios muy parecidos a los de una economía cerrada. Las economías con un mal gobierno caen en el círculo vicioso mencionado anteriormente porque la dinámica del mercado financiero depende básicamente de un proceso de reasignación, y quienes hacen la reasignación tendrán primordialmente en cuenta las empresas que tienen bajo su control. Para romper este círculo vicioso la globalización es una herramienta útil en cuanto busca destinos con una buena protección.



III. Soluciones Planteadas para el Problema de Gobernabilidad en Diversos Países

Para contrarrestar la concentración que ha surgido a nivel de muchos países por la presencia de grupos económicos con relaciones cruzadas horizontales o pirámides se han sugerido las siguientes medidas de política:

- a. *Doble-Múltiple tributación*: La forma en que se dismantelaron las pirámides y los grupos económicos en Estados Unidos tuvo como objetivo limitar la viabilidad de estructuras corporativas que ocasionaban: problemas de gobierno, evasión de impuestos, poder monopólico y una concentración peligrosa de influencia política.⁷

El escenario de los 30 en Estados Unidos fomentó el convencimiento de los perjuicios derivados de la existencia de grupos económicos. Morck (2004), resalta la forma en que se dismantelaron las pirámides financieras mediante un impuesto ínter-corporativo que grava a las firmas que sirven entre el último nivel y el controlador, es decir, se gravan los pagos y los ingresos. El pago del impuesto indirecto sobre un recurso que se transfiere de la empresa n hasta la 1 según la tasa que se fije es:

$$1 - (1 - a) * (1 - b)^{n-1} * (1 - c)$$

con a como el impuesto a la firma del ultimo nivel, b impuesto a las firmas entre los niveles y c como el que se fija a la controladora. A comparación un accionista minoritario paga:

$$1 - (1 - a) * (1 - c)$$

⁷ Morck (2004) p.1

Dentro de la medida de la doble tributación, también se optó por beneficiar a las firmas que eliminen las empresas subsidiarias y fortalezcan los derechos legales. La situación en la que se desmantelaron en Reino Unido, dependió de la limitación de posesión sobre el umbral del 30 %, garantizando que no haya algún tipo de concentración de poder a lo largo de las pirámides y de grupos económicos.

- b. Nuevo mercado:* En Santana (2002) se muestra que el nuevo mercado es un espacio de comercio en el que las compañías adoptan regímenes legales mucho más estrictos en pro de eliminar los problemas de gobernabilidad, más que lo decretado por ley.

Los procesos son transparentes corrigiendo los problemas de conglomeración-transacción y específicamente tienen que brindar información trimestral sobre el balance general, los estados financieros, los estados de flujo de efectivo según los estándares mundiales, auditorías, proveer información a cualquier tipo de persona interesada mediante publicaciones sin restricción sobre todo tipo de transacción realizada por los directivos, accionistas mayoritarios y proveer información sobre los contratos entre la compañía y cualquier parte relacionada.

Aparte de la confianza sobre la información que van a tener a disposición los inversionistas, se aclara que el Nuevo Mercado trabaja básicamente con acciones emitidas que no son preferenciales, pese a que no hay ninguna ley que obligue a ese comportamiento porque se está autorizado a emitir $\frac{2}{3}$ del capital de la compañía en dichas acciones. En particular, recientemente se ha tenido una modificación en las nuevas empresas que limitan a la emisión $\frac{1}{2}$ del capital en acciones preferenciales.

El mercado de capitales brasilero creó 2 niveles intermedios de gobernabilidad corporativa: *nivel 1* tiene información adicional a las del Nuevo mercado como otros estados financieros, y la información de las transacciones de miembros corporativos diferentes al administrador. *El nivel 2* requiere las obligaciones del Nuevo mercado pero tiene unas excepciones como los son la posibilidad de emitir acciones preferenciales, pero son restringidas para alguna específica situación.

- c. **Reglamentación:** Todos los autores que han estudiado los problemas de concentración y los problemas de agencia, resaltan la vital importancia de las garantías sobre los derechos de propiedad para los inversionistas minoritarios.

Lins (2003) comenta que el efecto de concentración es más débil en países con mejores protecciones legales para los accionistas externos. Las formas en que interviene el gobierno como regulador en las transacciones que amenazan el mercado de capitales dependen de sus prioridades y los tipos de leyes que lo rigen. Si el gobierno es flexible, no es grave infringir la ley y es menos costoso para los miembros corporativos y más directamente los accionistas mayoritarios explotar los beneficios de tener control.

Cuando los elementos legislativos y de regulación no funcionan muy bien se tiene que ajustar el seguimiento a quienes participan en las transacciones mediante supervisores, auditores y monitoreo, además de la confianza que se le atribuya al estatuto que establece todas las funciones y los compromisos de los empleados. Como en Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes y Shleifer (2000), definitivamente el estatuto es un elemento débil como control para las directivas y sus intereses individuales, pero las

acciones legislativas tienen códigos como pilares de responsabilidad que dirigen las funciones de los administradores:

1. *Compromiso*
2. *Lealtad*
3. *Fiduciario (discreción)*

De igual forma Stulz (2006) muestra que hay costos asociados al control; para aumentarlos se deben promover leyes que impidan que los exploten a su totalidad, porque se apela a disminuir los incentivos.

La reglamentación y las modificaciones legislativas tienen un proceso extenso de aprobación y de debate por lo que son una solución lenta en relación a la velocidad de la globalización. Mientras eso ocurre se necesita una solidez financiera para soportar el crecimiento de nuevos proyectos.

Dentro de las regulaciones que se han fomentado para eliminar las estructuras de control, también se encuentran aquellas que separan las actividades de inversión y las actividades comerciales – bancarias, protegiendo a los depositantes bancarios del riesgo adicional asociado con las transacciones comerciales de los bancos. El establecimiento **Glass-Steagall Act**, fue decretado en la gran depresión y fue desmontado al final de 1999; es importante porque en un escenario con riesgo y dificultades de financiación el tener el control sobre las entidades financieras haría más difícil y preferenciales los procesos de financiación, es decir, los recursos estarían destinados a un selecto grupo de empresas donde el tamaño va a estar controlado por el número de empresas que pertenecen a la estructura de control, entonces tales transacciones privilegiadas para algunos socios implicarían riesgos para los depositantes del dinero puesto que las

entidades financieras están respondiendo a órdenes de socios mayoritarios y no precisamente a proyectos rentables.

IV. La Estructura Bursátil en Colombia

Después de haber constatado cómo la concentración de poder afecta el desarrollo financiero y las secuelas de éste, el propósito de esta sección es documentar la concentración de poder en Colombia para poder asegurar que la toma de medidas para limitar esta concentración redundaría en mejores precios para las acciones, una inversión más eficiente a nivel nacional, empresas más grandes y menos apalancadas y un incentivo a la creación de nuevas empresas por nuevos empresarios.

a. Metodología

El estudio va dirigido a las empresas más importantes⁸ que son emisoras de acciones en bolsa, especialmente las que tienen una importancia relevante sobre las transacciones de la misma. Todos los datos han sido obtenidos mediante la base de datos de la superintendencia financiera y la superintendencia de sociedades, específicamente en los últimos estados de resultados.

i. **CONCENTRACIÓN:** El seguimiento de los Grupos económicos va a depender de la posesión directa e indirecta de empresas controladoras. La Porta (1999) trabaja con una definición de control del 20 %, para una comparación internacional de las empresas que conforman grupos. En este artículo se concentrará en aquellas relaciones que superan el 20 %, haciendo explícita la medida de control.

⁸ Son los títulos que aparecen como información en Portafolio

ii. **DIRECTIVOS:** Para corroborar los argumentos y el contexto en el que se daban los problemas de gobernabilidad se tomaron las juntas directivas y los representantes legales de las empresas que emiten en bolsa y se buscaron las coincidencias de los nombres en cargos de diferentes empresas. A partir de las coincidencias de los nombre en bolsa se comenzó a catalogar qué tipo de empresas compartían directivos en pro de la consolidación del grupo económico.

b. Resultados

A. CONCENTRACIÓN:

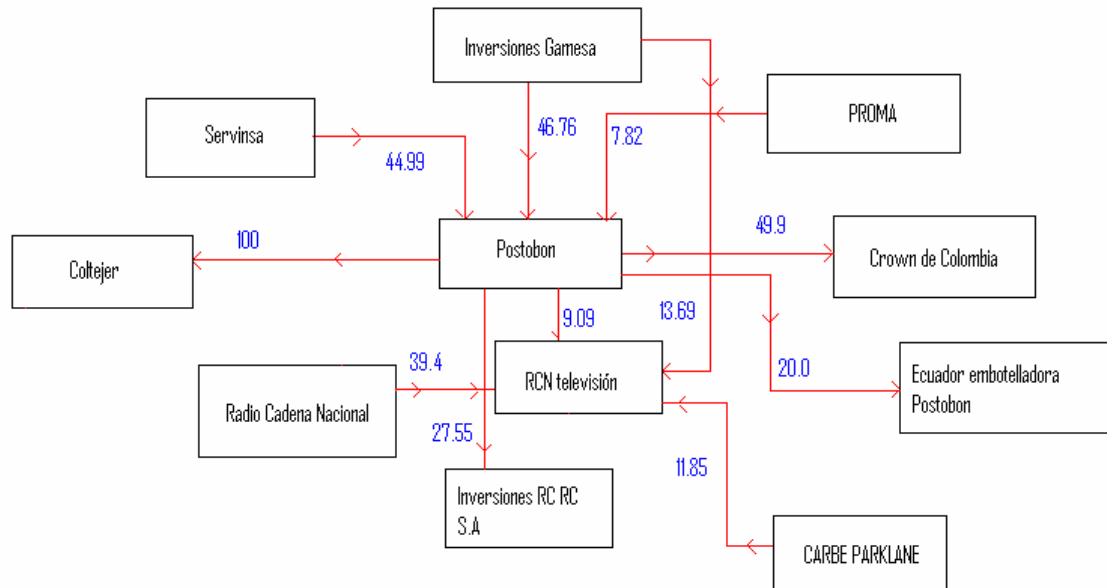
La conformación de los grupos económicos presenta diferentes características: en primer lugar van desde un esquema claro de pirámide hasta una maraña de participaciones; en segundo lugar están conformados por empresas con distintos objetos sociales. Por último, el control de estos grupos y de las empresas que los conforman, que son los principales emisores de acciones de la bolsa de valores, tienen juntas directivas en común que evidencian una concentración de poder administrativo que es útil a la hora de extender los alcances del grupo económico.

1. Estructura y evidencia empírica:

En el cuadro 1 (Ardila Lulle) se presenta una clara presencia de concentración, donde el eje central es Postobón, controlada con un 100 %, que es quien realiza las ramificaciones, pero sin presentar una firma controladora sino una variedad de firmas que están conformadas por la misma junta directiva. De este modo se muestra a Inversiones RC RC, Crown de Colombia y Embotelladora de Ecuador Postobón como niveles últimos con un poder de 27.55%, 49.9%, y 20 % respectivamente. Aún más importante, controla el 100 % de Coltejer que es una empresa considerada importante. El control de Coltejer

no se ejerce directamente desde Postobón, sino que se ejerce a partir de empresas intermedias.

Cuadro 1. Grupo Ardila - Lulle⁹

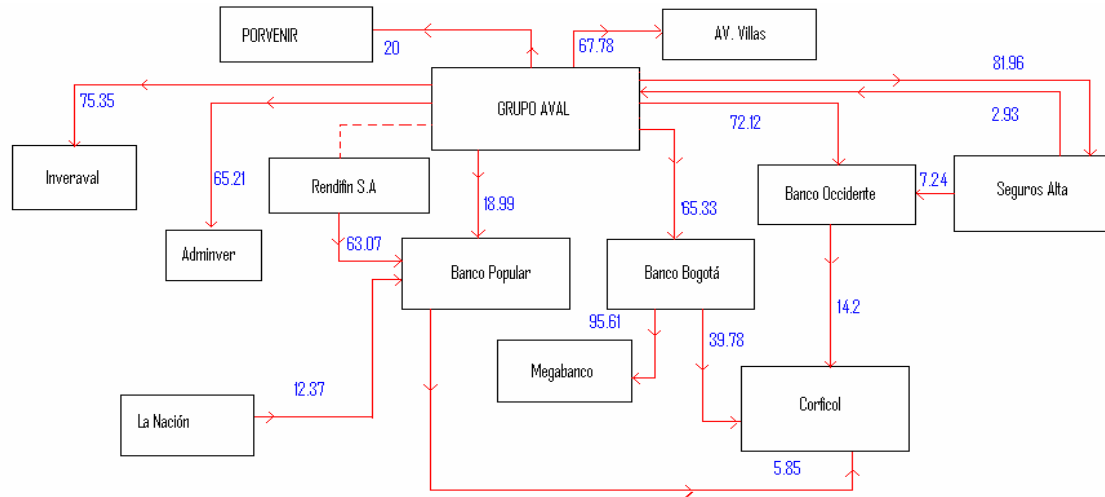


De una manera más evidente funciona el grupo Aval (cuadro 2), puesto que claramente se observa que de sí depende el proceso de extensión del grupo económico. Las extensiones llegan a Corficol a través de diferentes canales como el Banco Popular y el Banco de Bogotá; dicho control no se produce a través de la posesión directa e indirecta sino a través de la delegación de la totalidad de responsabilidad administrativa de las acciones sobre el Banco Popular que tiene RENDIFIN S.A a el grupo AVAL según un contrato celebrado el 21 de Diciembre del 2006; a diferencia con el cuadro de Ardila Lulle, en el grupo Aval se presentan inversiones más directas de mayor proporción y evidencia.

⁹ En la figura se han insertado las empresas que aparecen como accionistas mayoritarios según la superintendencia financiera. La información de Coltejer está basada en la información del Libro de Silva Colmenares.

Adicionalmente, 3 de las empresas consideradas como importantes emisores de títulos hacen parte de este Grupo Económico: Grupo Aval, Banco de Bogotá, y Corficol con su emisión “pfcorficol”. Con sus afiliados como el Banco de Occidente y el Banco Popular este grupo tiene una influencia muy importante en el sector financiero.

Cuadro 2. Grupo Aval.¹⁰



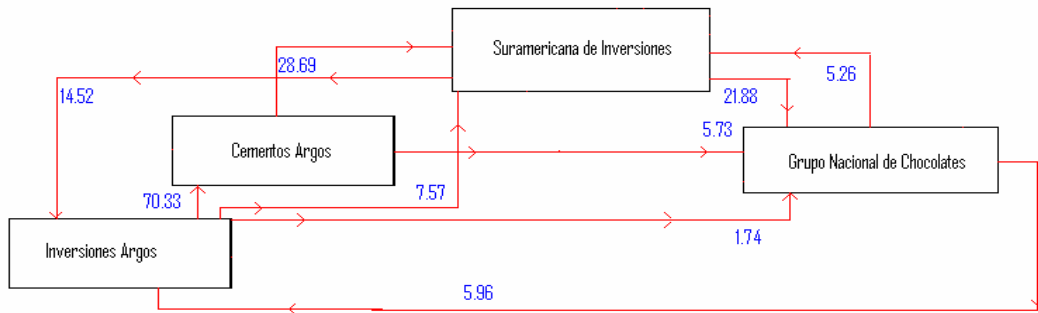
La situación contraria se presenta en “Suramericana de inversiones” debido a la complejidad de las transacciones y de la estructura a la que se enfrenta, afirmar que Suramericana de inversiones es el ente controlador es riesgoso pero se puede establecer como medio de extensión, ya que se evidencia una relación circular (cuadro 3) que dificulta el reconocimiento del origen de la concentración como en La porta, López de Silanes y Shleifer (1999)

En el Grupo Suramericana¹¹ se presenta una estructura particular que toma como epicentro a FABRICATO TEJICONDOR (Cuadro 4), siendo el concepto más parecido a

¹⁰ Las empresas insertadas obedecen a la definición de control utilizada, las que no son mostradas es por que no satisface la definición. Adicionalmente se diferencia la forma de control del Grupo Aval sobre Rendifin S.A ya que es un servicio administrativo.

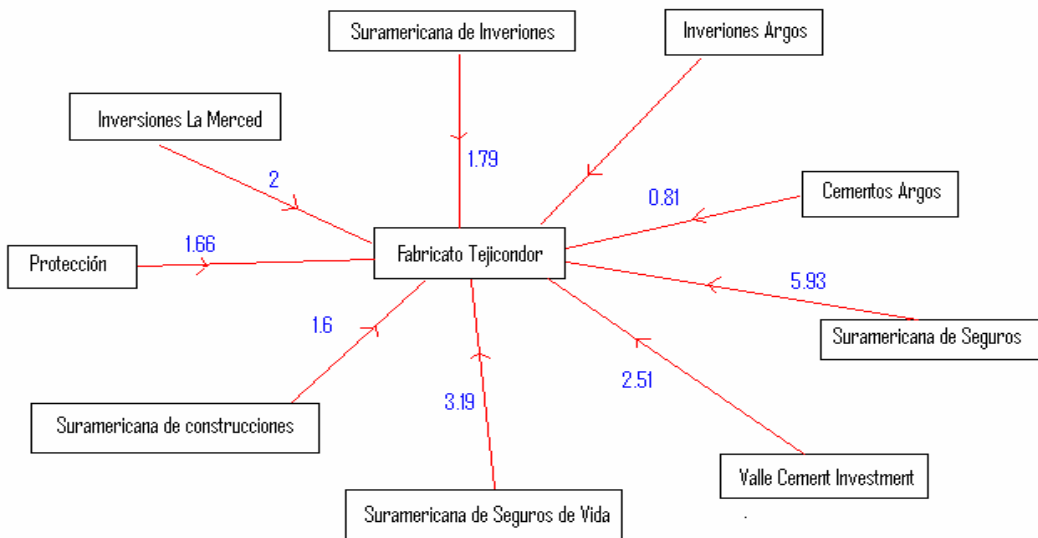
¹¹ Es importante aclarar que no es como tal el “Grupo” Suramericana. Es más bien el GEA (Grupo Empresarial Antioqueño) quien controla a través de Suramericana.

Cuadro 3. Suramericana de Inversiones¹²



una empresa con varios accionistas minoritarios pero que en el acumulado llega al 20 % de control. Su condición no es independiente puesto que los accionistas están controlados por empresas pertenecientes al Grupo de Suramericana de Inversiones.

Cuadro 4. Fabricato¹³

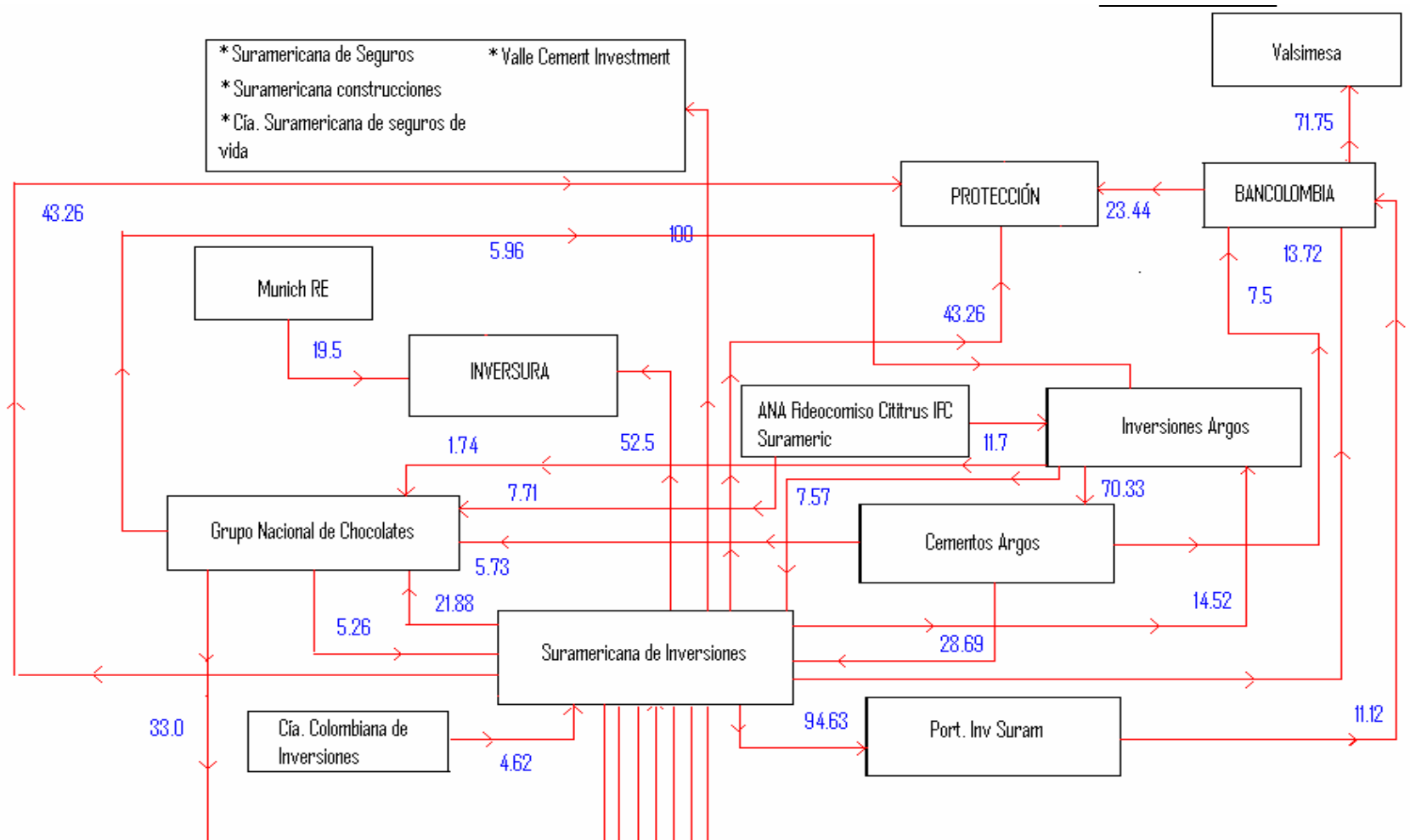


¹² Se destaca la estructura circular de Suramericana de Inversiones, Nacional de Chocolates, Cementos e Inversiones Argos, por lo que no se incluyen el resto de empresas que pertenecen al portafolio de acciones de las empresas en mención.

¹³ Se resalta la presencia de accionistas minoritarios que están insertados en la misma pirámide, todas las empresas excepto Valle Cement Investment tienen un registro en la Superintendencia Bancaria ya que ésta es una subsidiaria de Cementos Argos.

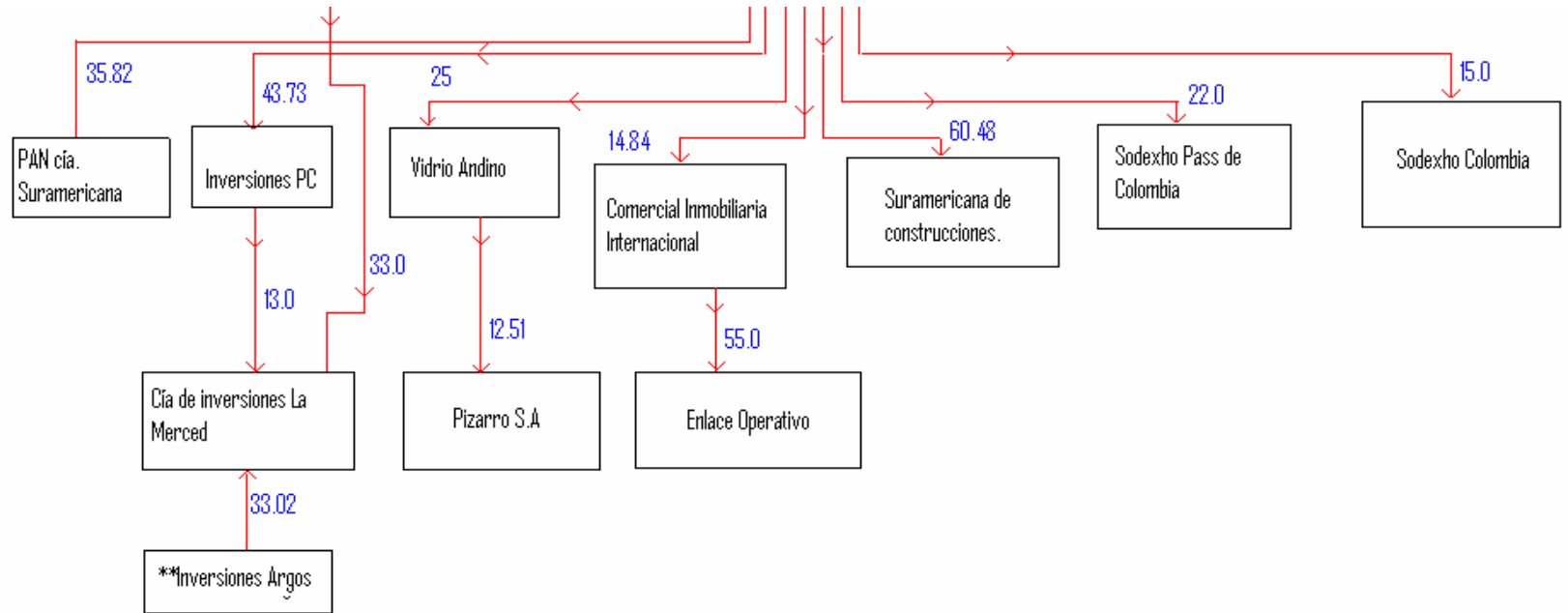
La amplitud de la estructura de Suramericana (cuadro 5) muestra la acumulación a través de diversos portafolios de inversión que tienen que ver con los activos relacionados con Argos, Cementos Argos y la Nacional de Chocolates que facilitan el control sobre Bancolombia, Protección, Inversura. Por otro lado presenta la clara pirámide que tienen empresas como Compañía de Inversiones la Merced, Suramericana de Construcciones, y Sodexo Pass de Colombia con un 46%, 60 %, y 22%.

Cuadro 5. Grupo Suramericana de Inversiones¹⁴



¹⁴ Incluye las empresas que están controladas según la definición, específicamente las que son utilizadas como medio de expansión y control. Fabricato Tejicondor pertenece al Grupo Económico pero la característica del vínculo entre las dos es descrita por el cuadro anterior.

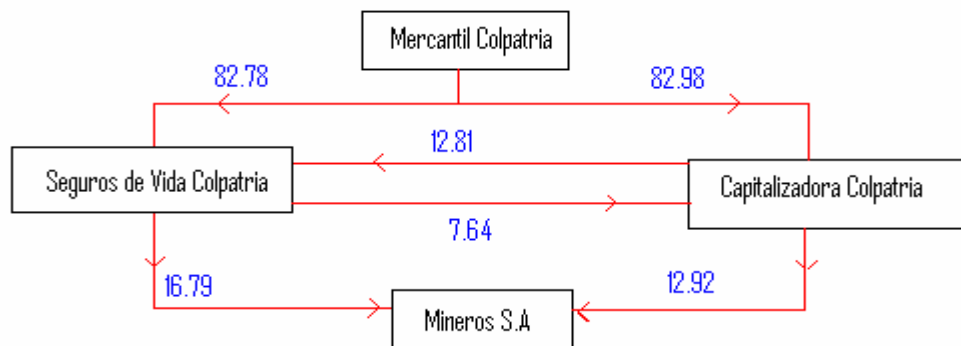
6.1



^{6.1} La inclusión de Inversiones Argos se debe a la complejidad que describe la posesión en Suramericana de Inversiones.

La participación de Colpatría (Cuadro 6) sobre empresas que están en bolsa no tiene el alcance de Suramericana de Inversiones, pero dentro de sus activos se encuentra el dominio de Mineros a través de extensiones de servicios de Colpatría como Seguros y Seguros de Vida, no siendo una inversión relevante según su posición en el mercado de valores sino que pauta la relación existente entre el mercado financiero y el industrial como en el caso de Suramericana de Inversiones y Bancolombia (Cuadro 5). La forma de concentración de Colpatría tiene un nivel intermedio a diferencia del poder que ejerce Invernac sobre Valorem (Cuadro 7)

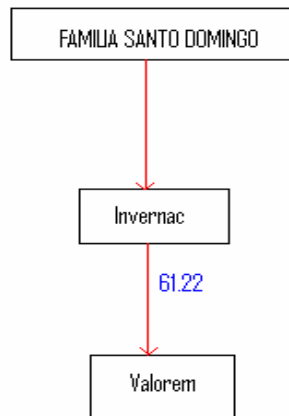
Cuadro 6. Comercializadora Colpatría ¹⁵



Como se muestra en los diagramas, la participación de las empresas independientes no es frecuente, especialmente en grupos cerrados (con pocos niveles). Esto sugeriría que si la diversidad de extensiones va acompañada de diversidad de socios, en grupos cerrados se han desplomado las participaciones de otros inversionistas por el riesgo y por la falta de una participación activa y esencial en el desarrollo de nuevos proyectos, porque el control tiene a su disposición tantas empresas como extensiones para hacer transacciones y facilitar sus nuevas adquisiciones accionarias.

¹⁵ El cuadro muestra los medios que utiliza Colpatría para controlar a Mineros S.A, y no destaca a posesiones que no son representativas en el mercado *bursátil*.

Cuadro 7. Bavaria¹⁶



2. Objeto Social

El tipo de las empresas que conforman los grupos económicos está caracterizado por los diferentes objetivos propuestos por los controladores. La distinción sobre cada uno también trae a consideración, como lo mencionan Khanna y Yafeh (2007), el alcance del poder monopolístico no sobre el mercado al que pertenece la empresa sino a los que la soportan y participan en su proceso productivo, aumentando los problemas del monopolio. Como se observa en el cuadro de Ardila Lulle las empresas que están involucradas pueden intervenir como factores de producción, de distribución y de promoción, específicamente pudiendo utilizar su influencia en la radio y televisión para promocionar los productos Postobón. Utilizando la embotelladora de Postobón en Ecuador para disminuir los costos, manifestando dichos elementos en pro de la integración vertical.

¹⁶ De igual forma el objetivo de la imagen es resaltar el control que tiene la familia Santo Domingo sobre Valorem como firma representativa, el control de la familia Santo Domingo en Invernac es justificada por la publicación *Imusa, HSBC, Alpina y Ripley preparan 'movidas' en Colombia* en Portafolio el Mayo 28 de 2007.

En el caso de del Grupo Aval se tiene que la concentración de poder va entorno al enorme poder sobre el mercado financiero únicamente, en materia de bancos y de fondos de pensiones. Esto evidencia empíricamente que hay una alta concentración y por ende un alto poder monopólico en el sector, es decir, no hay una muestra de diversidad en este grupo económico sino un alto grado de *especialización*. Por otro lado, bajo la complejidad de *Suramericana de Inversiones*, se presenta un alto grado de diversidad de inversiones junto con elementos que pueden generar integración vertical, yendo desde las empresas vinculadas con la Nacional de Chocolates que en primera instancia se dedica a los bienes de consumo de alimentos, pasando por el control de la producción de cementos por medio de Argos a lo largo del país, Vidrio con Vidrio Andino, Suramericana de construcciones, hasta una resaltada influencia sobre Sodexho en todas sus representaciones. Es además interesante la diversidad alcanzada por la inversión cuando se controlan entidades financieras como Bancolombia y de pensiones como Protección, control que sin una regulación adecuada puede tener implicaciones negativas sobre el mercado financiero y sobre los empresarios que necesitan recursos de financiación, ya tendrán más obstrucciones para realizar sus proyectos porque el control de bancos puede suplir la función de despacho privado de recursos.

3. *Posición en el mercado de Valores:*

Los títulos que son más representativos como los de la canasta del IGBC están altamente concentrados entre los grupos económicos puesto que las acciones de las empresas y algunos títulos preferenciales de éstas como el de Bancolombia y Corporación Financiera Colombiana, están dentro del dominio de cada uno de los conglomerados. Es decir, de las 27 empresas que pertenecen al Índice de la Bolsa de Valores, 17 están controladas por algún grupo económico, que es aproximadamente 63% del mercado como se presenta en el cuadro 7. De las otros títulos considerados como importantes (Bavaria, Bvc, Familia, Occidente, Protección, Sdcorficol07 y Bvacol), 3 están vinculados con conglomerados, indicando que en general aproximadamente el 60 % del mercado accionario está

insertado en una pirámide de control bajo una definición de control del 20 %. En términos de capitalización las empresas pertenecientes a grupos representan el 80% del total de la capitalización del IGBC.

Cuadro 7: Reporte del Mercado Accionario según Portafolio (10 de Octubre 2007)

	Titulos Controlados	Capitalización
	Por grupos. IGBC	millones \$
1	Bcolombia	12.590.732
2	Bogotá	7.432.768
3	Cemargos	10.111.682
4	Chocolates	6.787.925
5	Colinvers	1.887.604
6	Colpatria	1.363.382
7	Coltejer	113.732
8	Corficolcf	2.676.563
9	Fabricato	355.956
10	Grupo Aval	8.695.841
11	Inverargos	7.680.260
12	Mineros	536.459
13	Pfbcolom	12.590.732
14	Pfcorficol	2.676.563
15	Protección	628.993
16	Suraminv	8.818.606
17	Valorem	992.902
	Total	85.940.700
	Titulos No Controlados	
18	Bvc	416.089
19	Carton	985.601
20	Etb	2.661.498
21	Éxito	4.248.734
22	Interbolsa	318.591
23	Isa	6.961.594
24	Odinsa	486.397
25	Paz Río	1.246.729
26	Pvisagen	3.279.600
27	Tablemac	232.132
	Total	20.836.965

La deficiencia en el mercado accionario que genera la concentración puede ser aun más clara si se maneja una definición de control más flexible como lo muestra La Porta, López de Silanes y Shleifer (1999) de un 10 %; Tablemac y Promigas serían controlados por el grupo Aval a través de la corporación financiera de Colombia (Corficol) con una posesión directa de 11.89 % y 14.39 % respectivamente, dando como resultado una evidente concentración del mercado bursátil del 72 % en el IGBC y en general de 65 %.

B. CONFORMACIÓN DE LAS DIRECTIVAS:

Según la información obtenida de la superintendencia de sociedades y la superintendencia financiera, el control de las empresas no se basa solamente en poder accionario sino también en los vínculos de los dirigentes con diversas empresas del grupo. Estos directivos pueden facilitar la expropiación de los accionistas minoritarios.

En el cuadro 8 se resume la participación de 28 directivos que participan como representante legal o miembro de la junta en más de 2 de las 17 empresas que pertenecen a los grupos descritos.

Cuadro 8. Directivos que actúan como Representante Legal o miembro de la Junta

Directiva:

	Nombre	Empresas a la que pertenece				
1	JOSE ALBERTO VELEZ CADAVID	Cemargos - Rep. Legal	Chocolates J. Directiva	Exito - J. Directiva	Inverargos Rep. Legal.	Suraminv - J. Directiva.
2	CARLOS ENRIQUE PIEDRAHITA AROCHA	Bancolombia - J. Directiva	Chocolates - Rep. Legal	Inverargos J. Directiva	Suraminv - J. Directiva.	
3	GONZALO ALBERTO PEREZ ROJAS	Bancolombia - J. Directiva	Chocolates J. Directiva	Colinvers - J. Directiva		
4	CARLOS RAUL YEPES JIMENEZ	Bancolombia - J. Directiva	Cemargos - Rep. Legal	Inverargos - Rep. Legal		
5	SERGIO RESTREPO ISAZA	Bancolombia - Rep. Legal	Cemargos - J. Directiva	Tablemac - J. Directiva.		
6	DAVID BOJANINI GARCIA	Chocolates J. Directiva	Inverargos J. Directiva	Suraminv - Rep. Legal		
7	JUAN DAVID URIBE CORREA	Chocolates J. Directiva	Colinvers - J. Directiva	Tablemac - J. Directiva.		
8	FERNANDO OJALVO PRIETO	Fabricato - J. Directiva	Suraminv - Rep. Legal	Protección - J. Directiva		
9	MARGARITA MARIA MESA MESA	Bancolombia - Rep. Legal	Chocolates J. Directiva			
10	JUAN GUILLERMO LONDOÑO POSADA	Colinvers - Rep. Legal	Suraminv - J. Directiva.			
11	LUIS MARIANO SANIN ECHEVERRI	Colinvers - J. Directiva	Fabricato - Rep. Legal			
12	FEDERICO GUILLERMO OCHOA BARRERA	Bancolombia - Rep. Legal	Valsimesa - J. Directiva			
13	RODRIGO VELASQUEZ URIBE	Fabricato - J. Directiva	Protección - J. Directiva			
14	LUCIA MARGARITA	Chocolates - J. Directiva	Fabricato - J. Directiva			

	GONZALEZ GONZALEZ					
15	JORGE MARIO VELASQUEZ JARAMILLO	Cemargos - Rep. Legal	Suraminv - J. Directiva.			
16	RICARDO ANDRES SIERRA FERNANDEZ	Cemargos - Rep. Legal	Tablemac - J. Directiva.			
17	JUAN DAVID VIEIRA FERNANDEZ	Cemargos - J. Directiva	Bvc - J. Directiva			
18	ANDRES BERNAL CORREA	Cemargos - J. Directiva	Suraminv - Rep. Legal			
19	ANA MARIA GIRALDO MIRA	Cemargos - J. Directiva	Chocolates - Rep. Legal			
20	JUAN MARIA ROBLEDO URIBE	Bogota - Rep. Legal	Grupo aval - J. Directiva			
21	ALEJANDRO FIGUEROA JARAMILLO	Bogota - Rep. Legal	Grupo aval - J. Directiva			
22	LUIS CARLOS SARMIENTO GUTIERREZ	Bogota- J. Directiva	Grupo aval - Rep. Legal			
23	EFRAIN OTERO ALVAREZ	Occidente - J. Directiva	Grupo aval - J. Directiva			
24	HECTOR VESGA PERDOMO	Occidente - J. Directiva	Grupo aval - J. Directiva			
25	ALEJANDRO SANTO DOMINGO DAVILA	Bavaria - J. Directiva	Valorem - J. Directiva			
26	ALBERTO PRECIADO ARBELAEZ	Bavaria - J. Directiva	Valorem - J. Directiva			
27	DARIO CASTAÑO ZAPATA	Bavaria - J. Directiva	Valorem - Rep. Legal			
28	LUIS SANTIAGO PERDOMO MALDONADO	Colpatria - Rep. Legal	Mineros - Rep. Legal			

Observaciones sobre coincidencias en Junta directiva y Representantes legales:

1. Teniendo en cuenta los alcances del Grupo Aval, en su junta directiva y en la del Banco de occidente se encuentran HECTOR VESGA PERDOMO (Número 24 en el cuadro), EFRAÍN OTERO ALVAREZ (23), y entre Grupo Aval y Banco de Bogotá están LUIS CARLOS SARMIENTO GUTIERREZ (22), ALEJANDRO FIGUEROA JARAMILLO (21) y JUAN MARIA ROBLEDO URIBE (20).
2. El problema de gobernabilidad en Bancolombia puede existir a través de los miembros que aparecen en la junta directiva y como representantes, que hacen parte de las otras empresas que se muestran en las extensiones de Suramericana de Inversiones. Para ser más específicos comparten directivos con Cementos Argos, Inversiones Argos, Nacional de Chocolates, Suramericana de Inversiones, Colombiana de Inversiones, Inversiones Valsimesa y Tablemac; por lo tanto se podría concluir que el control directivo sobre Bancolombia es realizado por miembros de diferentes flancos que pertenecen a diferentes niveles del esquema de Suramericana de Inversiones, puesto que no se espera que la relación causal tome a Bancolombia como fuente debido a la constitución del esquema.
3. Como se presenta en Bancolombia, Protección comparte la junta directiva con Fabricato con RODRIGO VELASQUEZ URIBE (13) y FERNANDO OJALVO PRIETO (8), este último haciendo también parte de la junta directiva de Suramericana de Inversiones.
4. Las directivas de Fabricato tienen una composición más heterogénea como en Bancolombia, puesto que como se anunció previamente comparte miembros con Protección, con la Nacional de Chocolates, Colombiana de Inversiones y Suramericana de Inversiones.
5. Cementos Argos y Suramericana de inversiones comparten con varias empresas sus directivas como forma de control, ya que ellas si se pueden caracterizar como

frente pese al problema de reconocimiento específico del cual de ellas es quien origina el control.

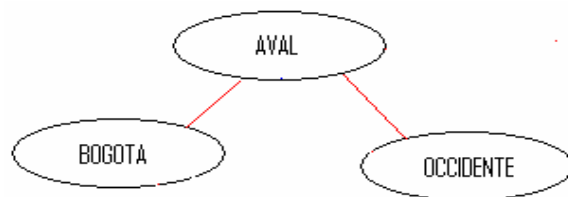
6. El alto alcance que pueden tener algunos miembros como se muestra con CARLOS ENRIQUE PIEDRAHITA AROCHA (2) que hace parte de Bancolombia, Nacional de Chocolates, Inversiones Argos, Suramericana de Inversiones y JOSÉ ALBERTO VÉLEZ CADAVID (1) que hace parte de cementos Argos, Nacional de Chocolates, Éxito, Inversiones Argos y Suramericana de Inversiones, los casos menos extensos pero no menos importantes CARLOS RAUL YEPES JIMENEZ (4) pertenece a Bancolombia, Cementos Argos e Inversiones Argos, GONZALO ALBERTO PEREZ ROJAS (3) a Bancolombia, Colombiana de Inversiones y Nacional de Chocolates, SERGIO RESTREPO ISAZA a Bancolombia, Cementos Argos y Tablemac, JUAN DAVID URIBE CORREA (7) a Nacional de Chocolates, Colombiana de Inversiones y Tablemac, DAVID BOJANINI GARCIA (6) a Nacional de Chocolates, Inversiones Argos y Suramericana de Inversiones, y FERNANDO OJALVO PRIETO (8) a Fabricato, Suramericana de Inversiones y Protección.
7. Hay unos puntos críticos donde se encuentran directivas que pertenecen a diferentes grupos económicos:
 - a. Valorem :
 - i. 3 miembros de la junta directiva de Bavaria.¹⁷
 - ii. 1 miembro de Grupo Aval.
 - b. Promigas:
 - i. 1 miembro del Banco de Bogotá.
 - ii. 1 miembro de Cementos Argos.
 - iii. 1 miembro de la Nacional de Chocolates.
 - c. Bolsa de Valores de Colombia:

¹⁷ Aquí es necesario recordar que no existe una relación cruzada o de pirámide entre Bavaria y Valorem pues la primera fue vendida al grupo SAB-Miller. Sin embargo la participación de la familia Santo Domingo dentro de SAB-Miller es significativa y por esto se continúa relacionando a Bavaria con Valorem.

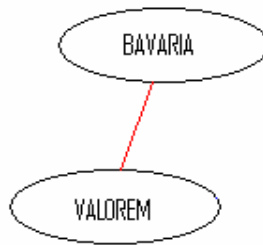
- i. 1 miembro del Banco de Bogota.
 - ii. 1 miembro de Cementos Argos.
 - iii. 1 miembro de Interbolsa.
 - d. Mineros:
 - i. 1 miembro de Colpatria.
 - ii. 1 miembro de la Nacional de Chocolates.
- 8. En conclusión el problema de gobernabilidad es evidente según la revisión teórica, además que es indescriptible el nivel de relación directa que ofrecen los directivos para cada una de las empresas (cuadro 9). Este hecho muestra que los directivos de Suramericana, que además de tener una muy compleja relación de posesión, tienen una muy entrelazada relación de gobierno que fortalece la concentración de poder. Esto se debe a que el contacto es directo e indirecto, haciendo más importante y posible la tesis de la incursión de los bancos sobre los grupos económicos como fuente de financiación privada y exclusiva.

Cuadro 8: Entrelaces de Empresas en Razón de la Representación de los Mismos Directivos en Diferentes Empresas.

Grupo Aval:



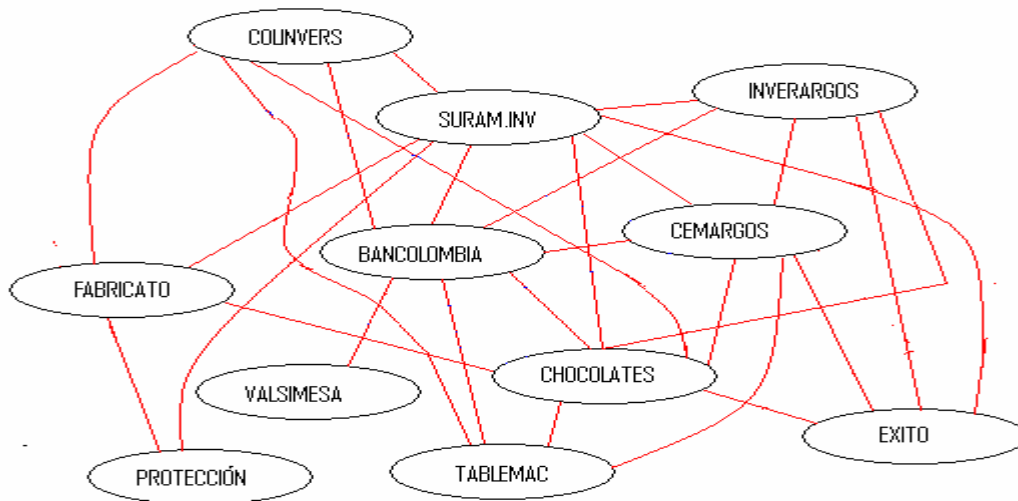
Bavaria¹⁸:



Colpatria:



Suramericana:



¹⁸ Por favor ver pie de página anterior.

V. CONCLUSIONES:

El análisis de las principales empresas del IGBC revela que éstas, en su mayoría, están controladas por grupos. Estos grupos conforman pirámides o estructuras de relación horizontales que pueden poner en entredicho la eficiencia del sistema financiero. Una concentración de poder económico distorsiona los mercados de capital y les hace casi imposible a los nuevos empresarios obtener la financiación para expandirse rápidamente. Sin estas nuevas empresas no aumenta la productividad ni el empleo.

Sin embargo existen diversas alternativas para independizar las empresas de los grupos con ganancias para los dueños de los grupos y con una ganancia enorme para el sistema financiero y económico del país. Los grupos se benefician porque obtienen más por sus acciones. El país se libera de unas prácticas corporativas que han limitado su desarrollo bursátil y financiero.

Se han presentado tres variantes de soluciones al problema. Es necesario realizar una evaluación de los costos y beneficios de implementar un régimen de doble tributación entre empresas. En los Estados Unidos el impuesto a las transferencias de divisas entre empresas es del 7%. ¿Cuánto debería ser en Colombia para que fuera redituable para los grupos y para el país? En segunda instancia se plantea la pregunta: ¿Qué se puede hacer en términos de reglamentación? Las fórmulas son conocidas. Sin embargo es menester estudiar cada una de éstas medidas y escoger aquellas que se adapten a la realidad y necesidades del país. De igual manera, al establecer empíricamente la proporción en que se pueden valorizar las acciones de los grupos también es necesario cuantificar los posibles beneficios del establecimiento de un mercado nuevo como el Neuer Markt o el Novo Mercado.

En conclusión: es necesario diseñar un plan que tome medidas complementarias en los tres planos: impuestos sobre dividendos entre empresas, mejoras en la reglamentación y la posible institución de un mercado paralelo.

También se plantean los siguientes temas de investigación para complementar las medidas de política:

- Estimar el valor independiente de las acciones y de las acciones como grupo. Se podría sugerir que la conformación de un paquete de acciones de un grupo no se vería perjudicada por posibilidad de túnel.
- Eliminar la venta de acciones preferenciales y convertir las acciones preferenciales que hay en acciones ordinarias. Para esto sería necesario establecer los diferenciales de precios y los beneficios para cada una de las partes de un intercambio.
- Medir aumento en precio de las acciones cuando se pagan dividendos y los fondos líquidos se distribuyen. Esto como una ayuda para establecer el grado de subvaluación de las acciones en Colombia.
- Romper el círculo vicioso entre falta de atención e importancia del sector financiero. La política no le presta atención al mercado bursátil por su reducido tamaño. Si no se adoptan las medidas adecuadas va a seguir siendo pequeño e insignificante para la política.

VI. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

- Allen, Franklin y Gale, (2001) *Comparing financial Systems* (Cambridge: MIT Press)
- Almeida, Heitor y Wolfenzon, Daniel, (2006). Should business groups be dismantled? The equilibrium costs of efficient internal capital markets. *Journal of financial economics*. Vol 79, 99-144.
- Barona Zuluaga, Bernardo, Gómez Mejía, Alina y Torres Salazar, Julián Humberto (2006). “La financiación de Nuevas empresas en Colombia. Las experiencias y opiniones de una muestra de gerentes Bancarios” *Cuadernos de Administración*, Vol. 19 No 32, 45-67.
- Berle, Adolf, y Means, Gardiner (1932). *The Modern Corporation and private property* (Mac-Millan, New York – N.Y.)
- Beck, Thorsten, Demirguc-Kunt, Asli, Laeven, Luc y Levine, Ross (2004). “Finance, Firm Size, And Growth” (Working Paper No. 10983). *National Bureau of Economic Research* <http://www.nber.org/papers/w10983>
- Friedman, Thomas (2005), *The World Is Flat*, (New York, N.Y: Farrar, Strauss, and Giroux).
- Johnson Simon, La Porta Rafael, Lopez-de-Silanes Florencio, y Shleifer Andrei (2000), Tunnelling *American Economic Association Papers and Proceedings* (May 2000)
- La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio y Shleifer, Andrei (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of financial*, Vol. 54, No. 2 pp, 471-517
- Levine, Ross (2002) *Bank-Bored on Market Bored Financial System: Which is Better?* William Davidson working paper No. 442.
- Lins, Karl V. (2003) Equity Ownership And Firm Value In Emerging Markets *Journal Of Financial And Quantitative Analysis* Vol. 38, No. 1. March 2003
- Morck, Randall (2004). How to eliminate pyramidal business groups –the double taxation of inter-corporate dividends and other incisive uses of tax policy (Working Paper No.10944). *National Bureau of Economic Research* <http://www.nber.org/papers/w10944>
- Morck, Randall, y Yeung, Bernard (2004). Special Issues Relating to Corporate Governance and Family Control (Working Paper No. 3406). *World Bank Policy Research*

Pinkowitz, Lee, Stulz, Rene, y Williamson, Rohan (2003). Do firms in countries with poor protection of investor rights hold more cash? (Working Paper No. 10188). *National Bureau of Economic Research* <http://www.nber.org/papers/w10188>

Pinkowitz, Lee, Stulz, Rene, y Williamson, Rohan (2006), “Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis,” *The Journal of Finance*, Vol 38, No. 6:2725-2751.

Santana, María Helena (2002). Using The Stock Exchange To Speed Reform: Lessons From Brazil’s Nuovo Mercado, *Publicaciones OECD*.

Silva-Colmenares, Julio (2004), *El Gran Capital en Colombia, proyección al Siglo XXI*, Bogotá D.C: Planeta.

Stulz, René (2006). Financial globalization, corporate governance, and Eastern Europe(Working Paper No. 11912). *National Bureau of Economic Research* <http://www.nber.org/papers/w11912>

Tarun Khanna, y Yafeh Yishay (2007). Business Groups In Emerging Markets: Paragons Or Parasites? *Journal of Economic Literature* 45, no. 2 (June 2007): 331-372