

# El mercado bursátil en Colombia: Dos décadas de especulación por el control de la propiedad\*\*

## I. Aspectos teóricos.

Según Michel Aglietta <sup>(1)</sup>, en la evolución del capitalismo la centralización del capital modifica la forma de la propiedad y modifica simultánea y profundamente la organización y el control del proceso de valorización del capital. Aquí el fenómeno decisivo es la centralización financiera (o "modo de formación del capital monetario"),

---

\* Profesor del Departamento de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Antioquia. Profesor de la Universidad Nacional. Sede de Medellín.

\*\* Este ensayo complementa otro que fue publicado en esta misma revista, (Morales, Marco Alberto y Bohórquez, María Eugenia. "Notas sobre el mercado bursátil en Colombia. Dos décadas de especulación por el control de la propiedad". *Lecturas de Economía* Vol. II. (1), enero-abril 1981. pp 29-65) Diversos obstáculos impidieron la publicación de este trabajo en las revistas subsiguientes y hoy el lector, seguramente, está mucho mejor informado acerca de la actuación de los Grupos Financieros, de sus "escándalos" y "crisis" recientes. Podría pensar, pues, que nuestro ensayo no es muy "novedoso", pero difícilmente dirá que es superfluo...

1. Aglietta, Michel, *Regulación y crisis del Capitalismo*. México, Siglo XXI, 1979. pp. 192 - 239.

centralización que genera "la formación de un modo original de asociación entre capitalistas, el Capital financiero". Este último se define en términos de "la mediación por la cual las coaliciones de capitalistas mantienen el control de propiedad <sup>(2)</sup> sobre las formas estructurales necesarias para la continuidad de los ciclos de valorización de los capitales productivos, gracias a la disposición del capital monetario centralizado". Por lo demás, el capital financiero no ha de considerarse una mera abstracción: "Se concreta en los *grupos financieros*, que son los sistemas de interrelaciones financieras que realizan la cohesión del capital financiero" <sup>(3)</sup>.

Lo esencial de la centralización del capital es el control de propiedad: cuando la propiedad aparece fraccionada formalmente en derechos (acciones) y la unidad de esa propiedad asume la forma jurídica de sociedad anónima, entonces el problema del poder de disposición capitalista sobre la producción toma la forma del control de la propiedad, por coaliciones de capitalistas que aprovechan el arma que les da la centralización financiera. Así, el estudio del control de propiedad es, por tanto, el estudio de las modalidades a través de las cuales los grupos financieros se apoderan de la forma estructural que es la gran empresa, para determinar su estrategia y dirigir su ejecución <sup>(4)</sup>.

El lector encontrará más clara la argumentación que sigue si se definen algunos de los términos utilizados: en primera instancia los accionistas pueden dividirse en *internos y externos*, siguiendo las opiniones de Joan Robinson. Los primeros son aquéllos que poseen intereses permanentes en un negocio particular y toman un interés activo en sus asuntos; los accionistas externos, por su parte, se asimilan a acreedores, a tenedores de bonos. Pero salta a la vista que esta tipificación es adecuada sólo como una primera aproximación (la misma autora se refiere a ella en términos de "burda"). En efecto, los accionistas internos no constituyen un cuerpo monolítico, una identidad de intereses. Cuando lo que está en juego es el control de las firmas a lo máximo que se llega es a una alianza entre grupos de grandes accionistas, pero esa alianza está marcada por la contradicción: la "furia del interés privado" logra quizá su máxima expresi-

2. En una Sociedad Anónima el control de propiedad se define como la capacidad de obtener la mayoría absoluta de los votos en la Asamblea general de accionistas.

3. *Ibid.*, p. 219.

4. *Ibid.*, p. 219.

sión con los grupos financieros y, sin duda, cualquier coalición entre ellos debe considerarse como un "equilibrio inestable de compromisos". Por eso consideramos más adecuado tomar como referencia otra tipificación que tiene en cuenta esos aspectos conflictivos intergrupos: "[Jean Marie Chevalier] ha elaborado una teoría del control de propiedad, directamente emparentada con la teoría de la centralización del capital bajo el predominio del capital financiero. En esta teoría se señalan cuatro grupos de accionistas:

- 1º El grupo de accionistas representado por todo el Consejo de administración ("Junta directiva", en nuestro caso) o por parte de él (grupo I); es el grupo de control.
- 2º Un grupo potencialmente hostil a la dirección de la empresa, grupo II, que no está representado en el Consejo de administración, y cuyo comportamiento puede ser activo, si tiene la posibilidad de llegar a hacerse con el control, o pasivo, concluyendo un acuerdo tácito de no hostilidad con el grupo de control.
- 3º Los inversores institucionales que, sin embargo, no son instrumentos de ninguno de los grupos activos o potencialmente activos (grupo III). Estos inversores disponen de grandes cantidades de acciones, pero normalmente votan igual que el grupo de control, a menos que consideren insuficiente la rentabilidad de la empresa, en cuyo caso venden sus acciones.
- 4º Los restantes accionistas individuales (grupo IV) son pasivos y están mal informados. Su inercia les lleva a votar en su gran parte a favor del Consejo de administración que se encuentra en el poder".

En la misma teoría se define el *control de propiedad* como "la capacidad de tener la mayoría absoluta de los votos en la Asamblea general de accionistas" y el *umbral del control* como "...la participación que ha de poseer (el grupo de accionistas representados por toda la Junta directiva o parte de ella) para obtener la mayoría absoluta de los votos con la ayuda del resto de los accionistas que votan a su favor... , es una variable que define un límite por debajo del cual el grupo de control puede perder su posición" (5). Depende de las participaciones porcentuales ( $P_i$ ,  $i = 1, 2, 3, 4$ .) de acciones que posee cada uno de los grupos de accionistas y de los coeficientes

---

5. Las citas que siguen en la parte teórica son tomadas del autor mencionado; por ello no van acompañadas de ninguna llamada de atención.

de comportamiento" ( $C_i, i = 1, 2, 3, 4.$ ) o "probabilidad de que cada uno de esos grupos vote a favor del Consejo de administración".

Si se expresa la mayoría absoluta de votos como  $(50 + h)\%$ , el grupo I la tendrá si posee una participación ( $P_1$ ) tal que  $P_1 = (50 + h) - (P_2C_2 + P_3C_3 + P_4C_4), C_1 = 1$

Por otra parte, si el grupo II es un grupo financiero rival del grupo I, la expresión quedaría:

$$P_1 = (50 + h) - (P_3C_3 + P_4C_4), C_1 = 1 \text{ y } C_2 = 0$$

Precisemos que para el caso colombiano no sería lícito considerar el denominado grupo III en términos de no ser "instrumento de ninguno de los grupos activos o potencialmente activos" puesto que, como se sabe, tal grupo está fuertemente controlado por los grupos financieros (recuérdese, para mencionar sólo un ejemplo, el caso de los Fondos de Inversión analizado en la primera parte de este ensayo, es decir, en la parte publicada en la revista de abril de 1981). Por ello es por lo que este grupo ha de ser reductible a los grupos II y I. En fin, el grupo de control puede ser vulnerable a la acción conjunta de los grupos II y III (veremos más adelante cómo la firma Coltejer ocurre una acción análoga). En el grupo IV (tradicionalmente "fiel" al grupo I), por su parte, existe un conjunto variable de accionistas que no asiste a las Asambleas ni son representados (algunos comentaristas hablan de un 20-30% del total de accionistas, en las sociedades abiertas); pero ocurre también que una fracción de ellos es representada sin su consentimiento (en la firma Bavaria, por ejemplo, fue denunciada tal práctica a finales de los años sesenta).

Un estudio sistemático de la práctica del control, por parte de los grupos financieros, en las firmas de la economía colombiana aún está por realizarse y, obviamente, cae fuera de nuestro objeto de estudio<sup>6</sup>. Aún así, creemos que tiene algún interés referencial enunciar aquí unas cuantas conclusiones del texto de Michel Aglietta: el estudio del control de propiedad en las doscientas primeras empresas norteamericanas reveló dos tipos principales de inserción del gru-

---

6. El lector interesado puede consultar algunos análisis parciales: Uribe, Eva María y Velásquez, María E. "Estructura y Funcionamiento del Grupo Suramericana". Revista *Temas Económicos*, Medellín I (1): 21-150. 1980; Silva Colmenares, Julio. *Los Verdaderos Dueños del País*. 4ª ed., Bogotá, Ediciones Suramericana, 1979; Palloix, Christian. *Las Firmas Multinacionales y el Proceso de Internacionalización*. España, Siglo XXI, 1975.

po de control en la estructura de la empresa (obviamente "la composición del grupo de control determina la del Consejo de Administración y la de los comités de dirección"):

1. Si el grupo de control es un sólo grupo financiero y su posición descansa en una cantidad de acciones que superan el umbral de control, "el Consejo de administración es muy homogéneo por sus orígenes y está ligado al grupo de control", bajo dos formas principales:
  - 1.1 O bien "el grupo financiero que es el verdadero propietario de la empresa (y que puede verse reducido a una familia) [dirige] el Consejo de administración y los principales Comités, reclutando entre los cuadros de la empresa los ejecutivos que le hacen falta".
  - 1.2 O "el grupo financiero que posee el control de la empresa no [está] representado de modo importante en el Consejo de administración; en este caso favorece la perturbación de un grupo dirigente homogéneo que adquiere acciones en condiciones ventajosas... Se crea una alianza estrecha y casi indestructible... Esta alianza forma un sólido grupo de control, dominado por el grupo financiero".
2. Si coexisten varios grupos financieros "el grupo de control se presenta como una comunidad de intereses más o menos frágil... [y] la composición del Consejo de administración y los Comités de dirección ha de ser inteligentemente estudiada... La composición del Consejo de administración refleja las conexiones comerciales, financieras y políticas que necesita la empresa. Por eso se observa el reclutamiento por el grupo de control de personalidades políticas o intelectuales, de altos funcionarios incitados a participar en los Consejos de administración para darle una base más amplia".

Ahora bien, la razón de ser del grupo de control es la valorización del capital y por ello precisa unificar las prácticas necesarias para tal valorización: "los medios de gestión, los métodos de la política de personal, las relaciones jerárquicas y los centros de beneficio".

Finalmente, el grupo de control por su posición (que implica disponer de una vasta información del conjunto de firmas en las cuales tiene participación) dispone sobre el "cash-flow" centralizado y mo-

difica la distribución de las ganancias: "las fuentes de los superbeneficios que pueden obtener los grupos financieros merced al ejercicio de control de propiedad se encuentran fundamentalmente en dos tipos de operaciones: 1. Las corrientes de beneficios que los grupos financieros canalizan bajo la forma de gastos ficticios a favor de sociedades de servicios o financieras creadas con ese fin... Gastos de asistencia jurídica, de verificación contable, de publicidad, de asistencia fiscal, se transfieren a sociedades *ad hoc* a las que se pagan precios elevadísimos. Esas sociedades [son] puntos intermedios en la circulación de los beneficios... 2. El segundo tipo de operaciones de obtención de superbeneficios resulta de la actividad financiera de los grupos financieros que hacen uso de sus posiciones de control en grupos de empresas "ligadas entre sí"; por ejemplo: especulación con terrenos adquiridos a bajo precio y vendidos a precios elevados a las firmas controladas "*transacciones con acciones utilizando las posibilidades de comprar a precios inferiores a las cotizaciones oficiales y vender en las mejores condiciones gracias a la información interna, y las posibilidades de dirigir la evolución de las cotizaciones a través del impacto de las decisiones de política financiera sobre el mercado financiero*" (subrayado nuestro).

En Colombia el proceso de concentración de la propiedad sobre las condiciones de producción propiamente dichas presupone un agudo proceso de centralización financiera, indisolublemente ligado a aquélla. De igual modo, ambos procesos contarán con el apoyo directo e indirecto del Estado, a través de la política económica (con sus nuevos rasgos de corto plazo, estabilizadora...) y de la legislación relacionada con el control de las firmas, legislación preñada de faltas de rigor en su formulación y aplicación (sin olvidar, por supuesto, la existencia del grupo financiero FEDECAFE, grupo que debe gran parte de su poder al Estado).

Reiteramos: para que el fenómeno de concentración de la propiedad pueda verificarse adecuadamente y en toda su extensión se requiere, por parte de los mismos grupos financieros, la instauración de un sistema de intermediación-centralización financiera que progresivamente exhibirá los requerimientos precisos de una combinación desigual y ponderada de "eficiencia, eficacia y efectividad". Centralización financiera que, como escribe Michel Aglietta<sup>(7)</sup>, se manifiesta por dos tendencias: "de un lado, por una acumulación

---

7. Aglietta, Michel. *Op. cit.*

de capital monetario más rápida que la del valor de los elementos del capital productivo... y del otro, por un predominio creciente de los intermediarios financieros en la financiación de la acumulación de capital... predominio que es el fundamento de la constitución del polo propiamente financiero necesario para la formación de los grupos financieros" (8). La prueba empírica de esto, que no será explicitada aquí, se obtiene al comparar la evolución del conjunto de sociedades anónimas (y algunas limitadas) financieras con las sociedades anónimas manufactureras; más precisamente, comparando la evolución de la inversión real con la de los activos financieros (y, a niveles más desagregados, de variables significativas del Producto Interno Bruto (PBI) del sistema financiero). La mayor dinamicidad del sector financiero —cuyas firmas, de paso, se consideran controladas a niveles cercanísimos al 100%— parece ser tan manifiesta que los representantes de la "ciencia económica oficial" asimilan *siempre* la problemática de la sociedad anónima con la de las sociedades anónimas ubicadas en la producción, y raramente, por no decir nunca, incluyen el análisis de las sociedades anónimas financieras en sus diferencias y ligazón con las primeras.

De otro lado, el proceso de centralización presupone una mayor concentración de ingresos (como requisito-efecto). Esto, que es demostrable teóricamente, ofrece, no obstante, serias dificultades para una prueba "estadística". Sin duda, es más fácil la obtención de pruebas empírico-estadísticas al interior del "capitalismo salvaje" de corte brasileño o chileno que en las democracias venezolana, colombiana o mexicana. Contentémonos, por el momento, con lo que afirmara un presidente colombiano nada ignorante en cuestiones económicas: "la raíz del mal, decía el presidente López M., estriba en el propósito común a todos los países de América Latina de hacer dos cosas distintas y tal vez incompatibles: establecer el fundamento para una rápida acumulación de capital y mantener al mismo tiempo una legislación social avanzada... o sea lo que yo he llamado *incompatibilidad entre el anhelo de industrializar el país y el propósito de mejorar el standar obrero simultáneamente*" (9).

Todo el proceso mencionado, o "nuevo modelo de acumulación",

---

8. Ibid.

9. Citado por: Bejarano, Jesús A. "La Intervención Estatal en la Economía: Anotaciones para un marco de referencia". *Rev. Cooperativismo y Desarrollo*, Medellín, 4 (10); 13-34. 1980.

en sus elementos básicos y generales parece estar en marcha en la gran mayoría de países latinoamericanos <sup>(10)</sup>.

Finalmente, precisemos que el estudio de la problemática económica que nos ocupa, donde los agentes económicos centrales son los grupos financieros, aún está teóricamente huérfana de una identificación clara de estos grupos en términos de las leyes que rigen su estructura, funcionamiento e historia. Sin duda tal identificación posee una indiscutible importancia para la resolución del importante problema teórico recientemente planteado por Jesús Antonio Bejarano: la vinculación de una teoría general de la acumulación con el análisis concreto de las firmas <sup>(11)</sup>.

Desplacémonos ahora hacia el análisis del mercado bursátil y de los efectos en algunas firmas, durante el período que nos interesa.

## II. Actividad Bursátil en la década del setenta.

Como ya ha sido expresado con anterioridad, <sup>(12)</sup>, las transacciones ocurridas en el mercado accionario durante esta década se explican *fundamentalmente* por las operaciones que realizan los llamados "especuladores por el control", agentes representativos de los grupos financieros y expresión de sus intereses al interior del mercado bursátil. Por su parte, los reanimamientos del mercado *bursátil*, encuentran su explicación en la actuación conjugada de esos agentes y el Estado; este último, sin duda, consolida una presencia con carácter de dominante por la periódica y progresiva puesta en circulación de los títulos más rentables que puedan demandarse en bolsa.

Para el análisis de estos años, donde se intenta poner en juego pruebas empíricas diferentes —pero complementarias— a las del período precedente, pruebas que serán descritas a su debido tiempo, se dispone de un material estadístico relativamente más adecuado que para el período precedente (aunque, a decir verdad, esto es válido só-

---

10. Véase una buena exposición (sobre todo para los casos de Brasil y Chile) en Briones, Alvaro. *Economía y Política del Fascismo dependiente*. México, Siglo XXI, 1978.

11. Rev. *Temas Administrativos*, EAFIT, número extra, sf, ("El monopolio en Colombia").

12. Morales, Marco A. y Bohórquez, María Eugenia. "Notas sobre el Mercado Bursátil en Colombia". Revista *Lecturas de Economía*, Vol. II, N° 1. pp. 29-65.



lo a partir de 1975, mas con severas limitaciones a nivel de firmas, sobre las cuales se quiere centrar precisamente la atención).

Ahora bien, luego de anotar algunas características generales, y en tanto la problemática de la propiedad y el control tiene su espacio de funcionamiento básico al interior del mercado secundario de acciones, la exposición aborda lo que acontece en el mercado primario, para luego entrar al análisis del mercado secundario y al de algunas firmas. Esto no obedece simplemente a razones de "orden" en la exposición: del análisis del mercado primario se desprenden ciertas conclusiones que fortalecen las hipótesis, proporcionando simultáneamente un contexto más sólido al examen empírico de las modificaciones producidas en las firmas y al de estas modificaciones en su interrelación con las del mercado bursátil accionario.

### DESCRIPCION DEL MERCADO BURSATIL

En principio, puede decirse que las tendencias que determinan la configuración del fenómeno bursátil durante los años setenta divergen de aquéllas que rigieron su comportamiento en el transcurso de la década inmediatamente anterior: por ejemplo, los niveles de transacciones de los distintos títulos valores, en los que dichas tendencias se manifiestan, muestran cambios cuantitativos y cualitativos a medida que avanza la década.

En términos generales, recordemos, en los años sesenta era poco significativa la magnitud del mercado bursátil, reducida la cantidad (variedad) de títulos valores y, también, desigual el desarrollo exhibido por las distintas clases de ellos, siendo la acción, marcadamente, el título valor predominante, en tanto los papeles estatales, en su gran mayoría títulos de renta fija colocados mediante inversiones forzosas, revistieron poca importancia.

Ahora, en los años setenta, aunque permanezca la estrechez del mercado, es notorio, por el contrario, el decaimiento de la participación accionaria —principalmente industrial— pero bastante significativa la importancia de los títulos estatales: es de destacar el fortalecimiento de los llamados "papeles con descuento", el aumento de las tasas de interés para el conjunto de los papeles de renta fija y la disminución progresiva del régimen de inversiones obligatorias.

La permanencia de la estrechez del mercado bursátil durante la década del setenta se desprende fácilmente del análisis del cuadro si-

guiente, que muestra la evolución del volumen total de transacciones bursátiles expresado en precios corrientes y constantes de 1970: en cuanto a los primeros se observa que su incremento es, obviamente, bastante significativo: si se comparan las cifras de 1970 y de 1979 es del 2004.84% y las variaciones promedias porcentuales anuales de 59.7%. No obstante, a precios constantes, las transacciones aumentaron en sólo un 212% entre los dos años considerados, lo cual corresponde a un incremento promedio anual de 28.6%.

Ahora bien, si se analizan separadamente de los demás títulos valores las transacciones accionarias —y se tienen en cuenta, además, dos períodos (1970-1975 y 1976-1979)—, se observa que la debilidad del mercado accionario es muchísimo más aguda que la del resto de los papeles (si bien de 1976 en adelante se presenta recuperación para el conjunto del mercado); en efecto, a precios corrientes, el aumento de las transacciones *accionarias* es de un 474.3% entre 1970 y 1979 pero el incremento promedio anual es tan sólo de un 36.45%; a precios constantes dichas cifras son, respectivamente, de un 0.06% y de un 10.49%, lo cual quiere decir que el mercado permaneció prácticamente estático, y esto porque la recuperación que se manifiesta en el volumen de transacciones de las acciones desde el año setenta y seis apenas alcanza, a precios constantes, a igualar el valor de las transacciones en 1970. Por su parte, los demás títulos valores incrementan el valor de sus transacciones en un 495.24% a *precios constantes* entre 1970 y 1979 y presentan un crecimiento promedio anual de 40.35%, también a precios constantes. Para los seis primeros años el crecimiento promedio anual fue del 7.37% y para los cuatro últimos años 81.88% (para las acciones se presentaron decrementos del 19.81% promedio anual hasta 1975 e incrementos del 48.37% promedio anual hasta 1979).

El crecimiento casi sostenido que presentan los títulos valores diferentes a la acción se explica por la introducción de algunas modificaciones en las características con las que son ofrecidos al público, modificaciones que permitieron que esta fracción del mercado bursátil disminuyera un tanto su estrechez en relación a la década anterior.

Una aproximación al fenómeno de la debilidad del mercado bursátil en general, y del accionario en particular, puede extraerse del análisis de aquellos fenómenos que regulan tanto la oferta co-

CUADRO Nº 1

EVOLUCION DEL VOLUMEN GENERAL DE TRANSACCIONES BURSATILES  
BOLSA DE BOGOTA 1970 - 1979 (Millones de pesos)

Año	Acciones	Porcentaje de Variación		Otros Títulos	Porcentaje de Variación		Total	Porcentaje de Variación	
		Respecto a Anual	Respecto a 1970		Respecto a Anual	Respecto a 1970		Respecto a Anual	Respecto a 1970
1970	809			607			1.416		
1971	521	-35.6	-35.6	583	-3.95	-3.95	1.104	-22.03	-22.03
1972	437	-16.12	-45.99	1.089.7	86.91	79.52	1.526.7	38.29	7.81
1973	755	72.77	-6.67	1.496.6	37.34	146.6	2.251.7	47.48	59.0
1974	785	3.97	-2.97	2.581.5	-72.49	325.3	3.366.5	49.52	137.75
1975	601	-23.44	-25.71	1.927.3	-25.34	217.5	2.528.3	-24.9	78.55
1976	820	36.44	1.36	4.236.4	119.81	597.9	5.056.4	100.0	257.1
1977	1.373.6	67.51	69.79	19.256.9	354.56	3.072.5	20.630.5	308.0	1.356.96
1978	3.865.5	181.41	377.8	22.608.0	17.4	3.624.5	26.473.5	28.32	1.769.6
1979	5.450.6	41.14	574.3	24.349.0	7.7	3.911.4	29.804.6	12.58	2.004.84

## A PRECIOS CONSTANTES

1970	809			607			1.416		
1971	474.5	-41.35	-41.35	530.9	-12.54	-12.54	1.005.4	-29.0	-29.0
1972	331.6	-30.12	-59.02	827.	55.77	36.24	1.158.6	15.24	-18.12
1973	447.5	34.95	-44.68	887.4	7.3	46.19	1.334.9	15.22	-5.73
1974	342	-23.58	-57.73	1.125.1	26.79	85.35	1.467.1	9.9	3.61
1975	208.8	-38.95	-74.19	669.5	-40.49	10.30	878.3	-40.13	-37.97
1976	226.1	8.29	-72.05	1.168.3	74.5	92.47	1.394.4	58.76	-1.53
1977	306.5	35.56	-62.11	4.296.5	267.76	607.83	4.603	230.11	225.1
1978	733.2	139.22	-9.37	4.288.3	-0.19	606.47	5.021.5	9.99	254.63
1979	809.6	10.42	0.06	3.613.1	-15.75	495.24	4.422.7	-11.92	212.4

FUENTE: *Manuales del Mercado Bursátil*. Bolsa de Bogotá. (varios números), Citado en adelante como "Manuales..."

CUADRO Nº 2

## VOLUMEN GENERAL DE TRANSACCIONES. 1970-1980. (A precios corrientes)

AÑO	ACCIONES		RENTA FIJA		CAT		PAS		TIT. PARTICIP.		CERTIFI. CAMBIO		TOTAL
	Valor (Mills.)	% del Total	Valor (Mills.)	% del Total	Valor (Mills.)	% del Total	Valor (Mills.)	% del Total	Valor (Mills.)	% del Total	Valor (Mills.)	% del Total	
1970	809	57.1	303	21.4	304	21.5							1.416
1971	521	47.2	161	14.6	422	38.2							1.104
1972	437	28.6	256	16.7	833	54.7							1.526
1973	755	33.5	401	17.8	1.096	48.7							2.252
1974	785	23.3	998	29.7	1.584	47.0							3.367
1975	801	23.8	600	23.7	852	33.7	475	18.8					2.528
1976	820	16.2	1.639	32.4	673	13.3	1924	38.1					5.056
1977	1.374	6.6	3.962	19.3	479	2.3	242	1.2			14.573	70.6	20.630
1978	3.865	14.6	4.059	15.3	707	2.7					17.842	67.4	26.473
1979	5.456	18.3	2.189	7.3	1.710	5.7			2.639	8.9	17.810	59.8	29.804
1980	6.734	14.0	1.863	3.9	1.952	4.1			19.810	41.3	17.644	36.7	48.003

## A PRECIOS CONSTANTES 1970 \*

AÑO	ACCIONES		RENTA FIJA		CAT		PAS		TIT. PARTICIP.		CERTIFI. CAMBIO		TOTAL	
	Valor (Mills.)	Indice Crecmto.	Valor (Mills.)	Indice Crecmto.	Valor (Mills.)	Indice Crecmto.	Valor (Mills.)	Indice Crecmto.	Valor (Mills.)	Indice Crecmto.	Valor (Mills.)	Indice Crecmto.	Valor (Mills.)	Indice Crecmto.
1970	809	100.0	303	100.0	304	100.0							1.416	100.0
1971	467	57.7	144	47.5	378	124.3							990	69.9
1972	332	41.0	194	64.0	633	208.2							1.158	81.8
1974	342	42.3	435	143.6	690	227.0							1.335	94.3
1973	448	55.4	238	78.5	650	213.8							1.467	103.6
1975	209	25.8	208	68.6	296	97.4	165	100.0					878	62.1
1976	232	28.7	463	152.8	190	62.5	544	329.7					1.429	100.9
1977	307	37.9	884	291.7	107	35.2	54	32.7			3.251	100.0	4.603	325.1
1978	733	90.6	770	254.1	134	44.1					3.384	104.1	5.021	354.6
1979	810	100.1	325	107.3	254	83.6			392	100.0	2.643	81.3	4.423	312.4
1980	805	99.5	223	73.6	233	76.6			2.367	603.8	2.108	64.8	5.736	405.1

\* Deflactor Indice de Precios al por mayor del comercio en general. 1970 = 100.

FUENTE: Bolsa de Bogotá. "Manuales..."

mo la demanda de títulos valores de liquidez secundaria en bolsa, puesto que sus efectos se conjugan.

Del lado de la demanda existe un determinante que podría denominarse "externo" al mercado pero que es, quizá, un significativo freno a su crecimiento: la presencia de un acelerado proceso de concentración de la "riqueza" y del ingreso. Aunque la magnitud de este fenómeno no ha sido completamente cuantificada, su presencia y profundización, principalmente en la década del setenta, no puede negarse, como tampoco su influencia en el mercado de valores.

En primer lugar, porque determina una reducida o nula capacidad de ahorro para el grueso de la población y, en segundo lugar, porque un gran sector de los antiguos ahorradores se ven obligados a destinar al consumo el dinero invertido en títulos u otras modalidades de ahorros. Una visible comprobación de este hecho se encuentra en cierta decadencia de la "clase media", antigua tenedora de títulos valores, accionista rentista fundamentalmente, pero actualmente excluida y/o en proceso de serlo.

Tampoco las empresas medianas y pequeñas enfrentadas a una fuerte crisis de iliquidez pueden mantener alguna inversión en títulos valores, por lo cual, dicho de paso, están en mayor peligro de quiebra en caso de que sus inversiones corrientes fracasen.

Otra de las razones de la estrechez del mercado es el fuerte impulso que han tomado ciertas formas de ahorro que no poseen liquidez secundaria en bolsa, las cuales, en comparación con las bursátiles, han ofrecido tasas de rendimiento bastante superiores y, en consecuencia, han absorbido gran parte del dinero disponible por el "público ahorrador" generando así, no sólo un incremento neto del ahorro financiero canalizado casi totalmente hacia dichas cuentas, sino además una disminución de la demanda de algunos títulos valores (principalmente de acciones).

El cuadro y el gráfico siguientes ilustran, respectivamente, la evolución del ahorro financiero neto y de algunas tasas efectivas de interés, durante algunos años de la década del setenta.

Dentro de estas formas de ahorro "extrabursátiles" es de destacar la aparición de las Unidades de Poder Adquisitivo de Valor Constante (UPAC) cuya implantación en 1972 quedó definitivamente consignada como uno de los acontecimientos económicos más significativos de los primeros años de la década: Las cifras dispo-

CUADRO N° 3

**AHORRO FINANCIERO NETO**  
(Millones de pesos. Precios corrientes)

AÑO	<i>Dptos. de Ahorro</i>		<i>Deptos. a Término</i>		Corp. Ah. y Viv.	Bon. Corp. Finan.	Céd. B.C.H.	Bonos			Bonos Cafe- teros	Accs. Merc. Prim.	Total	
	Bancos Ciales. (1)	Caja Agraria	Bancos Ciales.	Corp. Financ.				Desa- trollo	CAT	PAS				TAC
1971	2.167	1.981	104	58	...	180	4.163	577	712	...	...	...	934	9.941
1972	3.216	2.615	63	81	...	319	4.831	829	868	...	...	...	999	12.822
1973	4.468	3.506	63	169	4.597	445	4.026	1928	987	...	...	...	2.710	20.186
1974	5.594	4.029	2.681	229	8.279	443	4.019	2.891	1867	...	...	...	8.126	30.031
1975	7.369	4.920	5.240	655	13.599	441	3.650	2.629	949	...	...	...	7.126	39.452
1976	10.342	6.575	9.223	3.662	20.591	476	3.562	3.106	620	518	1.154	1.217	11.479	61.046
1977	15163	9.015	12.790	7.761	24.500	522	3.618	2.859	514	176	3.324	2.093	22.474	83.335
1978*	20.267	11.358 <sup>(2)</sup>	17.422	14.776	41.903	531	3.632	2.466	683	...	3.494	3.091	19.213	120.544

**A PRECIOS CONSTANTES DE 1968**

1971	1.646	1.505	79	44	...	137	3.163	438	541	...	...	...	375.0	7.928
1972	2.019	1.641	39	51	...	200	3.033	520	544	...	...	...	63.0	8.110
1973	2.110	1.656	30	80	2.171	210	1902	911	466	...	...	...	128.0	9.664
1974	1.941	1.398	930	79	2.873	154	1.394	1.003	648	...	...	...	282.0	10.702
1975	2.305	1.539	1.639	205	4.255	138	1.142	822	297	...	...	...	223.0	12.565
1976	2.356	1.498	2.102	834	4.693	108	811	708	141	118	263	217	262.0	14.171
1977	2.899	1.724	2.445	1.675	4.684	100	692	547	98	34	636	400	430.0	16.364
1978*	3.366	1.886	2.894	2.288	6.959	88	604	410	113	...	580	513	319.0	20.020

(1) Incluye Caja Social de Ahorros.

(2) Se asumió el promedio de crecimiento en los dos últimos años.

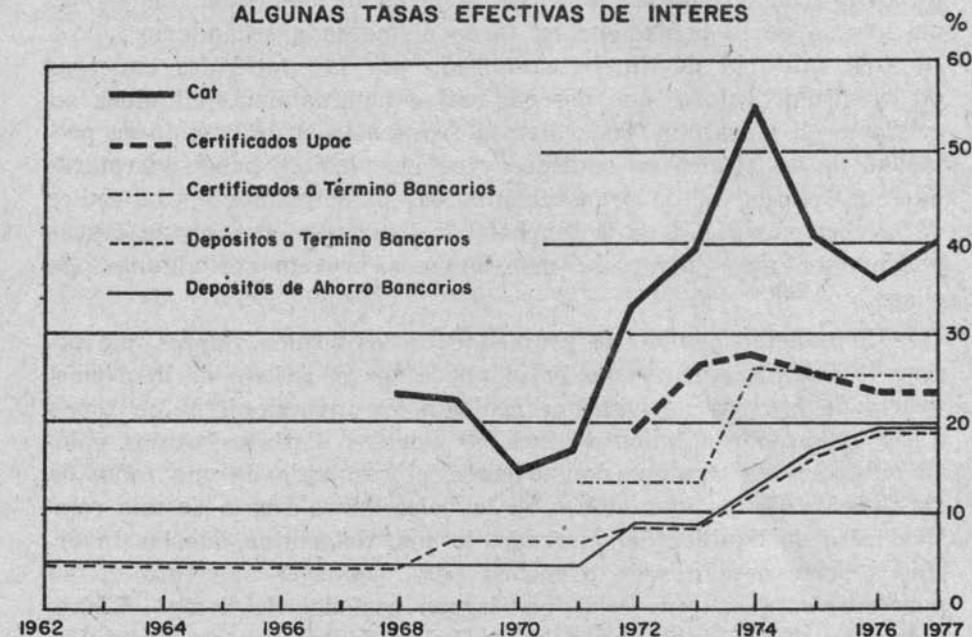
\* A septiembre de 1978.

Fuente: Asociación Bancaria — Bolsa de Bogotá.

Cálculos: Departamento de Estadística Bolsa de Bogotá.

GRAFICA Nº I

ALGUNAS TASAS EFECTIVAS DE INTERES



FUENTE: *Revista del Banco de la República* (varios números).

nibles sugieren que los depósitos de UPAC *proviene principalmente de un aumento del ahorro financiero y de un desplazamiento de las Cédulas del Banco Central Hipotecario, acciones de las sociedades anónimas y títulos del mercado extrabancario.* Una parte, probablemente pequeña, provino también de los depósitos en cuenta corriente...

Algo similar, aunque sin duda en forma más moderada, ocurrió con otras cuentas que durante la década del setenta aumentaron su rendimiento, V. gr. los Depósitos de ahorro y los Depósitos a término de los Bancos Comerciales y las Corporaciones Financieras, paralelamente con la aparición de las tasas de rendimiento superiores de los UPAC o, lo cual fue muchísimo más frecuente, jalonadas por ellas, ya que los efectos negativos de los UPAC se hicieron sentir indistintamente en las formas de ahorro bursátiles y extrabursátiles.

Sin embargo, la estrechez del mercado bursátil no queda expli-

cada completa ni adecuadamente por la existencia de alternativas de ahorro más rentables y/o por la reducida capacidad de ahorro del grueso de la población: en tanto el mercado secundario no refleja la cantidad de dinero canalizado por las entidades emisoras de los títulos valores que poseen, real o nominalmente, liquidez secundaria en bolsa, sino más bien la frecuencia en el cambio de propiedad de los títulos ya emitidos y en circulación, puede afirmarse que un bajo nivel de transacciones es, principalmente, un índice de la poca movilidad en la tenencia de títulos valores, cuyas causas pueden ser muy diversas; mencionemos brevemente algunas de ellas.

El reducido cambio de propiedad de los títulos valores que poseen liquidez secundaria en bolsa puede ser el reflejo de la permanencia de las expectativas que realizan los inversionistas en torno a las tasas de rendimiento ofrecidas por los distintos títulos valores; esto es, en términos keynesianos, el resultado de una reducida revaluación de las inversiones en la bolsa de valores o de una relativa falta de liquidez del mercado, lo cual determina que las inversiones permanezcan más o menos fijas hasta el momento de su vencimiento o, en todo caso, por largos períodos de tiempo. La revaluación de las inversiones en la bolsa de valores se efectúa al ritmo del juego especulativo que realizan los agentes económicos propietarios de los títulos.

La actividad especulativa queda así reducida casi exclusivamente a los agentes económicos que representan a los grandes accionistas internos, a los representantes de los grandes grupos financieros, que conocen las condiciones internas de la empresa y el estado del mercado.

“Esta batalla de viveza, escribía Keynes, para prever las bases de la valorización convencional con unos cuantos meses de antelación, más bien que el rendimiento probable de una inversión durante años, ni siquiera necesita corderos entre el público para saziar las fauces de los lobos profesionales: estos últimos pueden jugar entre sí” (13).

Serán, pues, los Grupos Financieros los que controlen el mercado y los que deciden la frecuencia en el cambio de propiedad de los títulos: su interés está concentrado en controlar las firmas me-

13. Keynes, John Maynard. *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. México, Fondo de Cultura Económica, 1965. Cap. XII.



dante la posesión de un número de acciones del mercado hasta el momento en que les sea necesario venderlas y comprarlas sucesivamente, manteniendo su control, para alterar los precios.

Pero también, como ya se había anotado, en Colombia sólo están inscritas en bolsa un porcentaje reducido de las sociedades anónimas que existen en el país; y, además, aunque las inscritas son las más representativas de la economía colombiana, muchas de las transacciones de sus acciones se llevaron a cabo fuera de bolsa. Evidentemente, estos dos factores constituyen límites al crecimiento de las transacciones accionarias registradas en bolsa.

En cuanto a las transacciones accionarias extrabursátiles, cuyo monto se estima varias veces mayor al que tiene lugar en bolsa, —y cuyo desconocimiento preciso limita cualquier análisis— debe quedar claro que también se realizan (o realizaron) con fines similares a aquéllas que tienen lugar en el mercado bursátil —aunque lógicamente lo afectan negativamente— esto es, tienen igualmente un carácter básica y primordialmente especulativo mediante el cual se actúa en torno a la “centralización de la propiedad de las acciones y/o de la centralización financiera”, o sea por el continuo fortalecimiento del capital financiero y de sus “formas estructurales concretas, los Grupos Financieros”.

#### EMISION DE ACCIONES.

Suele decirse, en los años setenta, que para las Sociedades anónimas “resulta menos costoso desde el punto de vista financiero el endeudamiento externo que la suscripción (de acciones), máxime si se tiene en cuenta, además, las ventajas tributarias que gravitan a favor de esta fuente (endeudamiento) frente a la otra (dividendo) (sic). Se trata simplemente de que se viene escogiendo entre dos caminos posibles el que ofrece mayor ventaja competitiva”<sup>(14)</sup>. Aún más, se observa la existencia de condiciones internas y externas del mercado bursátil que pueden ser interpretadas como limitaciones para la emisión de acciones; por ejemplo la presencia de títulos oficiales y diversas formas de ahorro que ofrecen rentabilidades más atractivas que la de las acciones, para el público “inversionista”.

Ahora bien, a nuestro modo de ver, difícilmente podría negarse

14. Bolsa de Valores de Medellín. *Actividad Bursátil 1977-1978*. Medellín, 1979.

la existencia y eficacia de las determinaciones mencionadas, pero creemos que tal cuadro de determinaciones no logra sobrepasar lo que algunos teóricos denominan "niveles de superficie".

En efecto, el problema de los limitantes a la emisión de acciones puede ser planteado en los términos siguientes: sabemos que una sociedad por acciones la dirige un grupo de accionistas que la controla bajo diversas modalidades. El grupo de accionistas que ejerce el poder, es decir, los accionistas internos con el control de la propiedad, para asegurar su continuidad en el control, no pueden permitir la emisión y venta al público de una cantidad relativamente ilimitada de acciones, pues ello equivaldría a que el umbral del control que los sostiene en su posición escapara de sus manos. En consecuencia, el problema que enfrentan los principales accionistas —conservación de control y correlativo temor a perderlo— determina restrictivamente las emisiones destinadas al público <sup>(15)</sup> Una de las formas concretas que asume la defensa del control es la modalidad misma de las emisiones de acciones en Colombia: Típicamente la emisión y suscripción de acciones ha tenido un carácter masivamente *preferencial* <sup>(16)</sup>. Así, la posibilidad de alterar la estructura de poder al interior del conjunto de accionistas se ve minimizado en el mercado primario.

Lo afirmado en torno a la problemática del control de propiedad en las firmas, en lo que concierne a la emisión de acciones, aparece con bastante claridad cuando se observa el comportamiento de las emisiones por parte de las Sociedades anónimas colombianas inscritas en bolsa.

Nuestro interés, por supuesto, no es el examen de la totalidad de las emisiones realizadas en el decenio; nos basta con la observación sobre algunas emisiones, sin duda alguna, las más representativas: Según las estadísticas proporcionadas por la Bolsa de Bogotá, dos firmas han realizado emisiones *no preferenciales*: el Banco de Colombia emite en forma no preferencial en los años 1976, 1977 y 1978; la Firma Eternit Pacífico, por su parte, lo hace en 1977.

15. Véase, por ejemplo, Kalecki, Michal. *Teoría de la dinámica Económica*. México, F.C.E.; también Michel Aglietta. *Op. Cit.*

16. "Los accionistas tendrán derecho a suscribir preferencialmente, una cantidad proporcional a lo que posean en la fecha que se aprueba el reglamento". *Código de Comercio*, artículo 368. Pero el mismo artículo señala que "Por estipulación estatutaria o por votación de la Asamblea, podrá decidirse que las acciones se colocan sin sujeción al derecho de preferencia...".

CUADRO N° 4

BANCO DE COLOMBIA. EMISIONES NO PREFERENCIALES

AÑO	1976	1977	1978
Emisión (Número de acciones)	10.184755	14.000000	13.000000
Proporción (Porcentaje) *	12.75	11.41	9.5
Colocación (Porcentaje)	99.99	100	100

\* Porcentaje de las acciones pagadas.

FUENTE: Bolsa de Bogotá, *Manuales del Mercado Bursátil*.

Como se sabe, el grupo financiero Grancolombiano es hegemónico en este Banco pues tiene un porcentaje mayoritario de las acciones además de contar con el respaldo del grupo financiero "Posto-Lux", que en 1975-1976, según Julio Silva Colmenares, tenía una participación de algo más del 10% de las acciones. La emisión de 1976 aparece (por su carácter de no preferencial) como el riesgo de perder el dominio sobre una importante cantidad de acciones; pero no hay tal, como lo sugirió la revista "Alternativa" en su oportunidad: aquí se trataba de captar ahorro del público, pero en forma engañosa pues "el banco venderá acciones a un plazo de doce meses y el interés que cobra por esa concesión será igual al... dividendo". De otro lado, la emisión de 13 millones de acciones en 1978 fue comprada (según denuncia del Dr. Hernando Agudelo Villa) por la Firma "Pronta" S. A., la cual hace parte de la "arquitectura financiera" del grupo Grancolombiano. En cuanto a la emisión de 1977, aunque debe mostrar efectos similares a las otras dos, carecemos de información concreta sobre ella. Pero lo que importa es tratar de mostrar que la tríada de emisiones no preferenciales obedece, en conjunto, a razones estratégicas relacionadas con el control de la Firma, a pesar de algunos obstáculos<sup>(17)</sup> (el análisis se enturbia porque las acciones del Banco de Colombia son relativamente activas en bolsa —8.1, 16.3, 11.2, 9.1 son

17. No existe, por lo demás, evidencia empírica referente a ventas significativas de los derechos de suscripción, que pudieran refutar nuestras apreciaciones; esto se corrobora con los altos porcentajes de colocación (vía suscripción) que generalmente presentan las emisiones.

los índices de liquidez bursátil para los años 1975, 1976, 1977 y 1978— y, como es de suponerse, existe un “amarre” de la información que intenta, sobre todo, impedir comparaciones, evitar la ubicación, por lo menos, de cambios anuales en “variables claves”; además, y entre otras, la emisión no preferencial de 1976 va acompañada de una preferencial de 9.97 millones de acciones). Con todo, una observación de conjunto produce algunas inferencias importantes.

El efecto neto del movimiento de accionistas es el siguiente: en el año 1976 se produce un incremento de 2.513 accionistas más, de ese año en adelante se presenta una salida neta continua (885, 520 y 520 para los años 1977, 1978 y 1979, respectivamente). Aunque *en rigor* no es posible observar la movilidad de accionistas según “intervalos de acciones” para los años 1975, 1976 y 1977 —en 1975 el mayor intervalo es “más de 50.000 acciones”— !? —y, más aún, cuando a partir de 1976 los intervalos mejoran para el análisis— ahora el mayor es “más de 500.000 acciones” no se proporciona para 1976 el número de accionistas por intervalo...), observemos lo que ocurre entre 1975 y 1977.

Se observa, sin duda, que las emisiones no preferenciales provocan la entrada de nuevos accionistas: en el primer intervalo 1111 accionistas, en el segundo 775 y 308 en el cuarto. Esto podría considerarse “democratización”, a no ser que, como ocurre en este caso, haya una *centralización* paralela en la propiedad de las acciones. En efecto: en el primer intervalo y durante el año 1975 los accionistas tenían un promedio unitario de acciones muy cercano a mil (porque el promedio por accionista sobrepasa el extremo superior del intervalo), pero, en el año 1977, tal promedio equivale a 311 acciones, lo cual se explicaría fundamentalmente porque hay una salida de 3688000 acciones en ese intervalo y para el período, esto equivale a decir que salen accionistas “grandes” de ese intervalo y/o que venden parte de sus acciones a accionistas de intervalos superiores. Pero quizá lo más interesante es que el incremento de accionistas se ve compensado (para efectos de la centralización de la propiedad) por la disminución brusca y significativa de su participación en el total de acciones: sólo 1.4% de las acciones de la firma están en su poder en 1977, cuando en 1975 tenían el 6.9%. En el segundo intervalo sí existe un franco incremento de accionistas y de acciones (775 accionistas y 3.5 millones de acciones), no obstante también disminuye su participación de 8.9% a 7.8% (recordemos que las disminuciones en participación son más importantes a medida que se avanza hacia intervalos superio-

CUADRO Nº 5

BANCO DE COLOMBIA. NUMERO DE ACCIONISTAS SEGUN INTERVALO DE ACCIONES

	(1)			(2)			(3)			(4)			(5)		
	1-1000 acciones			1001-5000 acciones			5001-10000 acciones			10001-50000 acciones			Más de 50000 acciones		
	1975	1977	Variación	1975	1977	Variación	1975	1977	Variación	1975	1977	Variación	1975	1977	Variación
Nº accionistas	4994	6105	111	3288	4063	775	2192	1697	-495	1461	1769	308	243	172	-71
Nº acciones (miles)	5588	1900	-3688	7185	10700	3515	11975	12400	425	20757	34500	13743	34329	77100	42771
Porcentaje															
Participación	6.9	1.4	-5.5	8.9	7.8	-1.1	14.9	9.1	-5.8	25.9	25.3	-0.6	42.9	56.4	13.5

BANCO DE COLOMBIA. TOTAL DE ACCIONISTAS. 1975 - 1977.

	1975	1977	Variación
Total accionistas	12178	13806	1628
Total acciones (miles)	79836	136700	56864

FUENTE: Bolsa de Bogotá, *Manual del Mercado Bursátil* (años 1976, 1977, 1978).

res). El tercer intervalo presenta una significativa reducción en números de accionistas y en participación, a pesar de incrementarse el número de acciones en 425000 (salen 495 accionistas y la participación de 14.9% en 1975 es de 9.1% en 1977). Los tres intervalos anteriores pueden considerarse típicos de pequeños accionistas. El cuarto intervalo (10001 a 50000 acciones) crece significativamente en número de accionistas y de acciones: 308 accionistas y 13.74 millones de acciones. Los llamados medianos accionistas (el promedio arroja 19.502 acciones por accionista) se ubican en gran parte en este intervalo; también su participación porcentual se reduce de 25.9% a 25.3%. Por su parte, el intervalo donde se ubicarían los grandes accionistas, disminuye en 71 accionistas, pero incrementa su participación de 42.9 a 56.4% (representado en un incremento de 42.77 millones de acciones, o sea, más del total de acciones emitidas durante 1976 y 1977); pero es sobre todo el intervalo "más de 500.000 acciones" el que se fortalece, pues su participación en 1976 de 39.4% pasa a 44.4% en 1977; este intervalo, como sabemos, representa en buena parte al grupo de control.

Aparece, pues, en conjunto, una tendencia hacia la centralización de las acciones, vía transacciones y emisiones no preferenciales. Evidentemente es una estrategia del grupo financiero Grancolombiano (manifiesta con la emisión de 1978) que logra capitalizar la firma e incrementar su control de propiedad, utilizando una afortunada combinación de transacciones y emisiones, y una política de dividendos coherente con ella. No obstante, por si alguna duda quedase, bien vale la pena mostrar lo que ocurre en los años subsiguientes.

#### CUADRO N° 6

##### BANCO DE COLOMBIA. EVOLUCION DE LOS PORCENTAJES DE PARTICIPACION SEGUN INTERVALOS DE ACCIONES (1977-1979)

INTERVALOS	1977	1978	1979
1 — 1000	1.4	1.2	1.1
1001 — 5000	7.8	6.3	5.2
5001 — 10000	9.1	7.2	6.1
10001 — 50000	25.3	21.5	19.2
50001 — 100000	4.8	3.8	3.6
100001 — 500000	7.2	5.5	5.1
Más de 500000	44.4	54.5	59.7

FUENTE: Bolsa de Bogotá. *Manuales...*

Entonces, en 1978 - 1979, "salen" 205 acciones del primer intervalo (22300 acciones), 729 del segundo (2.174000 acciones), 179 en el cuarto (3.080000 acciones), 7 en el quinto (598000 acciones), 6 en el sexto (1.546000) y, claro está, se fortalecen los accionistas del intervalo "más de 500.000 acciones" (21 accionistas en 1978 y "quizá" menos de 21 en 1979, porque el Banco de Colombia no proporciona este dato) incrementándose el monto de sus acciones propias en 36.83 millones (una tercera parte aproximadamente), recordemos, por efecto de la compra de la emisión no preferencial del año 1978, por parte del Grupo Grancolombiano, lo cual se refleja claramente en el porcentaje de participación de 59.7% en 1979.

La forma de control apoyada en la propiedad mayoritaria de acciones desplaza, pues, al tradicional "poder de ventanilla", tal como señalaremos más adelante...

Algo similar ocurre con la emisión de Eternit Pacífico: con 3.6 millones de acciones pagadas (diciembre de 1976) se emiten en abril del siguiente año 10.84 millones de acciones; es decir, más del 300% del total de acciones pagadas y es una emisión no preferencial. Entonces, pensará el lector ante tal emisión, los grupos financieros que controlan la firma (Bogotá, Suramericana, Morgan) o bien han caído en las redes de la psicosis o bien se han erigido en los pioneros de la democratización de la sociedad anónima. Pero estos asuntos no admiten bromas ni locuras, obviamente: los 165 accionistas que tenía la firma en 1976 se incrementan con... 3 accionistas en 1977 (y disminuyen en 6 para 1978). Como la información que proporciona la Bolsa de Bogotá en sus "Manuales" es aquella que "buenamente" dan a conocer las directivas de la firma, no es de esperarse que aparezcan en detalle los resultados de una emisión tan singular. Aún así, un "cruce" de las distintas cifras permite ubicar los efectos o el destino de tal operación:

Partamos de los 3.6 millones de acciones pagadas (en diciembre de 1976) a las cuales se sumarán 10.84 millones emitidas, en forma no preferencial, en 1977 (más precisamente 10.53 millones pues el porcentaje de colocación fue de 97.08%).

Así, el total de la emisión *no preferencial* fue, más bien, una emisión para los "privilegiados" accionistas (6 en 1977) que poseen 500.000 acciones o más" cada uno. Estos, en efecto, compraron las 10.522000 acciones emitidas con lo que su propiedad porcentual accionaria pasa de 43.8% a 85.6%.

CUADRO N° 7

ETERNIT PACIFICO S. A. PARTICIPACION PORCENTUAL DE LOS ACCIONISTAS EN LOS DISTINTOS "INTERVALOS DE ACCIONES" (1976 - 1977)

INTERVALOS	Número de acciones		(Miles)	Porcentaje de participación		N° Accionistas
	1977	1976		1976	1977	
1 — 1000	20.0	19.7	0.3	0.5	0.1	109
1001 — 5000	65.0	45.5	19.5	1.2	0.5	28
10001 — 50000	85.0	80.1	4.9	2.2	0.6	11
5001 — 10000	134.0	153.1	-19.1	4.2	1.0	8
50001 — 100000	—	—	—	—	—	—
100001 — 500000	1731.0	1730.5	0.5	47.8	12.2	6
Más de 500000	12111.0	1588.4	1052.2	43.8	85.6	6
	1977	1976				
Total acciones (millones)	14.1	3.6				
Total accionistas	168	165				

FUENTE: Bolsa de Bogotá. *Manuales...*

Los accionistas que poseían paquetes de acciones entre 100001 y 500000 acciones (6 en 1977) y que contaban en 1976 con el 47.8% de las acciones (1.730500 acciones) incrementaron su propiedad accionaria en... 500 acciones, quedando con una participación porcentual accionaria de 12.2%. Si, por hipótesis, estos últimos accionistas representaban alguna suerte de grupo con interés en el control, fueron derrotados con la operación mencionada, al punto que para 1978 ya habían vendido sus acciones, excepto uno de ellos (porque, en 1978, aparecen 161000 acciones en el intervalo 100001 — 500000 acciones, o sea, un solo accionista). De suerte que 5 de los 6 accionistas que desaparecen entre 1977 y 1978 pertenecían a ese intervalo y sus acciones son compradas por el pequeño grupo de accionistas que conforman el grupo de control y readquiridas por la firma (0.5 y 1.05 millones aproximada y respectivamente). Sin embargo, es poco probable que se tratara de un grupo rival; en efecto, la composición de la junta directiva permanece inalterada durante 1976, 1977 y 1978 (en el grupo de control de esta firma, decíamos, coexisten los grupos financieros Suramericana, Bogotá y Morgan). Vale la pena agregar que las acciones de esta firma prácticamente no se transan en bolsa (22000,500 y 41100 acciones se transaron durante los años 1975, 1976



y 1977, respectivamente, de ahí que los índices de liquidez bursátil sean insignificantes).

De otro lado, continuando la observación de las estadísticas de emisión, nos encontramos con una bastante singular: El Banco "Mercantil" realiza una emisión en 1978 de 3.707.000 acciones *que representan una proporción del 400%*, aunque no es una emisión no preferencial. Pero, aún siendo preferencial, significaría un alto riesgo; *a no ser que*, como ocurre en este banco, la propiedad esté "superconcentrada"; en efecto, *tres* accionistas controlan el 99.9% de las acciones... Algo análogo ocurre con el Banco Tequendama<sup>(18)</sup>.

De estas emisiones se puede inferir, a nuestro juicio, que una emisión no preferencial significativa (e inclusive una emisión preferencial que tendrá que ser *mucho* mayor) no puede realizarse: *no* porque las acciones quizá no se coloquen (véanse los porcentajes de colocación aún con el "sistema" inventado por el Grupo Grancolombiano) *sino porque no se puede arriesgar el control*.

Lo que es válido para estos "casos especiales" es también válido, haciendo algunos cambios necesarios, para un alto porcentaje de las firmas inscritas en bolsa. Las proporciones de acciones emitidas raramente pasan del 30%, pero los porcentajes de colocación superan en el grueso de los casos el 90%. "Quizá" no sea entonces que *no se pueda* emitir, más bien ocurre que no se lo hace por temor a perder el control. (Y porque existen, obviamente, fuentes alternativas de financiamiento que no crean riesgo de pérdida del control, es decir, las firmas que integran un grupo financiero estarán "endeudadas" con el mismo grupo financiero).

El hecho de que los "índices de liquidez bursátil" sean bajos nos afirma más en nuestros "supuestos". Veamos una muestra de ellos en el cuadro N° 8.

Por supuesto, un incremento "anormal" de los índices de liquidez implicaría incrementos "anormales" de las transacciones accionarias, es decir, reanimamientos del mercado accionario.

Esto significa para nosotros "especulación por el control", pero ella se da al interior del mercado secundario de acciones, como se desprende de las anteriores observaciones. Entonces debemos trasladarnos ahora a ese mercado secundario que es, obviamente, el bursátil,

18. Véase Bolsa de Bogotá. *Manual*... 1978.

CUADRO N° 8

ALGUNOS INDICES DE LIQUIDEZ BURSÁTIL (\*)

FIRMA	1972	1974	1976	1978
Bavaria	5.8	7.8	5.6	11.7
Coltejer	3.6	5.2	3.9	9.4
Paz del Río	4.2	8.2	13.4	7.8
Eternit Colombiana	4.1	5.8	6.1	9.8
Avianca	10.3	12.8	11.6	6.1
Banco de Colombia	6.2	12.8	11.6	6.1
Argos	3.4	9.7	10.6	8.3

(\*) O porcentaje del total de acciones que se transan en la Bolsa.

FUENTE: Construido con base en los datos proporcionados por la Bolsa de Bogotá en sus "Manuales..."

dado que el mercado extrabursátil cae fuera de nuestro estudio en tanto no se posee información alguna que sea utilizable para nuestros propósitos.

### III. Descripción del mercado secundario de acciones. 1970 - 1980.

Sabemos que la emisión de acciones, preferencial y relativamente reducida, cierra el paso, por esta vía, al proceso de especulación por el control; es decir, la posibilidad que éste tiene de actuar en el mercado primario es significativamente restringida. En consecuencia, la entrada de nuevos accionistas o las intenciones de acrecentar el monto de acciones poseídas tiene como escenario fundamental el mercado secundario bursátil y extrabursátil (pero, por razones obvias, las transacciones extrabursátiles quedan por fuera de este ensayo).

El perfil del fenómeno bursátil accionario se construye a partir del comportamiento histórico del volumen de acciones transadas y del (los) índice(s) de precios (y de su relación, por supuesto). Salta a la vista que tales variables expresan la problemática del control de propiedad puesto que el control de una determinada sociedad anóni-

ma sólo se logra cuando se dispone —vía propiedad y/o representación— del porcentaje de acciones que indica el umbral del control. Los índices de precios, por su parte, señalan sobre cuál(es) sector (es) económico están ejerciendo presión los grupos financieros. Obviamente, se precisa llegar a un nivel de desagregación por firmas, porque lo sucedido en la bolsa tiene su contrapartida en las modificaciones de los rangos de accionistas y en la composición de las juntas directivas, entre otras.

Lo ideal sería la descripción del proceso que nos interesa en todas y cada una de las firmas "más activas" en la bolsa, para una prueba más confiable de la hipótesis; mas tal tarea sería muy extensa, en principio, y, en última instancia, la información disponible a nivel de firma (en cantidad y calidad) exhibe un alto grado de opacidad (el control de la información es un requisito del control de propiedad). Por ello es por lo que sólo se intenta una *aproximación* con tres de aquellas firmas, a pesar de la escasa información, y porque, sin duda, las restantes mostrarían determinaciones de control similares a las de las seleccionadas.

## MERCADO ACCIONARIO BURSATIL.

Las modificaciones en el comportamiento de las variables se corresponden con cierto accionar de los grupos financieros en su práctica de compraventa de acciones, este comportamiento conjunto sugiere la construcción de dos subperíodos que, por lo menos, facilitan el análisis.

### *SUBPERIODO 1970 - 1974*

Tanto el índice general de precios como el nivel de las transacciones descienden hasta 1972 (recuérdese cómo el nivel de transacciones lo hace a partir de 1970, pero el índice general de precios lo hará a partir de 1971). De 1972 hasta 1974 las dos variables adoptan comportamientos diferentes: el índice se estabiliza a un nivel relativamente bajo, mientras que el nivel de las transacciones se recupera aceleradamente. Finalmente ambas variables sufren un brusco descenso en 1975 (véase cuadro N° 9 y gráfica N° 2).

Si se admite que una baja del índice de cotización de las acciones

es coherente con una baja en las transacciones de ellas, podemos dar por supuesto que no hay "lucha abierta intergrupos". De no ser así se hubiese presentado el fenómeno contrario (tal como podrá observarse en los períodos de reanimamiento), esto es, un alza en el nivel de cotización de las acciones como producto de un incremento de las transacciones, generado por un incremento de la demanda. Pero el incremento en las transacciones podría también originarse en incrementos de la oferta, y el nivel de las cotizaciones descender; lo que no implica una contradicción, pero la lucha intergrupos siempre impone "suelos" al descenso en las cotizaciones.

El subperíodo, pues, se presenta como la compra a precios bajos de las acciones vendidas básicamente por los accionistas rentistas. *Es mayor el "deseo de vender" que la presión por el lado de la demanda.* Baja presión de la demanda que se apoya en la decisión de vender de los rentistas (determinada por los dividendos bajos reales y esperados, la inflación, la desconfianza en las firmas, la existencia de fuentes alternativas de ahorro más rentables y seguras, etc.).

De otro lado, en esta época los umbrales de control se obtienen predominantemente por el llamado "poder de ventanilla" (o sea, el grupo I tiene una base de apoyo accionaria importantísima en el grupo IV).

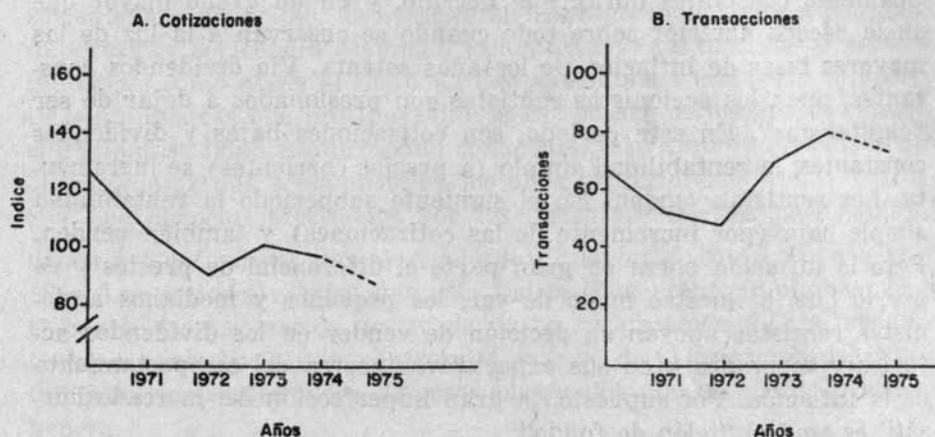
Parece entonces justificado hablar, en términos simplificados, de cierta demanda "pasiva"; mas, en el fondo, se halla una demanda "paciente", con ritmos de acumulación de acciones lentos pero continuos, por parte de las coaliciones de los grupos II y III para in-

#### CUADRO N° 9

##### MERCADO ACCIONARIO BURSATIL TRANSACCIONES Y COTIZACIONES. (1970-1974)

AÑO	Transacciones (millones de acci.)	Variación porcentual	Cotizaciones (1968=100)	Variación porcentual
1970	68	—	128.4	—
1971	51	—25	108.4	—15.5
1972	47	—7.8	93.1	—14.1
1973	68	44.6	100.1	7.5
1974	78	14.7	99.6	—0.7

GRAFICA Nº 2



FUENTE: Banco de la República y *Manuales...*

tentar debilitar, en su momento, al grupo de control en su dominio sobre el grupo de los accionistas "externos" (pero, claro está, el grupo de control no queda a la espera: él demanda las acciones que considere necesarias).

Veamos unas de las condicionantes de la oferta de los rentistas:

CUADRO Nº 10

INFLACION Y RENTABILIDAD SIMPLE. 1970-1979

AÑOS	1970	71	72	73	74	75	76	77	78	79
Renta Simple prom.*	11.2	20.2	13.7	16.2	19.1	23	20.5	16.1	15.7	10
Crecimiento porcentual	—	80.3	32.1	18.2	17.9	20.4	11.9	20.1	2.5	36.4
Inflación**	7.2	12.6	14.1	22.1	25.2	17.5	25.4	29.3	19.7	26.5

(\*) Siete acciones más activas en bolsa.

(\*\*) Índice de precios al consumidor (empleados).

FUENTE: Manuales Bolsa de Bogotá, DANE y cálculos del autor.

De hecho, las variaciones en la rentabilidad simple obedecen a variaciones en los precios, puesto que los dividendos permanecen prácticamente constantes durante el decenio, y en un grado mayor que en la década anterior sobre todo cuando se observan a la luz de las mayores tasas de inflación de los años setenta. Vía dividendos constantes, pues, los accionistas rentistas son presionados a dejar de ser "capitalistas". En este período, con cotizaciones bajas y dividendos constantes, la rentabilidad simple (a precios corrientes) se incrementa. Los rentistas venden. En el siguiente subperíodo la rentabilidad simple baja (por incremento de las cotizaciones) y también venden. Pero la inflación borra en gran parte el diferencial de precios y es por lo que, a nuestro modo de ver, los pequeños y medianos accionistas rentistas apoyan su decisión de vender en los dividendos actuales y esperados y en sus expectativas acerca del comportamiento de la inflación. Por supuesto, la gran imperfección del mercado bursátil es aquí el "telón de fondo".

De otro lado, para formarse una idea del efecto "expulsión-atracción hacia otras formas de ahorro" recuérdese el comportamiento del ahorro financiero neto y el de algunas tasas de interés (Véase el comienzo de este ensayo).

Finalmente, vale la pena señalar un proceso subyacente a los efectos mencionados y que se ubica entre finales de los años sesenta y primeros años del setenta: la diversificación de las inversiones por parte de las grandes firmas. En efecto, las necesidades planteadas por el desarrollo económico, expresadas en la urgencia de elevar el ritmo de acumulación de capital —factor reiteradamente señalado como el obstáculo fundamental de la economía colombiana hasta principios de los años setenta— de alguna manera sugería la puesta en juego de una nueva "estrategia" centrada en la transformación de la estructura de propiedad de las firmas y de las formas de control del proceso productivo (y, por supuesto, de formas eficaces de canalización del capital dinero, fuera éste beneficio o dinero en poder del "público"). Así, por ejemplo, en 1966 el CEMLA enfatizaba que uno de los principales frenos a la acumulación era el elevado dividendo que exigían los accionistas para mantener su inversión en las sociedades anónimas; obviamente también enfatizaba un conjunto de beneficios que se derivarían de una "campaña educativa" con la que se demostraría la conveniencia de sacrificar la rentabilidad presente para percibir una mayor en el futuro. (Ver la bibliografía al final del texto).

La juiciosa respuesta a la sugerencia de los intérpretes del desarrollo espontáneo de la economía fue la diversificación, un tanto desorientada al principio, de las inversiones correspondientes a las más importantes sociedades anónimas colombianas: tanto desde el sector industrial como desde el financiero se adelantaron una serie de prácticas económicas que prefigurarían la estructura de los grupos financieros que se irían conformando como tales, al ritmo de la competencia, del desarrollo económico, en los años posteriores.

Los negocios efectuados por los distintos "núcleos" del capital deben ser entendidos por el resultado de la lucha competitiva entre ellos. Los sectores capitalistas más fuertes buscarán, simultáneamente con la diversificación acelerada, la transformación de las modalidades organizativas y de control del proceso de valorización del capital, para responder a los diversos obstáculos que el mismo proceso genera.

Un ejemplo típico lo constituye la firma Bavaria, particularmente durante los años 1968, 1972. En esta firma la diversificación se efectuó en perjuicio del dividendo: \$0.96, 0.96, 0.78, 0.72, 0.72 y 0.72 fueron los dividendos pagados (anuales) durante los años 1967-1972.

Bruscamente, entonces, se hacía realidad para el accionista la afirmación de Rudolf Hilferding de que la conversión del capital industrial y el capital monetario libre en capital accionario, conlleva la aproximación del beneficio del accionista al nivel del interés medio <sup>(19)</sup>.

En suma, para los años 1964 - 1971, en particular, todo el proceso puede identificarse como de diversificación: las grandes textiles crearon plantas de fabricación de máquinas y repuestos para sus propias fábricas, se inauguraron y/o ampliaron siderúrgicas semiintegradas, etc. Además, la fuente principal de financiación la constituyeron los recursos propios y la emisión de acciones fue la fuente menos importante de financiación. De ahí lo que acontece con los dividendos.

Durante el subperíodo 1970 - 1974 aún predominarán los umbrales de control con base en el poder de ventanilla, mas poco a poco la lucha intergrupos en torno a las sociedades más grandes irá mostrando las insuficiencias de esta forma de obtener el control de propiedad, tal como podrá observarse a partir del año 1975.

19. Hilferding, Rudolf. *El capital financiero*. México, ed. El Caballito, 1973. Cap. 7

## BAVARIA 1970 - 1974

Esta firma, durante el período 1970-1974, sigue la tendencia bajista del mercado accionario bursátil. La oferta de acciones, producto de la existencia de fuentes de ahorro alternativas más seguras, de la necesidad de liquidez para consumo durable y de la desconfianza de los accionistas hacia la firma, entre otros factores, supera ampliamente la demanda, la cual proviene básicamente de los grupos que luchan por el control pero que muestran una tendencia "pasiva" en este período. La caída relativa del precio y el aumento de las transacciones manifiestan el fenómeno bursátil descrito:

CUADRO N° 11

### BAVARIA S.A. PRECIO DE LAS ACCIONES

	1970	1971	1972	1973	1974
Máximo	6.14	6.05	4.9	6.35	6.4
Mínimo	4.45	4.28	4.3	4.9	5.7
Promedio	5.53	5.13	4.57	5.81	5.98
Transacciones (miles de acciones)	N.D.	N.D.	13.209	18.233	17.625

FUENTE: *Manuales Mercado Bursátil*, Bolsa de Bogotá.

El grupo financiero Santodomingo, que controla a Bavaria con un paquete relativamente pequeño de acciones, al no tener rivales manifiestos y activos, se limita a congelar acciones cedidas fundamentalmente por los accionistas rentistas, a precios bajos.

La oferta de acciones se incrementa aún más en Bavaria cuando se ponen al descubierto las actuaciones "escandalosas" del grupo financiero en consolidación.

Lo dicho se corresponde con el comportamiento de los diferentes grupos de accionistas: en 1970 Bavaria contaba —y era ejemplo típico de la "democratización del capital"— con 98.912 accionistas; tal número decrece para 1973 cuando encontramos 85.870, es decir,



salen 13.042 accionistas en tres años. Además, durante 1974, salen 2.603 accionistas adicionales.

La tendencia observada en el mercado bursátil accionario, así como las correspondientes modificaciones de la propiedad al interior de la firma encuentran buena parte de su explicación en la política de diversificación implementada por el grupo financiero en el poder: Recordemos ahora lo acontecido en Bavaria.

La época Barco Vargas —que culminó en 1969— autora de la diversificación que desembocó en la creación del poderoso “grupo” financiero Bavaria, con sus concomitantes negocios y operaciones millonarias, realizados sin control, y al margen de los accionistas de Bavaria, pasó a ser el mayor insuceso en la historia de esa empresa y fue un hilo en la historia de la sociedad anónima Colombiana.

La importancia del caso Bavaria radica no tanto en el hecho de que las prácticas implementadas por los directivos de la empresa hayan sido exclusivas o hayan servido de modelo a las demás sociedades anónimas, sino, más bien, en el hecho de haber sido las primeras en descubrirse y analizarse con lujo de detalles, alertando a los medianos y pequeños accionistas de su situación frente a los verdaderos propietarios de las diversas empresas. Su análisis permite describir los negocios concretos que realizaron los grupos financieros colombianos en el momento de su constitución, negocios que se han mantenido, aunque cada vez en la forma más solicitada, a lo largo de todo el proceso de consolidación.

La diversificación de las inversiones en Bavaria se efectuó en perjuicio del dividendo puesto que se llevó a cabo haciendo uso del capital social, de las reservas y del crédito extrabancario captado a nombre de la Cervecería, la cual se constituyó en la “casa matriz” que habría de financiar a las filiales y asociadas del naciente grupo financiero.

Las inversiones de Bavaria se dirigieron en forma aparentemente incoherente hacia distintas firmas y tuvieron por característica general la de ser realizadas a un precio sobrevaluado comercialmente. El procedimiento fue más o menos el siguiente: Bavaria se endeudaba “... acudiendo a prestamistas extranjeros, para obligar a la empresa en dólares (corriendo el riesgo de cambio)” (sic), eventualmente, utilizando crédito bancario o comercial; luego irrigaba estos dineros —también en calidad de préstamos— a sus filiales y aso-

ciados a intereses muy por debajo de los vigentes. Durante un corto período de tiempo estas empresas realizaban ventas cruzadas de sus acciones con la finalidad de "... aparentar respaldo suficiente frente a su mayor accionista y generoso acreedor, Bavaria S. A., a la cual, inclusive, le vendían las acciones a estos altos precios... con millonaria pérdida final a cargo de la Cervecería, matriz del grupo" (20). Pero, además, los créditos recibidos y los intereses pagados por ellos, permitían reducir más aún el stock de utilidades, pues se contabilizaban como "gastos".

En consecuencia desaparece el 16% de los accionistas durante este subperíodo. La tendencia que se observa es que la mayoría de estos accionistas salientes pertenecen a aquéllos que tienen entre una y diez mil acciones y que éstas pasan a ser controladas por los accionistas de los últimos rangos; acciones que, sin duda, ya no circulan más, pues fueron adquiridas para afianzar el control sobre la firma. (Véase cuadro N° 12).

La reacción a este tipo de operaciones se presentó con toda su fuerza en las asambleas de 1969-1972; en ellas se denunciaron "los malos negocios realizados por el consejo de dirección de la empresa y las burlas al pequeño accionista, a quien se despojaba de los dividendos y de los poderes de representación — pues con la ayuda del computador estos poderes eran manipulados—. Veamos algunas declaraciones:

"... no era apto, ni serio, ni técnico, el ensayo de descargo realizado por el 'irreemplazable' vicepresidente Gallón, a nombre de la Junta y de la Administración, afanado por justificar el haber prestado en 1970 \$ 447 millones a sus filiales, a sólo el 2.1% del interés promedio anual, mientras el bancario estaba al 14% anual y el comercial fluctuaba entre el 2% y el 3% mensual.

En otras palabras... si el objeto de Bavaria no fuera producir cerveza sino prestar a interés la plata de los accionistas, tal empresa ha debido recibir en 1970, al 14% anual, \$ 62.6 millones de interés, en lugar de 9.3 millones recibidos. Computados tales intereses al 2% mensual solamente, ha debido recaudar \$ 107.3 millones.

En el primer caso dejaron de arbitrar lo suficiente para cubrirle al accionista más del 2.15 centavos mensuales, adicionales, de

---

20. Revista *Apuntes Económicos*. N° 252. Febrero, 1972, p. 26.

CUADRO N° 12

BAVARIA S.A. ESTRUCTURA DE ACCIONES Y ACCIONISTAS  
(Miles de acciones)

RANGO		1971	1972	Variación	1973	Variación	1974	Variación
De 1 a 1.000 acciones	Nº accionistas	67737	67624	-113	63697	-3927	61527	-2170
	Nº acciones	N. D.	N. D.	—	11683	—	11199	-484
1.001 a 10.000 acciones	Nº accionistas	19453	19356	-97	17867	-1489	17344	-523
	Nº acciones	N. D.	N. D.	—	62869	—	61053	-1816
10.000 a 25.000 acciones	Nº accionistas	3200	3133	-67	3152	19	3907	(*)
	Nº acciones	N. D.	N. D.	—	49358	—	72366	
Más de 25.000 acciones	Nº accionistas	1056	1014	-42	1155	141	489	(*)
	Nº acciones	N. D.	N. D.	—	77267	—	56560	

(\*) Para 1974 la información cambia: el rango "10.001 a 25.000" es sustituido en los *Manuales* por "10.001 a 40.000" acciones y "más de 25.000 acciones" es cambiado por "más de 40.000". Con todo, resulta obvio que las acciones se concentran en los "alto" rangos...

FUENTE: *Manuales del Mercado Bursátil*, Bolsa de Bogotá.

dividendo. En el segundo dejaron de cobrar casi con qué pagarle al accionista otros cinco cvs. mensuales adicionales de dividendo, es decir, para habérselo consolidado en once cvs.” (sic).<sup>(21)</sup>.

Quienes entraron en esta época a defender a los pequeños accionistas se apoyaron en la demostración del absurdo de casi todos los negocios impulsados por “sus empleados”, los miembros de la Junta Directiva, y se apresuraron a proponer una serie de modificaciones en la política financiera. La diversificación —“en perjuicio del dividendo”— consolidó al grupo financiero Santodomingo en el control de la firma, control sustentado en un paquete relativamente pequeño de acciones, en la representación de accionistas vía “poder de ventanilla” y en la gran cantidad de accionistas que no asisten a las Asambleas.

“En 1971 se hizo público el control de los Santodomingo sobre Bavaria [...], ocupa tres renglones en una junta directiva de cinco principales, con los señores Julio Mario Santodomingo, presidente de la junta, Francisco Posada y Pablo Obregón, cuñados de Julio Mario Santodomingo. Los Restrepo ocupan un puesto con Bernardo Restrepo a quien en otras juntas se considera representante de los Santodomingo en razón de sus alianzas, y el quinto puesto principal lo ocupa Francisco Ulloa, desde hace mucho tiempo tesorero general del partido liberal”<sup>(22)</sup>.

### CUADRO Nº 13

#### BAVARIA S. A. JUNTAS DIRECTIVAS

1970	1971	1973	1974
Julio Mario Santodomingo	= (*)	=	=
Roberto J. Arango	=	=	=
Francisco Ulloa	=	=	=
Bernardo Restrepo	=	=	=
Pablo Obregón	=	=	=
Francisco Posada	=	=	=

(\*) “=” Significa que permanece el mismo directivo

FUENTE: Bolsa de Bogotá. *Manuales*.

21. *Ibid.*

22. Silva Colmenares, Julio, *Op. Cit.*, p. 48.

## COLTEJER 1970 - 1974

El precio de la acción de Coltejer durante el período 1970 - 1974 sigue, al igual que en Bavaria, la tendencia general bajista del mercado accionario. Durante estos años se presenta centralización de acciones por parte de los especuladores por el control, a precios bajos. El proceso de "diversificación en perjuicio del dividendo" y su consecuente disminución de las utilidades por distribuir entre los accionistas de la casa matriz se da en esta firma con efectos bajistas sobre el nivel de precios y un lento ritmo de aumento en los dividendos.

"En Coltejer también se expresa claramente la diversificación de la Sociedad Anónima, a pesar de las leyes vigentes que prohíben esas "diversificaciones", pues en Compañías Asociadas han invertido —fuera del control de sus accionistas— \$ 477 millones y en 'otras inversiones' \$ 38.2 millones. Claro que no hemos computado los \$ 267.2 millones prestados... a sus filiales, equivalentes a más del 150% del capital pagado. Tales préstamos —como en Bavaria— sólo le produjeron \$ 185 mil de intereses en el semestre" (23).

### CUADRO N° 14

#### COLTEJER. PRECIO DE LA ACCION (A precios corrientes)

	1970	1971	1972	1973	1974
Máximo	26.90	23.70	18.10	19.20	19.10
Mínimo	19.90	14.95	14.30	15.90	15.25
Promedio	22.15	18.18	16.09	17.30	16.38

#### COLTEJER. DIVIDENDOS

	1970	1971	1972	1973	1974
	2.04	2.14	2.36	2.60	2.94

FUENTE: Bolsa de Bogotá. *Manuales*.

23. Revista *Apuntes Económicos*. N° 208. Mayo, 1971.

El proceso de diversificación, íntimamente ligado al de conformación de los grupos financieros, fue descrito por el Dr. Alberto Lleras en 1974: "el grupo financiero no necesita tener dinero originalmente, se forma por una serie de jugadas inteligentes y audaces y acaba por tener entre sus manos lo que necesita: un banco, una compañía de seguros, un monopolio... el país cuenta ya con cinco o seis grupos que se están dividiendo rigurosamente entre ellos, sin mucho ruido, pero en tremendas jugadas de bolsa, todo lo que se produce en el país, como renta o más poder... y hay, también, monopolistas de viejo estilo, que van comprando todo lo que una industria determinada necesita o paga, y se convierten en empacadores, en propagandistas, en comerciantes al por mayor y al detal, en productores de muy diversas materias primas. Ya cuando han llegado a controlar todas las ramas de una industria, no resisten la tentación de convertirse en financieros de 'su grupo'... en pocos años no quedará nada fuera de esos poderes, que, desde luego, librarán un combate a muerte entre ellos" (24).

En Coltejer hay dos grupos que participan en forma significativa del control: el grupo Suramericana, tradicionalmente reconocido, y un grupo hostil —Organización Ardila Lule— que se va introduciendo lenta y progresivamente; aunque no cuenta más que con una posición en la Junta Directiva, el porcentaje de sus acciones se va incrementando. Los otros cuatro miembros de la junta directiva pertenecen al grupo Suramericana, apoyados fundamentalmente en la representación de acciones (en 1972 Coltejer tenía más de cincuenta mil accionistas y ninguno poseía más del uno por ciento).

#### CUADRO N° 15

##### COLTEJER. JUNTAS DIRECTIVAS

1970	1971	1973
Gustavo Uribe E.	Tomás Santamaría	Carlos Ardila L.
Jorge Molina	= (*)	=
Diego Tobón A.	=	=
Samuel Muñoz D.	=	=
Juan G. Restrepo	=	=

(\*) "=" Significa el mismo directivo.

FUENTE: Bolsa de Bogotá. *Manuales*.

24. Revista *Apuntes Económicos*. N° 252, pp. 33-34.

A excepción de Carlos Ardila L. todos los integrantes de la Junta son representantes del grupo Suramericana (esto se demuestra realizando "cruces" de juntas directivas, pues tales personajes integran simultáneamente la dirección de otras firmas pertenecientes al mismo grupo financiero).

No obstante la organización Ardila va comprando acciones (baratas, en tanto no presiona el alza de la cotización porque no realiza compras masivas) y al igual que su contrincante, pero sin fortuna, trata de obtener la representación de los pequeños accionistas. Pero sus posibilidades de control son proporcionalmente mayores de año en año: en 1972 esta organización posee el 3% de las acciones, constituyéndose en el mayor accionista de la firma.

Por su parte, el grupo Suramericana no se preocupa, al parecer, por incrementar sus acciones; confía en que con un paquete pequeño de acciones propias y los poderes de representación continuará controlando la empresa. En efecto, durante 1973-1974 Suramericana tiene cuatro puestos en la Junta Directiva, a pesar de poseer un número de acciones muy similar al de la organización Ardila. Esta última, en consecuencia, opta por un comportamiento sutil, comprando acciones lentamente, sin alarmar a su rival.

Coltejer es una de las pocas firmas industriales que emite acciones en este subperíodo. El número de acciones pagadas pasa de 69 millones en 1970 a 95.5 millones en 1974; lo cual significa emisiones de acciones por 26.8 millones (se trata de emisiones preferenciales). Los derechos correspondientes a los grupos financieros en pugna no deben haber registrado, por supuesto, transferencia de propiedad; pero los correspondientes a los accionistas rentistas en alguna medida fueron negociados. Quizá por ello es por lo que entre 1970-1974 se incrementa el número de accionistas de los distintos rangos, especialmente los rangos "1 a 1000" y "1001 a 10000" acciones...

Como se sabe, durante este período 1970-1974, aún es posible controlar las firmas por el doble juego de mantener dispersos a los accionistas y representar cierto porcentaje de ellos vía poder de ventanilla. De ahí que es posible tener una acrecida ingerencia en las grandes empresas... a medida que se "democratiza" el capital, esto es, que aumenta el número de pequeños y medianos accionistas. Mas como veremos, esta forma de control comenzará a ser ineficiente: la lucha entre grupos rivales obligará a sustentar el control con porcentajes significativos de acciones propias.

CUADRO N° 16

COLTEJER S. A. ESTRUCTURA DE ACCIONES Y ACCIONISTAS  
(miles de acciones)

RANGO		1970	1971	Variación	1973	Variación	1974	Variación
De 1 a 1.000 acciones	Nº accionistas	35519	38119	2600	37844	-275	38599	755
	Nº acciones	N. D.	N. D.	—	7780	—	8310	530
1.001 a 10.000 acciones	Nº accionistas	9716	10676	960	10937	261	13037	2100
	Nº acciones	N. D.	N. D.	—	25077	—	42165	17038
10.001 a 25.000 acciones	Nº accionistas	874	967	93	1003	36	1455	
	Nº acciones	N. D.	N. D.	—	14963	—	24202	(*)
Más de 25.000 acciones	Nº accionistas	254	264	10	301	37	155	
	Nº acciones	N. D.	N. D.	—	29838	—	21242	(*)

(\*) Para 1974 la información se presenta, en los *Manuales*, con los dos últimos rangos modificados.

FUENTE: Bolsa de Bogotá. *Manuales del Mercado Bursátil*.



## AVIANCA 1970 - 1974

“Desde su iniciación, Avianca mantiene virtual monopolio del transporte aéreo en el país; de 3.1 millones de pasajeros movilizados en total por vía aérea durante 1974, casi 2.3 millones, el 73% fueron transportados por Avianca. En el caso de la carga aérea tal porcentaje sube al 85%.

El monopolio de Avianca llega al extremo que el gobierno le entregó el manejo absoluto del correo aéreo, fenómeno casi único en el mundo y que le reporta utilidades anuales cercanas a los \$ 20 millones... Avianca ocupa el tercer lugar en América Latina, después de la brasileña Varig y de la línea mexicana...”<sup>(25)</sup>.

Las características del control de Avianca —donde tres poderosos grupos financieros lo comparten— en un período de temor por la emisión y de tendencia general a dominar las sociedades anónimas con paquetes relativamente pequeños de acciones no impide que se emitan 41.605.000 acciones en los años 1972, 1973 y 1974, lo que, en parte, originará modificaciones en la estructura de acciones y accionistas y, también, un cierto aumento de la oferta que precipita aún más la baja de la cotización.

### CUADRO Nº 17

#### AVIANCA. PRECIO DE LA ACCION

	1970	1971	1972	1973	1974
Máximo	5.10	4.70	4.50	4.50	4.42
Mínimo	4.00	3.70	3.50	3.55	3.67
Promedio	4.59	4.25	4.21	3.93	3.85

#### AVIANCA. DIVIDENDOS

	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72
--	------	------	------	------	------

FUENTE: Bolsa de Bogotá. *Manuales...*

25. Silva Colmenares, Julio, *Op. Cit.*, p. 254.

CUADRO N° 18

AVIANCA. ESTRUCTURA DE ACCIONES Y ACCIONISTAS  
(miles de acciones)

RANGO		1970	1971	Variación	1973	Variación	1974	Variación
De 1 a 1.000 acciones	N° accionistas	5313	5630	317	6259	629	6521	262
	N° acciones	N. D.	N. D.	—	1235	—	1284	49
1.001 a 10.000 acciones	N° accionistas	2750	3077	327	3317	240	3220	—97
	N° acciones	N. D.	N. D.	—	12583	—	12498	—87
10.000 a 25.000 acciones	N° accionistas	532	603	71	957	354	1357	
	N° acciones	N. D.	N. D.	—	15045	—	26687	(*)
Más de 25.000 acciones	N° accionistas	286	279	—7	522	243	344	
	N° acciones	N. D.	N. D.	—	58965	—	64134	(*)

(\*) La misma observación hecha para las otras firmas.

FUENTE: Bolsa de Bogotá. *Manuales*.

CUADRO N° 19

AVIANCA. JUNTAS DIRECTIVAS

1970	1971	1972	1973
Juan Pablo Ortega	= (*)	=	=
Hernando Castillo	=	=	=
Julio M. Santodomingo	=	=	=
Jorge Barco	Jorge Salazar	Bernardo Restrepo	Jaime Michelsen
Bernardo Restrepo	Jaime Michelsen	Jorge Barco	Mauricio Obregón
Edgar Gutiérrez	William Villa	Edgar Gutiérrez	William Villa

(\*) "=" Significa igual directivo.

FUENTE: Bolsa de Bogotá. *Manuales.*

El número de accionistas aumenta en este período como producto del comportamiento de los accionistas que buscan las ventajas tributarias a que tienen derecho vía cesión de acciones. De ahí, en parte, el reducido incremento del número de acciones poseídas en los primeros rangos. Obviamente, los accionistas de los grandes rangos no se desprenden de sus derechos y por el contrario compran. Nótese cómo estos últimos rangos concentran gran volumen de acciones.

El comportamiento del rango de accionistas exhibe características muy similares al de la firma Coltejer: en tanto se atomizan algunos grupos de accionistas, se concentra la propiedad en rangos altos.

En Avianca se presenta una amalgama de grupos que comprende tanto a los extranjeros como a los de poco poder en el conjunto de la economía (es el caso del grupo de Fernando Mazuera).

El control efectivo de la empresa se encuentra en una alianza de tres grupos financieros: Santodomingo, First National y Suramericana. Como grupo rival se ubica el grupo Grancolombiano quien, paradójicamente, es el mayor accionista. Pero las decisiones en Avianca son fundamentalmente las del grupo Santodomingo y el First National City Bank: "... para precisar las confusas relaciones de los Santodomingo y el City Bank, recordemos que Avianca sólo usa equipo de la fábrica Boeing, la cual pertenece al grupo City Bank y es representado en Colombia por los Santodomingos" (26).

La composición de la Junta Directiva entre 1970 y 1974 es la siguiente (los cambios que se suceden muestran, a nuestro modo de ver, el mantenimiento de cierto equilibrio inestable de compromisos en la dirección).

En la asamblea de 1974 tomaron asiento en la Junta Directiva: Sabas Pretelt, quien representaba la lista de los "independientes" (acciones dadas en representación), es decir, representa a los Santodomingo; Fernando Castilla por el City Bank; Julio Mario Santodomingo; Mauricio Obregón por el grupo Suramericana — un aliado de los Santodomingo en esta firma—; además el máximo accionista Jaime Michelsen, cabeza visible del grupo Grancolombiano.

---

26. *Ibid.*, p. 255.

## EL SUBPERIODO 1975 - 1980

Al contrario de lo que sucediera en el subperíodo anterior, éste presentará una "lucha abierta" intergrupos y el mercado accionario bursátil (y extrabursátil) será el escenario de tales conflictos, conflictos en donde los grupos financieros —ahora con un grado de consolidación muy significativo— buscan una reubicación y fortalecimiento, una concreción mayor de sus áreas de control de propiedad.

Dado el contexto de la lucha intergrupos —y, en menor medida, las "amenazas" de la legislación estatal, sobre todo a finales de la década— las modalidades de control que prevalecían —simplificadamente, "poder de ventanilla"— se ven puestas en entredicho por una nueva tendencia que venía gestándose lentamente desde el subperíodo anterior: ahora los umbrales de control tenderán a apoyarse en la propiedad mayoritaria de acciones. Los hostiles Grupos II de accionistas, en efecto, no podrían diezmar efectivamente el apoyo tradicional de los Grupos IV más que por la vía de incrementar la cantidad de acciones en su poder; esto, a su vez, obliga a los grupos de control a hacer otro tanto (ocasionalmente, cierto incremento de los accionistas "externos" puede ser interpretado como una acción estratégica de los grupos que aspiran al control). De todo esto resultará —lo cual es teóricamente previsible— o bien un triunfo de un grupo financiero rival del que hasta entonces disfrutaba de los beneficios del control (es el caso de la firma Coltejer), bien un afianzamiento del grupo "tradicional" de control (firma Bavaria), o bien la copropiedad (es lo que ocurre en la firma Avianca, por ejemplo). Por lo demás, también como tendencia marcada, podrá observarse que los grupos financieros realizan coaliciones entre ellos: son "pactos de caballeros" que sólo representan un pacifismo conyuntural, pues tarde o temprano habrán de enfrentarse <sup>(27)</sup>.

Vale la pena intentar generalizar un poco todo cuanto hemos dicho: la lucha entre los grupos financieros dará como resultado, por supuesto, una centralización del control de propiedad (cuyo eje central es el control de las condiciones de producción) y una delimitación de las áreas de influencia de cada grupo.

*Las firmas manufactureras en torno a las cuales se producen los*

---

27. Los conflictos intergrupos en este subperíodo exhiben tales características que los comentaristas se referirán a ellos en términos de "Zarpazos financieros", "Jungla financiera", "Mercado persa"...

más agudos conflictos informan de su importancia, directa o indirecta, en la conformación y consolidación de lo que han dado en llamarse "el segmento concentrador y dinámico" en la economía <sup>(28)</sup>: Las firmas tienen un peso específico considerable en términos de "lugares claves" en la estructura de relaciones interindustriales y de propiedad, del valor de sus activos y de los que a través de ellas se controlan, de captación del crédito externo e interno, de exportaciones, de dominio sobre las redes de subcontratación, de adopción de nueva tecnología, de captación y drenaje de importantes masas de "cash-flow"; en fin, de capacidad de respuesta a las determinaciones del proceso de internacionalización del capital en sus diversas manifestaciones <sup>(29)</sup>.

El subperíodo 1975 - 1978 se inicia con un descenso del perfil accionario bursátil en 1975, al cual sigue un auge prolongado a partir de 1976 que aún continúa en los años ochenta. La gráfica N° 3 ilustra tal evolución de las acciones transadas y de los índices de precios.

Puede comprobarse, en primer lugar, que *el índice general de precios reacciona más intensamente que el número total de acciones transadas*. En efecto, durante el año 1975 ese índice decrece a un ritmo de 12.05% contra un 8.9% del número de acciones y, para los demás años, se incrementa a tasas de 33, 31, 62, 27 y 28% mientras que las transacciones lo hacen a ritmos que van del 15.4% a 48%. En 1975 no se observa una fuerte presión por la compra de acciones por lo que los precios se mantienen, en general, bajos; mas de ahí en adelante la demanda por acciones se incrementa y con ella, por supuesto, el índice de precios.

En términos generales, en el primer año las acciones permanecen en manos de sus tenedores y los rentistas que venden deben ser aquéllos que requieren liquidez inmediata, bien para su consumo y/o para desplazar su dinero a otras formas de ahorro, es decir, su salida estará motivada por razones muy similares a las enunciadas para los subperíodos anteriores que presentaron depresiones en los precios; constancia o incrementos despreciables en los dividendos; inflación, etc. En los años siguientes, cuando se intensifica fuertemente el conflicto entre los grupos financieros, las alzas de precios concomitantes se constituyen como determinación fundamental para la salida de los rentistas. Sin duda los rentistas más resistentes a la salida están ubicados en lugares superiores de la "pirámide de ingresos" que aqué-

28. Véase Briones, Alvaro, *Op. Cit.*

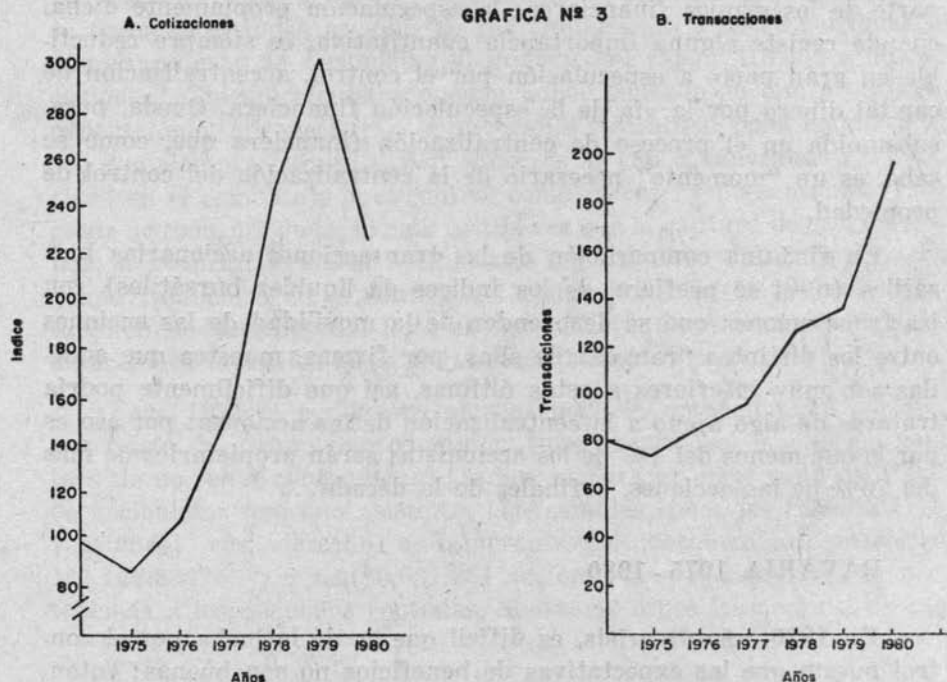
29. Ver Palloix, Christian, *Op. Cit.*

llos que han salido con anterioridad, mas no debe olvidarse que el proceso de concentración del ingreso (vía inflación, especulación financiera etc.) los va afectando progresivamente (las investigaciones de ANIF, en torno a la decadencia de las "clases medias", a finales del año 1979 y comienzos de 1980, pueden servir de referencia, de aproximación a este asunto).

CUADRO N° 20

MERCADO ACCIONARIO BURSATIL  
TRANSACCIONES Y COTIZACIONES 1975-1980

AÑO	Transacciones (Millones de acciones)	Variación Porcentual	Cotizaciones (1968=100)	Variación Porcentual
1975	71	8.9	87.6	-12
1976	82	15.4	116.8	33.3
1977	96	17	153.3	31.2
1978	127	29.1	249.1	62.4
1979	137	7.8	317.7	27.5
1980	203	48.1	226.5	-28.7



FUENTE: Bolsa de Bogotá. *Manuales*.

Alguna fracción de las transacciones puede encontrar apoyo en especuladores propiamente dichos (en ciertas coyunturas, por ejemplo, existen precios de cierre diferenciales entre las dos bolsas que invitan a tal práctica...) y, es importante anotar, la misma especulación por el control comporta, en momentos específicos para beneficio de algunos grupos financieros (Grupo Grancolombiano, para citar un ejemplo familiar), cierta mezcla de especulación propiamente dicha: vía compras cruzadas y/o compras reales de acciones se provocan importantes alzas en las cotizaciones, produciendo la sensación de que se trata de una acción por el control; al final resulta el grupo de control amenazado (real o imaginariamente, no siempre es fácil saberlo) comprándole al hostil grupo rival importantes cantidades de acciones a muy altos precios y pagando, inclusive, con activos propios de la firma (terrenos, por ej.); también ocurre, con los fondos de inversión, la valorización ficticia de las acciones vía compras cruzadas, en perjuicio de los ahorradores de los fondos (a menudo ligada con la especulación mencionada antes).

Con todo, el eje de las transacciones lo constituye la especulación por el control, la centralización de la propiedad de las acciones por parte de los grupos financieros; la especulación propiamente dicha, cuando reviste alguna importancia cuantitativa, es siempre reducible en gran parte a especulación por el control, a centralización de capital dinero por la vía de la especulación financiera. Queda, pues, subsumida en el proceso de centralización financiera que, como se sabe, es un "momento" necesario de la centralización del control de propiedad.

En fin, una comparación de las transacciones accionarias bursátiles (o, si se prefiere, de los índices de liquidez bursátiles) con las transacciones que se desprenden de la movilidad de las acciones entre los distintos "rangos" de ellas, por firmas, muestra que aquéllas son muy inferiores a estas últimas, así que difícilmente podría tratarse de algo ajeno a la centralización de las acciones: por eso es por lo que menos del 1% de los accionistas serán propietarios de más del 70% de las acciones, a finales de la década...

#### BAVARIA 1975 - 1980

En 1975, año de crisis, es difícil que se dé la lucha por el control puesto que las expectativas de beneficios no son buenas; entonces es, más bien, un año de "readecuación de posiciones" en tanto ya



se presentía que el mercado accionario había tocado suelo, en su fase depresiva. Así, en este año, la Junta Directiva no presenta ninguna variación con respecto a las de 1974.

La crisis se manifiesta en el mercado bursátil con una baja del nivel general de transacciones y es en el sector manufacturero donde tal descenso presenta una mayor intensidad (particularmente la rama "alimentos, bebidas y tabaco").

Bavaria tuvo que ver con esta brusca caída en tanto su nivel de transacciones pasa de 17.625.401 de acciones en 1974 a 12.619.784 en 1975. Esta disminución de las transacciones se vio acompañada de una disminución en el precio promedio anual de la acción.

En términos absolutos, por lo demás, el número de accionistas disminuyó de 83.267 a 80.659. En el cuadro correspondiente se observa que el total de los accionistas de los primeros rangos (de 1 a 1.000) decrece, de lo cual se puede inferir que hubo accionistas rentistas que no soportaron más años de depresión bursátil y vendieron... (Véase cuadro N<sup>o</sup> 22).

De otro lado, si entran accionistas al mercado, necesariamente se trata de grandes accionistas individuales. Ello se ve confirmado por el aumento de accionistas al interior del rango "10.000 a 50.000 acciones". Tales accionistas pueden haber pensado en una pronta recuperación y aprovecharán la favorable coyuntura para entrar a él (lo que siempre resulta difícil saber es si van a especular o a "terciar" en el combate por el control como meros "representantes"). A pesar de todo, sin duda, lo más factible es que la captura de estas acciones la realizan grandes accionistas individuales "internos" y/o el grupo financiero en el control (el rango "más de 50.000 acciones" también se incrementa). Esto no hace más que confirmar la compra de acciones a precios bajos de la sociedad anónima.

Para 1975 la condición esencial para la obtención del control, por parte del grupo Santodomingo (que cuenta con la enorme ventaja de no tener contendores), radica al parecer en la gran cantidad de accionistas que "no asiste" a la Asamblea, pues los "201.180.115 [acciones] con derecho a intervenir, se encontraban presentes 111.148.884" <sup>(30)</sup>; o sea 90.031.231 acciones que, si asumimos su pertenencia a los pequeños rentistas, abarcaría todos los accionistas que

---

30. Superintendencia de Sociedades. *Conglomerados de Sociedades en Colombia*. Bogotá, 1978. p. 13.

están en el rango de 1 a 10.000 acciones y parte de los que están entre 10.000 y 50.000 (aproximadamente 77.289 accionistas). Por supuesto, los grandes accionistas siempre asisten a las asambleas. Entonces en Colombia una de las firmas más "democráticas" en cuanto a la propiedad de las acciones es dirigida sólo por 3.370 accionistas que poseen un alto porcentaje de las acciones.

Por lo tanto, el grupo de control centrará su atención sobre los grandes capitalistas individuales más que sobre la gran masa de pequeños accionistas que ni siquiera se presenta a la Asamblea, dándole de esta manera un nuevo contenido a la representación de las acciones (se ha comprobado que los capitales representados por Barco, Restrepo y Zubiría, entre otros, votan a favor del grupo de control).

Esto muestra que, históricamente, el llamado control de ventanilla y la entrega de poderes en blanco están, tendencialmente, en proceso de extinción. Ahora bien, así como durante la primera mitad de la década se desalentó el "inversionista-rentista" al tiempo que, en el mercado bursátil, se le ofrecían otros tipos de "inversión" —y por esa vía apoderarse, o mejor, consolidarse en el control, a precios bajos, *a partir de 1975 lo que se produce es un fenómeno inverso pero con idéntico resultado*: elevación de los precios hasta el punto en el cual la rentabilidad vía precios es atractiva; esto produce una salida masiva de "inversionistas": aquéllos que más "aguantaron" y que hallaron también en los "papeles estrella" del Estado su alternativa para invertir. Al culminar este proceso se podrá decir que la sociedad anónima queda prácticamente a disposición de los grupos financieros.

Todo lo anterior sugiere una síntesis: a partir de 1976 se asiste en el mercado bursátil a una generalización de la lucha intergrupos lo cual puede constatararse con el gran incremento de las transacciones, fruto de la presión que sobre la demanda de acciones se ejerce; este efecto va acompañado de una elevación de los precios generales de las acciones (ver cuadro de transacciones globales). Pero hay más aún: estas manifestaciones tienen que reflejarse en el nivel de precios de las firmas que están controladas *por un solo grupo* (especialmente cuando se la domina con una baja participación en el capital total de la firma) ya que de permanecer con sus precios bajos puede ser presa fácil de otros grupos financieros, estableciéndose así un control compartido.

Entre 1976 y 1977 el nivel de precios de las acciones de Bavaria aumenta de \$ 6.95 a \$ 9.47 aunque su nivel de transacciones perma-

nece relativamente estable (12.619.784; 12.766.700; 11.405.900 para 1975, 1976, 1977 respectivamente).

Pero el incremento de precios más significativos se alcanzó en 1978 y allí las transacciones sí se vieron fuertemente estimuladas: en tanto que el primero pasó de \$ 9.47 en 1977 a \$ 18.09 en 1978, las segundas pasaron de 11.405.900 a 18.746.900. Estas alzas de precios pueden ser propiciadas por el propio grupo de control a través de operaciones cruzadas, logrando con ello desalojar al inversionista-arentista que se ve motivado a vender para protegerse de la entrada de otro grupo financiero o presionar su salida.

Para 1978 ante la anunciada creación de la Comisión Nacional de Valores que pretendía instituir normas que contrarrestara los grupos de control en la dominación con poderes de ventanilla y la "nueva" práctica de la organización Ardila L. —quien derrumbó al grupo Suramericana de Coltejer, firma dominada con las mismas características de Bavaria— de controlar paquetes significativos de acciones, se incentivó aún más la compra de acciones de los "especuladores por el control".

## CUADRO Nº 21

### BAVARIA. TRANSACCIONES DE ACCIONES

1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
17.625.401	12.619.784	12.766.700	11.405.900	18.740.900	21.814.600	18.124.000

### BAVARIA. PRECIO PROMEDIO ANUAL ACCION

1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
5.86	5.56	6.95	9.47	18.09	29.14	31.9

FUENTE: Bolsa de Bogotá. *Manuales*.

Entre 1975 y 1978 el número de accionistas contenía su descenso (de 80.659 a 74.193, o sea, 6.466 accionistas menos). Este "ritmo" de decrecimiento se evidencia con mayor fuerza en los accionistas que poseen de 1 a 10.000 acciones ante el estímulo del alza de precios (de los 6.466 accionistas que salieron entre 1975 y 1978, 6.362 pertenecen a este grupo, o sea el 98.3% de los salientes).

CUADRO N° 22

BAVARIA. ESTRUCTURA DE LAS ACCIONES Y ACCIONISTAS  
(miles de acciones)

RANGO		1975	1977	Variación	1979	Variación	1980	Variación
De 1 a 1.000 acciones	Nº accionistas	59530	56164	3366	53828	-2336	52221	-1607
	Nº acciones	10710	9857	853	9091	-766	8675	-416
1.001 a 5.000 acciones	Nº accionistas	12962	12198	764	10812	-1386	9965	-847
	Nº acciones	31491	29675	1816	26094	-3581	23928	-2166
5.001 a 10.000 acciones	Nº accionistas	3797	3638	159	3104	-534	2954	-150
	Nº acciones	27650	26544	1106	22382	-4162	21375	-1007
10.001 a 50.000 acciones	Nº accionistas	4070	3946	124	3512	-434	1786	-1726
	Nº acciones	80660	78339	2321	69653	-8686	24586	-45067
50.001 a 100.000 acciones	Nº accionistas	300	218	82	231	13	1614	1383
	Nº acciones	50667	14483	36184	15549	1066	52593	37044
100.001 a 500.000 acciones	Nº accionistas	N. D.	89	—	101	12	87	-14
	Nº acciones	N. D.	42245	—	88277	46032	14545	-73732
Más de 500.000 acciones	Nº accionistas	—	—	—	—	—	24	24
	Nº acciones	—	—	—	—	—	119157	119157

FUENTE: Bolsa de Bogotá, *Manuales*.

Al mismo tiempo, la disminución en el número de accionistas de estos rangos se vio acompañada por una reducción en el número de sus acciones pues pasaron de 69.852.025 acciones en 1975 a 62.404.300 en 1978, o sea una disminución de 7.477.725 acciones (ver en el cuadro N° 22 las modificaciones para 1979 y 1980).

La emisión de acciones puede explicar alguna fracción del volumen de transacciones en 1978. "En Bavaria, se reporta que el grupo Santodomingo estuvo realizando compras masivas de acciones de la compañía con anticipación a la súbita aparición en el mercado, el 6 de noviembre último, de una emisión de 30 millones de acciones de la compañía por un valor total de \$ 570 millones y que otorga derechos preferenciales de suscripción. En las semanas que siguieron al anuncio de esta emisión se realizaron nuevas compras masivas de estas acciones y la cotización de la acción de Bavaria experimentó oscilaciones especulativas, hasta el día de cierre de operaciones de la Bolsa de Bogotá; el 27 de diciembre los precios oscilaron entre un nivel de \$ 19.49 el día 21 y hasta 25 pesos el día 26" (31).

Que el grupo de control es, sin duda, el que está comprando acciones lo comprueba la composición de la junta directiva. El cambio de Bernardo Restrepo por Edgar Lennis Garrido no significó ningún peligro: él es, en efecto, representante de este grupo ya que toma asiento en la junta directiva del Banco Santander, entidad controlada en un 100% por el grupo Santodomingo.

#### CUADRO N° 23

##### BAVARIA. JUNTAS DIRECTIVAS

	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Julio M. Santodomingo		= (*)	=	=	=	=
Bernardo Restrepo		Edgar Lennis G.	=	=	=	=
Francisco Posada		=	=	=	=	=
Pablo Obregón		=	=	=	=	=
Francisco Ulloa		=	=	=	=	=

(\*) "=" Significa el mismo directivo.

FUENTE: Bolsa de Bogotá. *Manuales*.

31. López Michelsen, Alfonso et. al. *La concentración de la riqueza y el ingreso*. Bogotá, Ed. Dane. 1979. p. 386.

## COLTEJER 1975 - 1980

Al igual que para todo el sector manufacturero, 1975 representó un año negativo para el sector textil, aún cuando no para el grupo Ardila Lule: La caída del precio promedio anual de la acción de Coltejer es aprovechada por él, fundamentalmente, <sup>(32)</sup> para comprar acciones a precios más bajos aún (pasó de \$ 15.24 en 1974 a \$ 9.35 en 1975). La caída de los precios se acentuó en ese año por la baja que se decretó en los dividendos <sup>(33)</sup>, bajos por cierto.

Sin embargo, a precios tan bajos, los accionistas-rentistas se resisten a salir y sólo lo hacen por "necesidad extrema" (el número de accionistas se modifica de 53.321 accionistas en 1974 a 53.035 en 1975).

La Junta Directiva para este año no sufre modificación alguna aunque la correlación de fuerzas se esté convirtiendo en favorable para el grupo contrincante, es decir, para el grupo Ardila L.

### CUADRO N° 24

#### ACCIONES POSEIDAS POR LOS GRUPOS ARDILA Y SURAMERICANA (1975)

GRUPO	1975		Asamblea 1975	
	N° Acciones	Porcentaje	N° Acciones	Porcentaje
ARDILA	5.870.390	6.12%	6.012.309	6.3%
SURAMERICANA	4.719.333	4.92%	5.613.612	5.9%

FUENTE: Bolsa de Bogotá. *Manuales*.

En el cuadro anterior "se evidencia cómo el grupo Suramericana, en la asamblea de 1975, contaba con un paquete relativamente pequeño de acciones (5.9%), pero logra retener cuatro puestos en la Junta Directiva y, por el contrario la Organización Ardila, quien en

32. Porque como hemos afirmado, es posible que ingresen accionistas que sólo piensan estar en el mercado mientras suben los precios.

33. Aquí la recesión es solidaria con la táctica de expulsar accionistas vía dividendos bajos.

ese entonces poseía el 6.3% sólo obtiene un puesto en la Junta Directiva. Esto es explicable si se entiende que la empresa, o mejor, los dueños tradicionales, poseían el apoyo de los pequeños accionistas y utilizaron a su favor los "poderes de ventanilla" (34).

A partir de 1976, bajo el influjo de la ola especulativa general, se empieza a presionar el precio de las acciones —de \$ 13.23 a \$ 19.04 y a \$ 28.50 en 1976, 1977 y 1978; algunos accionistas piensan que llegó la hora de vender y lo hacen.

En 1977 la baja disminución de los accionistas obedece a la emisión de acciones. De 53.035 en 1975 se reduce a 50.792 en 1976 y a 50.752 en 1977; pero en 1978, año en que la disminución de accionistas de todos los rangos debió ser alta por las fuertes compras de la Organización Ardila L., no aparece información en los manuales del mercado bursátil. (Ver cuadro de accionistas y acciones).

En estos últimos años el comprador es la organización Ardila L.: Teniendo ya un significativo paquete de acciones y al aumentar su poder de representar acciones de otros accionistas (paquete que intentaba hacer representativo desde 1973 como vimos) le posibilita invertir la correlación de fuerzas en 1978.

Las transacciones alcanzaron casi a triplicarse en 1977 y a cuadruplicarse en 1978 (35). (De 3.810.300 en 1976 a 9.518.000 en 1977 y 11.467.500 en 1978). Véase más adelante lo ocurrido en 1979 y 1980.

En el trabajo citado acerca del grupo Suramericana se puede seguir el "proceso Coltejer" con más detalles: "Ardila poseía en 1975 5.870.390 acciones, que equivalían al 6.1% de las acciones totales. Según otras fuentes igualmente fidedignas, Ardila posee *directamente* 24.425.671 de acciones a marzo 20 de 1978. La toma de la Junta Directiva de Coltejer la logra Ardila con 39.953.329 acciones que significaron el 39% de las acciones totales. Si descartamos las acciones que simplemente eran poderes concedidos, Ardila debía poseer en el momento de la asamblea aproximadamente 27.953.329 de acciones. Sustrayendo las acciones poseídas por él de tiempo atrás, aproximadamente se compraron 22.082.939 acciones en los últimos meses. Fuentes confidenciales afirman que aproximadamente se compró

---

34. Tesis sobre el Grupo Suramericana, *Op. Cit.*

35. Aunque en este trabajo siempre hemos considerado las transacciones que se realizaron en bolsa, se sabe que en este período especulativo se efectuaron gruesas transacciones extrabursátiles.

el 50% de las acciones fuera de bolsa, es decir, 11.041.474 acciones aproximadamente. Calculando un precio promedio de \$ 30 el valor total de la transacción fuera de bolsa, fue de \$ 331.244.220. Consideramos que el precio de la acción está incluso subvaluado ya que algunas transacciones fueron a precios mayores.

Analicemos ahora el movimiento de las acciones en bolsa. Según las mismas fuentes confidenciales, aproximadamente se transaron en bolsa 11 millones de acciones. Confrontemos este dato con el análisis pormenorizado de las transacciones diarias de las acciones de Coltejer en la bolsa de Bogotá y Medellín.

Entre el 9 y el 15 de marzo se compró el mayor volumen de acciones, registrándose los precios más altos en este período. El 10 de marzo la acción se cotizó a varios precios, empezando en \$ 26.60 y terminando la jornada a \$ 28, es decir con un alza del 5.3% en un sólo día. El 13 de marzo la acción pasa de \$ 28 a \$ 30 (alza del 7.2% con respecto al día anterior). Dicho precio se mantuvo hasta el 17 de marzo cuando cae a \$ 27 para comenzar nuevamente en abril (fecha posterior a la asamblea) la tendencia alcista provocada por la fuerte demanda que elevó el precio a \$ 32, hecho éste que obedeció en gran medida a la compra de acciones por el Grupo Ardila, con miras a consolidar su poder como propietario de Coltejer.

Considerando el precio mínimo de la acción en estos cuatro meses y el máximo, encontramos que el alza total de la acción fue aproximadamente del 68%.

Respecto a la cantidad de acciones transadas en los primeros meses de 1978, el mayor volumen de acciones se compró en el mes de marzo (5.525.895 acciones), lo que comparado con la cantidad vendida en los cuatro primeros meses de 1976 y 1977, supera con amplitud este volumen transado en marzo (sic)<sup>(36)</sup>.

Pero la organización Ardila L. no terminó en 1977 su proceso de compra de acciones. Siguió consolidando, fortaleciendo el control durante 1978: "Coltejer cambió con los antioqueños las acciones que tenía en Suramericana por las que esta entidad tenía en Coltejer". En mayo se protocolizó una nueva negociación entre el grupo Ardila L. y el grupo antioqueño: Gascol y fundación Coltejer recibieron acciones de Coltejer, Avianca y Manuelita y varias empresas antioqueñas recibieron acciones de Suramericana.

---

36. Tesis sobre el Grupo Suramericana, *Op. Cit.*



CUADRO N° 25

COLTEJER. ESTRUCTURA DE ACCIONES Y ACCIONISTAS  
(miles de acciones)

RANGO		1975	1977	Variación	1978	1979	1980	Variación
De 1 a 1.000 acciones	Nº accionistas	38232	35052	— 3180	N.D.	N.D.	26132	— 8920
	Nº acciones	8351	7673	— 678			5002	— 2671
1.001 a 5.000 acciones	Nº accionistas	10680	10768	88	N.D.	N.D.	6138	— 4630
	Nº acciones	25177	25704	527			14437	—11267
5.001 a 10.000 acciones	Nº accionistas	2474	2807	333	N.D.	N.D.	1596	— 1211
	Nº acciones	17587	19826	2239			11381	— 8445
10.001 a 50.000 acciones	Nº accionistas	155	1973	418	N.D.	N.D.	1165	— 808
	Nº acciones	27154	34246	7092			22964	11282
50.001 a 100.000 acciones	Nº accionistas	94 (*)	88	58	N.D.	N.D.	17	— 71
	Nº acciones	17650	5634	16305			3874	— 1760
100.001 a 500.000 acciones	Nº accionistas	N. D.	53		N.D.	N.D.	5	— 48
	Nº acciones		11263				3821	— 7442
Más de 500.000 acciones	Nº accionistas	N. D.	11		N.D.	N.D.	17	6
	Nº acciones		17058				59925	42867

(\*) Ajustes debidos a las modificaciones en los "rangos de acciones" ya mencionados.

FUENTE: Bolsa de Bogotá. *Manuales*.

CUADRO N° 26

COLTEJER. JUNTAS DIRECTIVAS

1975	1976	1977 (**)	1978	1979	1980
Jorge Molina M.	= (*)	Carlos Upegui Z.	=	=	=
Carlos Ardila L.	=	=	=	=	=
Diego Tobón A.	=	Arturo Rodríguez E.	=	=	=
Samuel Muñoz D.	=	Carlos Posada U.	=	=	=
Juan G. Restrepo L.	=	Guillermo Moreno U.	=	=	Oscar Gómez D.

(\*) "—" Significa que el directivo mencionado continúa en la Junta Directiva.

(\*\*) Sin duda, la composición de esta Junta es un error del "Manual del..." puesto que la Organización Ardila L. sólo domina la Junta Directiva a partir de la Asamblea de Marzo de 1978.

FUENTE: Bolsa de Bogotá. *Manuales*.

En pocos meses Ardila Lulle consolidó aún más su control sobre el "Grupo" Coltejer... El rumor que circuló por la época de la toma de Coltejer, de que Ardila Lulle pretendía hacerse al control de fondos líquidos de dicha empresa por cuantía de \$ 900 millones, parece tener validez con los informes recientes de la compra de la cadena radial R.C.N. por Coltejer, empresa que habría sido forzada a ello por Ardila Lulle" (37).

Por lo demás, el resultado de la lucha por el control en Coltejer, inversión de la correlación de fuerzas, se observa en la composición de la nueva Junta Directiva: de los 5 miembros, 4 corresponden a la organización Ardila, sólo uno al grupo Suramericana.

### AVIANCA 1975 - 1980

Avianca es la empresa que más se destaca en 1975 por su tendencia inversa a la general — ésta, recordémoslo, se encontraba descendiendo. Tanto en transacciones como en el índice de precios se encontraba relativamente mejor el sector "transportes y comunicaciones" —o sea Avianca— a diferencia del sector manufacturero. Para este último sector el índice de precios cayó de 98.9 en 1974 a 87.9 en 1975, es decir, perdió 11.0 puntos, en tanto que el primero pasó de 80.6 a 72.3, es decir, perdió 8.3 puntos (38).

Pero, a pesar de esto y de que su ritmo de transacciones venía en aumento desde 1973, el incremento pronunciado del volumen general de transacciones en 1975 (de 11.317.805 acciones transadas en el 74 pasó a 16.142.000 en 1975) se explica, ante todo, por la lucha que se está dando por controlar la firma: el grupo Grancolombiano, el mayor accionista, desiste de la lucha y opta por retirarse, pero vende el paquete de 13 millones de acciones, no al grupo de control (Santodomingo-First National City Bank) sino a Fernando Mazuera, quien entra con la idea de tomarse el control (39).

Decíamos que los cambios significativos en el número de acciones transado originan, casi siempre, variaciones en la composición de la Junta Directiva. En Avianca se evidencia, primero que todo, el cambio en la Junta Directiva de Jaime Michelsen por Fernando Ma-

37. López Michelsen, Alfonso, et al. *Op. Cit.*, p. 387.

38. *Manuales de las Bolsas de Bogotá y Medellín; Revistas del Banco de la República.*

39. Silva Colmenares, Julio. *Op. Cit.*, p. 254.

zuera y Alvaro Sánchez por Sabas Pretelt; pero éste, al igual que Pretelt pertenece al grupo Santodomingo: "En reemplazo de Pretelt [entró] Alvaro Sánchez [quien aparece elegido] por un grupo de accionistas 'independientes', pero en realidad [es representante] de Santodomingo, pues Sánchez maneja el monto fundamental de la propaganda del grupo y es el intermediario en las "inversiones" que efectúa en candidaturas presidenciales" (40).

Pero hay algo adicional que tiene una estrecha relación con lo anterior y refuerza nuestra hipótesis:

En 1974 los accionistas entre 1 y 10.000 acciones sumaban 9.741 y en 1975 en este mismo rango se contabilizaron 9.572; es decir, que abandonaron estos rangos 169 accionistas; que comparados con el total de accionistas que salieron (93) son la gran mayoría (87.5%). Las acciones poseídas por estos accionistas también disminuyeron (de 13.783.399 en 1974 a 13.449.420 en 1975), aunque poco.

Pero no sólo los accionistas-rentistas vendieron. Grandes capitalistas individuales vendieron barato por no poder esperar más (el rango de los accionistas que poseen más de 40.000 acciones pasa, para los mismos años, de 344 a 239). Estos accionistas explican un porcentaje más alto de transacciones que los anteriores ya que si miramos nuevamente el número de acciones poseídas por los accionistas-rentistas que poseen de 1 a 10.000 acciones verificamos que se transaron pocas (333.979).

Esta salida de accionistas no es muy pronunciada en este año, porque acarrearía pérdidas muy importantes en caso de vender, dado que los precios están bajando (el precio promedio anual de la acción disminuye de 3.66 a 3.19 de 1974 a 1975). Por ello los accionistas-rentistas, si su capacidad financiera se lo permite y si su presunción de que el precio de mercado podría mejorar así se lo indica, optarán por esperar... un poco más.

Si lo anterior es cierto, entonces la cantidad de acciones transadas (vendidas) atribuibles a los accionistas-rentistas fue escasa y por lo tanto el grueso de las acciones transadas ese año, 16.142.000, lo ha de explicar la lucha por el control que en este caso se caracteriza en el retiro del grupo Grancolombiano y el ingreso de Fernando Mazuera.

Al parecer la situación en Avianca, después de 1975 y hasta

40. *Ibid.*, p. 255.

1977, volvió a sus cauces normales, por lo menos en su ritmo de transacciones (transó 12.515.000 acciones). Esta disminución se da en un momento en el cual el índice de cotización de las acciones en general (incluido el sector de transporte y comunicación) y las transacciones se encuentran en una fase de recuperación. Pensamos que esta última tendencia obedece a que se desató una lucha generalizada por la toma del control de las firmas más importantes que se mueven en bolsa.

Y también volvió por sus cauces normales por el lado del control ya que los ímpetus de Mazuera quedaron neutralizados: Hasta 1977, cuando comprobó la imposibilidad de su proyecto, no pudo cambiar en nada la composición de la Junta Directiva. Aunque sí pudo haber presionado los precios al alza (de \$ 3.19 en 1975 pasa a \$ 4.62 y a \$ 6.85 en 1976 y 1977 respectivamente). Los mismos pilares de la alianza intergrupos (Santodomingo-First National-Suramericana y la representación de acciones) posibilitaron la permanencia del grupo de control <sup>(41)</sup>.

Sin embargo, repetimos, en Colombia se instaura una modalidad de control diferente: efectiva propiedad de acciones más allá de los umbrales de control; es decir, que los poderes de ventanilla no serán ya más apoyo significativo de los grupos de control ni tampoco "pontenciales aliados" de grupos contrincantes; o sea que, en la sociedad anónima, el grupo de los accionistas rentistas (el grupo IV señalado por Chevalier) no interesa ya para la estrategia de control: "En los meses que siguieron a la asamblea anual de Coltejer se produjeron intensas operaciones bursátiles que, a manera de secuela del hecho en mención, condujeron a importantes reubicaciones de los grandes grupos. Como consecuencia inmediata el grupo antioqueño se fortaleció alrededor de Suramericana, con disponibilidades líquidas de hasta \$ 1000 millones y compró 2.400.000 de acciones de Suramericana al grupo Santodomingo, como una de sus primeras operaciones. También, ... el mismo grupo adquirió acciones de Noel y Nacional de Chocolates y realizó con el grupo Santodomingo canjes accionarios por acciones de Fabricato y Bancoquia, principalmente, y paquetes más pequeños de Coltabaco, Cine Colombia y Tejióndor. El grupo Santodomingo obtuvo acciones de Cervunión, Bavaria, Avianca y Banco de Santander, de las cuales se desprendieron los antioqueños. Mediante estas transacciones, el

---

41. López Michelsen, Alfonso et. al., *Op. Cit.*, pp. 379-380.

grupo Santodomingo alcanzó un control del 65% del capital de Ceruvión, la cervecería antioqueña, y dio importante impulso a sus compras estratégicas de acciones en Bavaria y Avianca" (42).

El mismo autor señala que a principios de 1978 el grupo Santodomingo compró en Avianca 9.5 millones de acciones "que llegó a poseer el grupo de Mazuera Villegas, y participó en las compras masivas de acciones de la compañía, como la que siguió al anuncio de su colombianización y que ocasionó el vuelo especulativo de los precios de las acciones en el período entre el 6 y el 18 de noviembre" (43).

En esta época de lucha generalizada por el control, se combina un doble efecto: se acentúa el proceso de expulsión de los accionistas-rentistas y se reaniman los precios de las acciones que están adquiriendo los grupos que luchan por el control. Es esto, más o menos, lo que ocurre en Avianca.

Pero en 1978 un nuevo grupo intenta luchar por el control en AVIANCA: Carlos Ardila L. compra el paquete de acciones a Mazuera con lo que se da un alza en el precio promedio anual (de 6.85 en 1977 a \$ 14.46 en 1978), más fuerte que las alzas de los precios anteriores.

En resumen: Entre 1975 y 1978 salen 1.241 accionistas, con lo cual se demuestra que el ritmo de expulsión y el correspondiente incremento del porcentaje de control se aumenta a partir de la elevación de precios.

En 1975 existían 9.572 accionistas (85% del total) que poseían entre una y diez mil acciones; en 1978 el número ha descendido a 8.851 que representaba el 88% del total de accionistas en el mismo rango de acciones.

En uno y otro año, para estos mismos rangos de accionistas, las acciones poseídas eran, en 1975, de 13.449.420 o sea el 12.4% del total de acciones en circulación (108.205.945) y en 1978 de 10.550.000 acciones que representaba el 9.7%.

Es decir, *en este rango disminuyó el número de accionistas y de acciones; entonces, necesariamente, las compras fueron realizadas por*

---

42. *Ibid.*

43. *Ibid.*

*los accionistas* ubicados en los rangos con mayor número de acciones (donde, por lo demás, existe un menor número de accionistas).

Pero si observamos los otros "rangos de acciones" y el número de accionistas notamos que entre 1976 y 1978 el número de accionistas pasa de 1.434 sobre un total de 10.643 (el 13.4%) a 1.157 sobre un total de 10.008 (el 11.5%) y el total de acciones pasa de 96.224.900 (el 88.9%) a 97.656.000 (el 90.2%). O sea que este grupo también bajó el número de accionistas, pero concentró, simultáneamente, mayor cantidad de acciones. Esto, a nuestro juicio, demuestra que también grandes accionistas individuales vendieron sus acciones aprovechando la ola alcista de precios. (Ver información más acertada en los cuadros siguientes).

Esto nos conduce a pensar que quienes están comprando acciones son los grupos financieros en conflicto.

CUADRO N° 27

AVIANCA. ESTRUCTURA DE ACCIONES Y ACCIONISTAS  
(miles de acciones)

RANGO		1975	1977	Variación	1978	Variación	1980	Variación
De 1 a 1.000 acciones	Nº accionistas	6458	6385	-73	6402	17	6516	114
	Nº acciones	1248	1159	-89	1135	-24	1131	-4
1.001 a 5.000 acciones	Nº accionistas	2192	1824	-369	1759	-65	1757	-2
	Nº acciones	5600	4614	-986	4462	-152	4309	-153
5.001 a 10.000 acciones	Nº accionistas	922	737	-185	690	-47	638	-52
	Nº acciones	6600	5305	-1295	4953	-352	4500	-453
10.001 a 50.000 acciones	Nº accionistas	1438	1077	-361	989	-88	884	-105
	Nº acciones	31918	24140	-7778	22316	-1824	19392	-2924
50.001 a 100.000 acciones	Nº accionistas	239(*)	121	-45	123	2	108	-15
	Nº acciones	62837	8640	10151	8666	26	7415	-1251
100.001 a 500.000 acciones	Nº accionistas	N. D.	46		32	-14	42	10
	Nº acciones	N. D.	7564		5244	-2320	6045	801
Más de 500.000 acciones	Nº accionistas	N. D.	27		13	-14	17	4
	Nº acciones	N. D.	56784		61430	4646	63006	1576

(\*) Corresponden al rango "Más de 50000" rango que en las estadísticas posteriores desaparece.

FUENTE: Bolsa de Bogotá. *Manuales*.



CUADRO N° 28

AVIANCA. JUNTAS DIRECTIVAS (1975-1980)

1975	1976	1977	1978	1979	1980
Fernando Mazuera	= (*)	=	= (**)	Francisco Ulloa	=
J. M. Santodomingo	=	=	=	=	=
Hernando Castilla S.	=	=	=	Francisco Posada	=
Alvaro Sánchez M.	=	=	=	=	Carlos Cure C. ***
Mauricio Obregón	=	Rafael Gama	=	=	=
Germán Botero De Los R.	=	=	=	Carlos Upegui Z.	=
Jorge Méndez M.	=	Carlos Ardila L.	=	=	=

(\*) "=" Significa que el directivo mencionado continúa en la Junta Directiva.

(\*\*) Fernando Mazuera falleció y asumió sus funciones el suplente Rudolf Kling.

(\*\*\*) Simultáneamente presidente de Bavaria (es decir, representante del Grupo Santodomingo).

FUENTE: Bolsa de Bogotá. *Manuales*.

## BIBLIOGRAFIA

- Aglietta, Michel. *Regulación y crisis del Capitalismo*. México, Siglo XXI, 1979, 243 pp. Banco Interamericano de Desarrollo y Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.
- Análisis de mercados latinoamericanos de capitales*. México. Ed. Gráfica Panamericana, 1969, 203 pp.
- Bejarano, Jesús Antonio. "Industrialización y política económica". En: *Colombia Hoy*. 3ª Ed. Bogotá, Siglo XXI, 1972, pp. 221-270.
- Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos. (CEMLA). *Los Mercados de Capitales en América Latina*. México, Ed. Gráfica Panamericana, 1966, 213 pp.
- . *El Mercado de acciones en México*, Ed. Gráfica Panamericana, 1971, 339 pp.
- Bolsa de Bogotá. *Manual del Mercado Bursátil*, Bogotá (Todos los volúmenes aparecidos).
- . *Manual de valores de renta fija*. Bogotá, (s.e.), 1979.
- Gómez M., Fernando, Puerta, Arturo. *Biografía Económica de las industrias de Antioquia*. Medellín, Ed. Bedour, (s.f.).
- Gómez V. Oscar. "Estructura de las Bolsas de Valores". En: Banco de la República. *El Mercado de Capitales en Colombia*. 1971. Bogotá, 1971.
- Gutiérrez, José A. "Tendencias del financiamiento Industrial 1967 - 1974". En: DANE: *Boletín Mensual de Estadística*, Bogotá (319 - 320): Febrero-Marzo, 1978.
- Hilferding, Rudolf. *El capital financiero*. México, Ed. El Caballito, 1973.
- Índice Vallejo* (Varios boletines).
- Junguito, Roberto y Pieschacón, Camilo. "Determinantes económicos del mercado bursátil". En: Banco de la República. *El Mercado de capitales en Colombia* 1971. Bogotá, 1971. pp. 310-340.
- Kalecki, Michal. *Teoría de la dinámica económica*. México, Fondo de Cultura Económica, 1973.
- Keynes John Maynard. *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. México, Fondo de Cultura Económica, 1965. Libro IV.
- Marx, Karl. *El Capital*. México, Fondo de Cultura Económica. Tomo III, Sección V.
- Misas, Gabriel. *Contribución al estudio del grado de concentración en la Industria Colombiana*. Bogotá, Tiempo Presente, 1975.
- Poveda Ramos, Gabriel. "Perspectivas del desarrollo Industrial en los años ochenta". En: FEDESARROLLO. *La Economía Colombiana en la década de los ochenta*. Bogotá, Ed. Presencia, 1979.
- Revista *Alternativa* (varios números).
- Revista *Apuntes Económicos* (Varios números).
- Revista *Apuntes Económicos y Financiera* (Varios números).
- Revista *Nueva Frontera* (Varios números).
- Robinson, Joan. *La Acumulación de Capital*. Bogotá, Fondo de Cultura Económica, 1976. Libro V.
- . *Teoría del Desarrollo - Aspectos críticos*. España, Martínez Roca, 1973.
- Silva Colmenares, Julio. *Los verdaderos dueños del País*. Bogotá, 1979, 343 pp.
- Superintendencia de Sociedades. *Conglomerados de Sociedades en Colombia*. Bogotá, 1978.
- Sweezy, Paul M. *El Presente como historia*. España, Ed. Tecnos, 1974. pp. 13 - 17.
- Velásquez, Alvaro y Zuleta, Luis A. "Fondos de Inversión". En: Banco de la República. *El Mercado de capitales en Colombia*. Bogotá, 1971. pp. 241 - 309.
- Vélez M., Hugo. *Factores de inflación en la Economía Colombiana*. 1971-1977. Bogotá, La Carreta, 1979, 264 pp.