

# Capítulo 4

# Capitales especulativos, corrupción financiera y complicidades elitarias: El caso de Interbolsa y Estraval

Ana María Leguizamón<sup>10</sup>

Viviana Romero<sup>11</sup>

**L**a implementación de la reforma financiera de 1990 a través de la Ley 45 en Colombia trajo consigo la creación de instrumentos legales para incrementar las facultades habilitadas y ampliar el campo operativo y administrativo del sector financiero colombiano. Uno de ellos consistió en emplear niveles más altos de riesgo y de especulación para generar nuevos flujos de capital. Por supuesto, esta medida consintió e incentivó la creación de activos financieros cuyo valor no se correspondía con algún capital real. Si bien esta práctica no era nueva —previa a la reforma—, el bajo nivel de regulación de estos activos sí generó una proliferación de cuantiosas cantidades de capital especulativo, que no estaban estrictamente reguladas.

Dado el contexto en el que se enmarca el presente capítulo, este documento considera cómo el neoliberalismo económico, la práctica jurídica y el capital especulativo explican cómo el componente internacional de la globalización influyó en la legislación nacional. También busca orientar los hallazgos hacia el establecimiento de los cambios y la evolución que trajo consigo la normativa neoliberal, que sentó las bases para que los protagonistas de los desfalcos financieros más representativos en el país llevaran a cabo actividades fraudulentas bajo el marco de la legalidad.

Este texto contiene, en un primer momento, un estado del arte que muestra la literatura que relaciona al sistema financiero colombiano, al capital ficticio y a la práctica jurídica. Posterior a esto, se elabora un marco conceptual que trata de delinear los conceptos que soportan esta investigación. Tercero, se implementa esta conceptualización para entender los casos de corrupción financiera Interbolsa y Estrategias en Valores S. A. (Estraval). Ambos sucesos responden al criterio de selección, donde al actuar bajo lo establecido legalmente en la jurisdicción colombiana, una vez son condenados, sus acciones no tienen grandes efectos jurídicos ni repercusiones legales.

---

10. Profesional en Negocios y Relaciones Internacionales de la Universidad de La Salle. Correo electrónico: aleguizamón19@unisalle.edu.co

11. Profesional en Negocios y Relaciones Internacionales de la Universidad de La Salle

#### 4. CAPITALS ESPECULATIVOS, CORRUPCIÓN FINANCIERA Y COMPLICIDADES ELITARIAS

Esta investigación se desarrolla en el marco del semillero In-Vestigium y su línea de investigación Élités, Negocios y Estructuras del Poder en Colombia, como una apuesta para analizar los negocios, desde los modelos económicos y los intereses políticos que los sustentan y justifican. Su estudio se sitúa en los distintos sectores económicos del país y en la revisión de los negocios como una disciplina más allá de la perspectiva de emprendimiento e innovación, conceptualizándolos desde las ciencias económicas y sociales.

Por otro lado, una vez realizada la línea de tiempo que abarcó el periodo de 1815-2015, respecto de la evolución del sistema financiero, una de las observaciones encontradas fue el papel fundamental del sector privado en los inicios de la banca en Colombia, pues este ámbito estableció bancos que cumplieran con la función de giro, descuento y depósito, además de la emisión de billetes. Además, el marco institucional y regulatorio que provee cada una de las etapas económicas y financieras del país fue útil para identificar las reformas financieras en momentos históricos y ubicar como punto de partida para la investigación la Ley 45 de 1990, la cual consolidó la multibanca privada en los años noventa.

Dado que la elaboración de la línea de tiempo estuvo acompañada por un referente teórico, el libro *Una historia del sistema financiero colombiano* del economista José Antonio Ocampo, se concluye que a lo largo de las distintas etapas el sistema financiero colombiano dependió del financiamiento externo. Durante los años noventa particularmente la correlación de la profundización financiera y el crecimiento económico caracterizaron esta etapa, así como una fuerte presencia de ciclos económicos influenciados por dinámicas macroeconómicas extranjeras.

Un segundo hallazgo sobre las facultades habilitadas por la Ley 45 de 1990 fue que hubo una diversificación de instrumentos financieros, los cuales permitieron a las instituciones públicas y privadas en el sector la creación de nuevos flujos de capital a partir de altos niveles de riesgo y especulación. Esto ocurrió gracias a la flexibilización en la regulación de la capacidad de asumir riesgos financieros. Por otro lado, la función de los títulos de deuda pública (TES) tuvo especial preponderancia una vez instaurada la reforma, ya que estos se convirtieron en un generador de confianza para los inversores. Toda institución que respaldara sus actividades e invirtiera en TES poseía bajos niveles de riesgo y, por ende, representaba rentas seguras.

En el caso de Interbolsa, un escándalo financiero del 2012, uno de los instrumentos financieros empleados para sus operaciones fue los repos. Estas consisten en pactos de recompra donde la institución financiera vende acciones a un inversor con el fin de obtener liquidez a corto plazo. Sin embargo, transcurrido el tiempo previamente fijado, la institución debe volverlos a comprar. En este suceso, las acciones que fueron vendidas correspondieron a empresas que no se encontraban bien financieramente (Fabricato); además, Interbolsa infló las acciones y las vendió a precios que no se correspondían con los precios reales.

Ahora bien, en lo concerniente al escándalo financiero protagonizado por Estraval en el 2016, el instrumento financiero empleado por esta institución se encontraba fundamentado en las libranzas, en las cuales una entidad prestamista le otorga un crédito a un deudor, pero este crédito se encuentra respaldado con el flujo de caja del trabajador. En particular para este caso, estos pagarés-libranza ofrecidos resultaron no estar respaldadas por los montos establecidos, razón por la cual Estraval fue acusada de hacer una captación masiva e ilegal de fondos que desencadenó en un desfalco que interrumpió los pagos a los inversionistas y, con esto, la pérdida de sus ahorros.

Una vez descritos los instrumentos financieros utilizados por las instituciones financieras sobre las que esta investigación se ocupa e identificados los hallazgos en materia jurídica con respecto a las leyes sancionadas a partir de 1990 dentro del sector financiero en Colombia —producto de la liberalización económica—, se plantean unas conclusiones y reflexiones finales en relación con la concentración de poder y recursos económicos en manos de una élite económica conformada por entidades y conglomerados económicos. Estos grupos controlan distintas filiales y empresas, así como se valen de diversos negocios y múltiples derivados financieros para prolongar el alcance de sus actividades.

Para finalizar, también se discute el papel del Estado a través de sus entidades de control, regulación y fiscalización, dado que, al momento de prevenir o, como sucede en la actualidad, penalizar de manera asertiva este tipo de casos, se refleja un sistema financiero expuesto al riesgo, que depende en primera medida de instituciones estatales insuficientes. Además, este se encuentra sustentado y legitimado por instrumentos financieros en su mayoría volátiles y de naturaleza especulativa.

### **Estado del arte**

La implementación de la reforma financiera de 1990 con la Ley 45 en Colombia permitió crear instrumentos legales para incrementar las facultades habilitadas y ampliar el campo operativo y administrativo del sector financiero. Uno de estos consistía en emplear niveles más altos de riesgo y especulación para generar nuevos flujos de capital. Esta medida consintió e incentivó la creación de activos financieros cuyo valor no se correspondía con algún capital real. Si bien esta práctica no era nueva previa a la reforma, el bajo nivel de regulación a estos activos sí generó una proliferación de cuantiosas cantidades de capital ficticio, que no estaban estrictamente reguladas.

La investigación tiene como eje transversal los instrumentos financieros habilitados con la reforma para los casos del conglomerado Interbolsa y la sociedad comercial Estraval, así como el discurso jurídico que guio la implementación y el éxito de estos instrumentos. Por esto, fue fundamental identificar este discurso como el instrumento utilizado por las

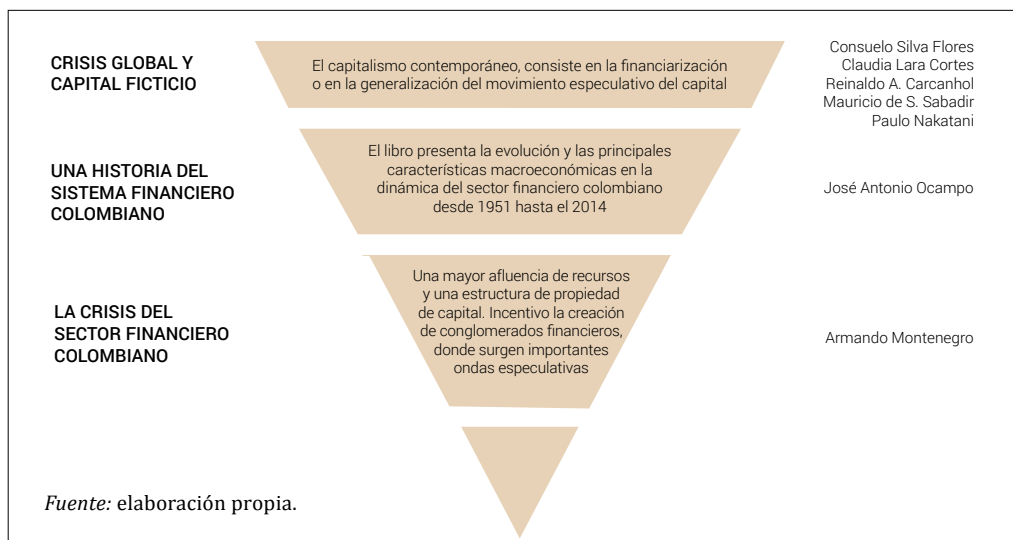
#### 4. CAPITALS ESPECULATIVOS, CORRUPCIÓN FINANCIERA Y COMPLICIDADES ELITARIAS

élites políticas y económicas para construir una estructura de poder que sostuviera sus negocios y justificara la expansión del capital ficticio. Esto propiciaría, en un primer momento, la intervención financiera del conglomerado Interbolsa en el 2012 y Estraval en el 2016. En un segundo momento, se llegó al reconocimiento de los desfalcos.

La construcción del presente estado del arte se plantea desde los tres pilares de la investigación: capital ficticio, neoliberalismo económico y política económica. Esta revisión tiene como punto de partida la década de 1990, que en Colombia significó un punto de inflexión en materia constitucional con la emisión de la vigente carta magna de 1991. Este periodo se estudió desde un enfoque jurídico y financiero, pues fueron fuentes primarias las leyes emitidas al respecto del sistema financiero a partir de 1990. Además se consideraron libros, capítulos de libros y artículos de revistas científicas dispuestos en bases de datos como Jstor, Scielo y Redalyc, con el enfoque de la escuela histórica marxista de la economía y también un enfoque financiero, particularmente en la literatura referente a la consolidación del mercado financiero.

Esta delimitación de las variables de investigación señaladas con anterioridad se da en un periodo desde la década de 1990 hasta la actualidad; tiene el interés académico de comprender el funcionamiento del sector financiero posterior a la reforma de 1990 y el papel preponderante que el riesgo y la especulación tuvieron en este. Además, este orienta esta investigación hacia el establecimiento de los cambios y la evolución que trajo consigo la nueva normativa y que constituyó el contexto para que los protagonistas de los desfalcos financieros actuaran bajo la legalidad.

**Figura 1. Marco referencial**



### **Crisis financieras**

El fenómeno de las crisis financieras, si bien no es propio de la segunda mitad del siglo xx, se ha convertido en un tema predominante en las agendas de los Gobiernos que optaron por la liberalización de sus economías. Autores latinoamericanos de corriente marxista coinciden en que las crisis financieras se han convertido en un tipo de crisis económica que rebasa la esfera de las finanzas con un alcance mundial que ahora involucra el sistema bancario (Zurita *et al.*, 2009).

Los alcances de la crisis financiera internacional actual, que se señalan en el trabajo de Titelman *et al.* (2009), se vieron reflejados en la crisis inmobiliaria que enfrentó Estados Unidos en el 2008. Estos tuvieron las características de presentar elevados niveles de liquidez internacional, la existencia de prestatarios con un perfil de elevado riesgo, gracias a la flexibilización del sistema financiero, y un contexto de desequilibrios en las cuentas corrientes y balanzas de pagos de los países que generó inestabilidad en toda la región de América Latina.

La producción académica de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe sobre Colombia expone la modernización de su sistema financiero con la expedición de la Ley 45 de 1990, la cual estableció el esquema de matrices y filiales, la libertad de entrada y salida de los mercados (Arango, 2006). Por otra parte, en el contexto de liberalización financiera, en Colombia se expidió la Ley 35 de 1993, la cual aprobó la ampliación de las operaciones autorizadas a los distintos intermediarios y facilitó la liberación de plazos y tasas de interés.

En general la estructura institucional del país se fortaleció con la sanción de la Ley 32 de 1992 del Banco de la República, que constataba su función como prestamista de última instancia y banca central. No obstante, el fortalecimiento de la banca central también se vio acompañado de una desregularización en las operaciones cambiarias, lo que amplió el campo de acción de privados en el sistema financiero colombiano.

### **Capital ficticio**

Dentro del balance teórico de la investigación con respecto a la problemática del capital ficticio, el sistema financiero y el modelo económico, uno de los abordajes más representativos en el ámbito iberoamericano es Marques, Nakatani, Carcanholo, Sabadini y Lara (2013). Estos autores investigan, a partir de diversos análisis, discusiones y perspectivas teóricas, al capital ficticio, la explosión y el desarrollo de la crisis global. Coinciden en que el centro de preocupación es el cambio de las finanzas contemporáneas, su relación con la acumulación y su efecto sobre el sistema capitalista en su conjunto.

En su capítulo “Capital ficticio y su crisis”, Marqués y Nakatani (2013) introducen los fundamentos de la teoría del capital ficticio. En este se pone de manifiesto la plena vigencia de la obra de Marx para la comprensión del estallido de la crisis y para la crítica de esta (Flores & Cortes, 2013). Estos autores describen las tres formas en las que se ve representado el capital ficticio, según Marx (capital bancario, la deuda y el capital accionario). Por otro lado, afirman que si a estas formas les agregamos instrumentos financieros como los derivados, entonces en la actualidad estas serían todas las formas de representar este capital.

Por su parte, el trabajo de Carcanholo y Sabadini (2013) busca responder las preguntas sobre la naturaleza de las ganancias del capital ficticio. Esto requiere analizar este concepto. En consecuencia, Carcanholo y Sabadini (2013) afirman:

El capital que devenga interés crea una ilusión social por una remuneración de este y cuando el derecho a tal remuneración está representado por un título que puede ser comercializado, se convierte en capital ficticio, así, disimula aún más las conexiones con el proceso real de valorización del capital, al consolidar la imagen de un capital que se valoriza por sí mismo, particularmente en el mercado de compra y venta especulativa (p. 75).

El capítulo final de esa obra argumenta que el auge de las finanzas significó su propia transformación y la creación de mayores relaciones financierizadas tanto entre capitales como entre el capital y trabajo. De ahí se da la importancia del capital ficticio para comprender las crisis globales en los países desarrollados y el impacto en menor medida en economías emergentes, aunque de igual manera están caracterizadas por relaciones financieras y un aumento de la deuda, es decir, del apalancamiento y el crédito. Por esta razón, se desarrolla un análisis enfocado en la participación directa del capital ficticio en la lógica y funcionamiento de la economía. Por esta razón, Lara (2013) explica que las grandes corporaciones se transformaron en sociedades de accionistas y recientemente en verdaderas *holdings* financieros que operan con base en estrategias globales. Los mercados bursátiles de distintas plazas internacionales se volvieron un dispositivo clave para la expansión de tales conglomerados.

### **El capital especulativo**

Ante la evidencia histórica, las crisis que se originan en los sistemas financieros, si bien han pertenecido al desarrollo económico, también son una alerta significativa de los síntomas y manifestaciones de lo que el enfoque marxista denomina “capital ficticio” (Guerrero, 2000). Este concepto refiere a la creación de dinero que no contribuye a la producción de riqueza social e individual de los miembros de una sociedad.

Estas crisis en el sistema financiero se gestan y desarrollan en sectores no punta de la economía, como la banca (Dabat, 2006). A su vez, estas obedecen a una sobreacumulación, distinta a las de superproducción características de los años 1929 y 1973, cuando se dieron las crisis históricas. Esta diferencia obedece precisamente a la reestructuración del sistema financiero que internacionalmente se desregularizó y liberalizó, haciendo evidente que la composición orgánica del capital no se elevó al mismo tiempo que la productividad marginal de este capital (Dabat, 2006). De este modo, si bien las crisis del sistema financiero no son nuevas, han encontrado en el capital ficticio nuevas formas de explicación y de reproducción en nuevos conceptos como el capital especulativo.

En suma, esta literatura de enfoque marxista, encabezada por Carcanholo y Sabadini (2013), indica que las crisis en los sistemas financieros no son nuevas, más bien han encontrado en el capital ficticio nuevas formas de explicación y reproducción, en lo que conocemos actualmente como capital a interés. A partir del capital a interés se produce el capital ficticio. Para el capitalismo tradicional, el capital a interés explica que toda suma considerable de dinero genera una remuneración. Sin embargo, solo cuando el derecho a esta remuneración está representado por un título que puede ser susceptible de una actividad comercial se convierte en un capital ficticio. Así pues, para la corriente marxista, el capital ficticio nace de la existencia generalizada del capital a interés; es el resultado de una ilusión social, pues no contribuye de manera significativa a la circulación de la riqueza ni tampoco financia algún tipo de capital (Carcanholo & Sabadini, 2013).

El trabajo de Guerrero (2010) se contrapone a la tesis principal del marxismo en materia del capital financiero, que considera improductivo de plusvalor al trabajo realizado dentro del sector financiero. El autor expone que si bien el capitalismo convierte al sistema de crédito en una fuente adicional de plusvalía, **únicamente** cuando el sistema crediticio pone en marcha un mecanismo para el desarrollo de las formas de riqueza que no son saludables para el crecimiento a largo plazo de la economía, se habla de la creación de capital ficticio o activos financieros que no producen riqueza.

La tesis pionera del capital especulativo y crisis bursátil en América Latina es pertinente para la presente investigación, pues su autor, Brugger (2010), distingue entre el capital financiero-productivo y el financiero-especulativo. El primero se entiende como aquel capital donde los agentes invierten en una compañía esperando una rentabilidad derivada de las actividades principales de la empresa, es decir, el inversionista espera que su aportación de capital en el circuito financiero genere una actividad productiva en el circuito real de la empresa. Por otro lado, para Brugger (2010), el capital financiero-especulativo es toda inversión que se realiza únicamente para obtener un rendimiento sin considerar el circuito real de la empresa. En el mercado accionario esto sucede con frecuencia a partir del cobro de intereses, en los cuales si bien esta actividad no tiene relación alguna con la empresa, si trata de generar un rendimiento a partir de supuestos basados en las expectativas de otros agentes.



#### 4. CAPITALS ESPECULATIVOS, CORRUPCIÓN FINANCIERA Y COMPLICIDADES ELITARIAS

Aunque diferencia entre estos dos tipos de capital, Brugger (2010) argumenta que las características diferenciadoras dependen principalmente del uso que el inversionista le dé a su capital. Así pues, el capital financiero-especulativo, tal como lo propone el capital ficticio, resulta de una maniobra que no contribuye en la producción de la riqueza y que no está sujeta significativamente a la circulación de la riqueza ni tampoco financia la producción de dinero:

De esta manera la rentabilidad generada por el capital financiero está desasociada del proceso productivo de la empresa, por lo que depende principalmente del uso que le dé el inversionista a su capital financiero. Tanto el préstamo bancario como el mercado de bonos y el accionario pueden ser usados para el capital financiero-productivo o capital financiero-especulativo (p. 17)

Pérez (2004) define “capital productivo” como el invertido por los agentes para generar nueva riqueza, es decir, que se invierte en la producción de bienes y servicios. Por otro lado, en el capital financiero los agentes en forma de dinero poseen bonos, obligaciones y acciones, además de que toman decisiones para incrementar sus ganancias en forma de rendimiento sobre el capital. Para la autora, el objetivo del capital financiero es tener riqueza en forma de dinero líquido o cuasilíquido, y hacerla crecer.

Los trabajos de Brugger y Pérez (2010) acerca del capital financiero coinciden en que dicho capital interactúa en un circuito productivo, bien sea como crédito a la producción o como crédito a las actividades de circulación. Sin embargo, el trabajo de Zapata (2003) postula que, dado que existe también la demanda de dinero para especulación, una parte del capital financiero se mueve por fuera del circuito productivo, que no opera como intermediario en la creación de la nueva riqueza. En otras palabras, el capital especulativo tiene lugar en la acepción general del capital financiero: “El capital especulativo se usa para adquirir ciertos bienes en los que se esperan alzas de sus precios; por ende, en épocas inflacionarias, la demanda de crédito para especulación es también muy grande” (Zapata, 2003, p. 98). Por tanto, el capital especulativo está sujeto a las expectativas, de ahí su nombre.

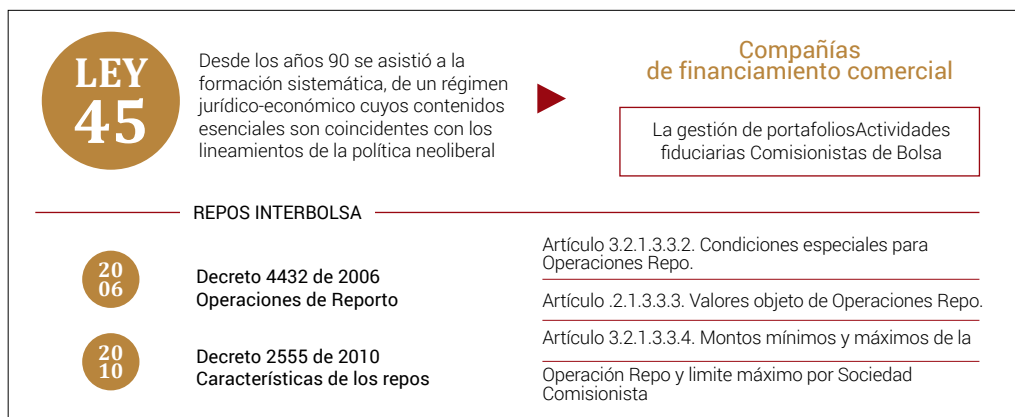
#### **Desfalcos financieros: Interbolsa**

Los escándalos financieros que se han presentado en el contexto mundial tienen diversas características. En particular, para el abordaje teórico que ocupa esta investigación, se da cuenta del escándalo financiero de Interbolsa en Colombia, las investigaciones más relevantes en la desregularización relacionada con el Estado y sus instituciones de regulación, supervisión y control, así como la creación de leyes que impulsaron el sector financiero en

distintas maneras, entre estas, la autorización de diversos instrumentos financieros y el otorgamiento de nuevas capacidades a la banca y la diversificación de esta en el sector privado. Las investigaciones más adecuadas para este tema son en su mayoría tesis universitarias en derecho aplicado en la constitución legislativa del sistema financiero colombiano posterior a la Ley 45 de 1990.

El primer aspecto que tocan es la responsabilidad estatal. Para Campos (2018), la delegación de funciones respecto el mercado bursátil y de valores está dispersa en varios entes públicos, lo que dificulta saber en quién recae la responsabilidad. Sin embargo, se puede determinar un claro error en la supervisión de las entidades del Estado. Asimismo, la investigación argumenta que la vigilancia del Estado no está diseñada para proteger los derechos de terceros, sino parece que la legislación en esta materia favorece otro tipo de intereses, quizás aquellos a los que no les conviene que la norma sea hecha de tal manera que no se busque a fondo en este tipo de situaciones y exista una reparación a quienes depositan su confianza en entidades como Interbolsa y al mismo tiempo en las instituciones públicas.

**Figura 2. Marco legal reportos**



Fuente: elaboración propia.

A partir de un análisis riguroso de cada uno de los actores involucrados en el caso, como son las superintendencias, la bolsa de valores y los representantes de Interbolsa, se encuentra que las víctimas no tuvieron una efectiva participación por lo ocurrido. Ciertamente, estas no contaban con información completa y transparente; era muy difícil prever que se produciría un daño de esa magnitud. Luego, un gran número de víctimas solicitaría una indemnización, debido a la omisión por parte de la Superintendencia Financiera, que posteriormente se interpretaría como la incompetencia de este órgano de control para adoptar las medidas preventivas oportunas y razonables para evitar un riesgo financiero que creció con el tiempo (Corredor & Breton, 2014).

Del mismo modo y corroborando lo afirmado con anterioridad a través de una discusión y explicación de conceptos teóricos del derecho como: Responsabilidad estatal, daño antijurídico, teorías del derecho y lo referente a fallas e imputabilidades, Duque (2014) afirma que en Interbolsa se presentaron de manera general todos los elementos necesarios para que se configure una responsabilidad del Estado, el cual debería responder patrimonialmente por los perjuicios causados a los inversionistas, ya sea por la pérdida del dinero invertido o por la imposibilidad de disponer de estos como consecuencia del proceso de liquidación forzada en el que se encuentra actualmente esta sociedad comisionista.

Ahora, para continuar con la discusión de la responsabilidad, otras investigaciones afirman que la importancia de las normas del derecho privado reside en, además del trato punitivo de los acontecimientos, en la discusión en materia de derecho. Esto es con el objetivo de analizar la neutralización de estas conductas ilícitas con anterioridad desde un escenario prepunitivo complementado y construyendo sobre la posible ausencia de reglas del derecho privado (Añamuro, 2015).

Ahora bien, al examinar este caso desde las teorías y conceptos contables, financieros y administrativos, se comparan estos aplicados a Interbolsa, Enron en Estados Unidos y la Polar en Chile, escándalos de gran magnitud y en los cuales se ejecutaron manipulaciones contables, entre otras acciones. Respecto a Enron, afirma Adam (2002):

Su cotización en mercado de valores y la alta capitalización, habilitó la colocación de acciones para obtener recursos muy importantes para financiar su crecimiento, la adquisición de nuevos negocios, la imagen y seguridad necesarios para obtener importantes financiamientos y el pago de importantes remuneraciones a sus principales funcionarios (p. 34).

En otro orden de ideas, la percepción de crisis frente a Interbolsa también se aborda. Para esto, se analizan las crisis internacionales, sus causas y consecuencias, para posteriormente examinar el caso colombiano. A su vez, se busca explicar por qué se frustró la crisis debida a los problemas de liquidez de Interbolsa, entendiendo que el escenario era propicio y el colapso era inminente. A causa de esto, se retoman los hechos que caracterizan crisis financieras como la del 29, el efecto tequila en México, el caso argentino, el problema de oriente es decir la crisis asiática, el caos en el Kremlin, la crisis del 2008 (Brugger, 2010) y finalmente las dos crisis colombianas. Seguidamente, se observa las similitudes de estas crisis con Interbolsa, analizando las operaciones realizadas a través de los repos, instrumento utilizado para llevar a cabo el fraude.

Contrario a las investigaciones descritas con anterioridad, según esta perspectiva, las fortalezas de las instituciones estatales frustraron la crisis, específicamente, el Gobierno, las autoridades monetarias, y de vigilancia y control. En conclusión, para controlar

eficazmente un pánico financiero y evitar una crisis sistémica, es necesaria la intervención inmediata de los actores mencionados anteriormente. Una actitud negligente, permisiva y demorada por parte de las entidades responsables podría desencadenar el colapso de la economía (Tautiva, 2014).

Por otro lado, Cardona, Varón y Arias (2015) afirman que el fraude Interbolsa es un ejemplo más de los que ocurren en el mundo, que supera todos los principios de ética e integridad que debe conservar un profesional. Para estos autores, en Interbolsa, la contabilidad jugó un papel importante en el andamiaje de la arquitectura financiera internacional y su manipulación, pues permitió crear conductas ante los terceros incautos en sus decisiones financieras que van en detrimento de su riqueza y de la economía en general.

### **Desfalcos financieros: Estraval**

La construcción de un estado del arte referente a Estraval no fue posible, pese a ser un escándalo que aconteció hace más de dos años. La investigación no pudo ir más allá de registros de prensa, sentencias y comunicados de distintas instituciones del Estado que se han encargado del caso desde la liquidación de la empresa en junio del 2016. Por esta razón, el estudio hacen parte de los primeros referentes en la construcción de conocimiento y análisis especializados sobre este caso y las diversas temáticas desde las cuales se puede abordar. Esta pesquisa se desarrollará en torno a la política económica y el capital especulativo en Colombia desde el periodo de liberalización económica en los noventa.

Tras la revisión de los casos de Interbolsa y Estraval, es notable una desproporción entre el seguimiento de prensa a cada uno de estos. Al respecto de Interbolsa, además de involucrar directamente al Gobierno nacional con las acusaciones y el fraude cometido por Roberto Prieto, exgerente de la campaña presidencial de Santos 2014-2018, también implicó a la empresa colombiana con destacada trayectoria, Fabricato S. A. Lo anterior expone los elementos que han sido determinantes en el seguimiento más riguroso tanto por parte de la prensa, los entes acusadores y la presente investigación.

Por otro lado, Estraval, dado que no involucró sujetos de reconocimiento masivo en el ámbito político y no existió una explicación economicista sobre cómo se desarrolló el fraude, no logró ser mediático, por lo que las fuentes rastreables provenían de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia (Asobancaria), la cual es el gremio representativo del sector financiero colombiano. Debido a lo anterior, Estraval, a diferencia de Interbolsa, se confinó como un asunto privado ocurrido al interior de un gremio, con la concepción errónea de no tener relación alguna con el sector público y político.

### **Marco conceptual**

Dado el contexto en el que se enmarca, —donde la reforma financiera implementada en 1990 implicó la implementación de una serie de instrumentos legales para incrementar las facultades habilitadas y ampliar el campo operativo y administrativo del sector financiero colombiano— la investigación posee un eje transversal, compuesto por tres variables: Neoliberalismo económico y Capital especulativo, que analizados en su conjunto explican cómo el componente internacional de la globalización -materializado en un modelo económico- tuvo tal impacto en la legislación nacional, al punto de que se diera una articulación exitosa entre el capital especulativo con las dinámicas y legislaciones nacionales y estatales.

La selección de estas dos variables obedece al interés académico por entender el funcionamiento del sector financiero posterior a la reforma de 1990 y entender en qué medida el riesgo y la especulación tuvieron un papel preponderante en esta. De igual forma el binomio Neoliberalismo económico y Capital especulativo, permite orientar esta investigación hacia el establecimiento de los cambios y la evolución que trajo consigo la nueva normativa y que constituyó el contexto para que los protagonistas de los desfalcos financieros actuaran bajo la legalidad.

### **Neoliberalismo económico**

El neoliberalismo, en términos generales, establece una serie de postulados con aplicación en el campo económico dictados por las instituciones de Bretton Woods. No obstante, esta noción se justifica en la concepción social de la historia, que en el caso latinoamericano alude a la transición de dictaduras militares a democracias liberales, donde entre 1982 y 1990 “[...] una quincena de países logró realizar la transición política desde la dictadura a la democracia adoptando todos el sistema de economía de mercado como modelo económico” (Casilda, 2004, p. 115). Sin embargo, a pesar de la connotación histórica el neoliberalismo económico se encuentra enmarcado “[...] dentro de referencias dogmáticas en la aplicación práctica de políticas económicas” (Cruz, 2002).

La explicación de un orden económico independiente derivado del Estado liberal se da a través de un proceso dual, en el cual Norberto Bobbio (1992) señala como primer proceso la emancipación del orden político del orden religioso (estado laico) y como segundo la liberación del poder económico del político, a lo cual se le conoce como estado de libre mercado. Por otro lado, una variable que es determinante para definir el neoliberalismo como derivación del Estado liberal es la preocupación por el individuo y su realización personal, que se alcanza solo cuando existen bienes libremente disponibles, pues solo así se logra el bien común a través de la satisfacción colectiva.

No obstante quizás la aproximación más precisa y acertada es la de Hayek (1944/1990). Según este, después del fracaso del nacionalsocialismo era necesario regresar al sendero perdido, caracterizado por los esfuerzos libres de los individuos que configuraban un sistema complejo de actividades económicas y que describían de forma anticipada los rasgos generales característicos del modelo económico neoliberal (Cardoso, 2006).

De esta forma, el neoliberalismo económico tiene como características el libre mercado, la reducción considerable del gasto público en servicios sociales, la desregulación de los mercados, la privatización y eliminación del concepto de bien público o comunidad (Vargas, 2007). Los principales proponentes de esta política con todas sus reformas fueron los gobiernos de Reagan en Estados Unidos y de la primera ministra Margaret Thatcher en Reino Unido. No obstante, el respaldo de esta política tuvo sede en las instituciones de Bretton Woods que venían formándose y consolidándose desde tiempos de posguerra.

Los principios neoliberales, de acuerdo con Francis Fukuyama (1991), consiguieron generar niveles sin precedentes de prosperidad material. Estos abogaban por la apertura económica y la abolición de barreras comerciales. Estos elementos, junto con el crecimiento material, el gobierno representativo, el Estado de derecho característico en esta forma de gobierno y el reconocimiento individual erigieron el “nuevo” orden económico mundial. Se dejaron atrás las políticas del estado de bienestar y promovió un Estado mínimo. Se buscaba reivindicar los principios de libertad individual, propiedad privada, libre comercio y no intervención del Estado en la economía (Díaz, 2009).

### **Capital especulativo**

La construcción de una definición de “capital especulativo” y su comprensión dependen de identificar qué son el capital financiero, el ficticio y la especulación. Según Guillen (2011), la obra de Hilferding, uno de los teóricos marxistas más importantes del siglo xx, quien define la categoría de “capital financiero”, permite entender que:

El capital financiero significa la unificación del capital. Los antiguos sectores separados del capital industrial, comercial y bancario se hallan bajo la dirección común de la alta finanza, en la que están vinculados personalmente los señores de la industria y de los Bancos (como se cita en Guillen, 2011, p. 51)

Lo anterior se explica por lo que llama Hilferding la “ganancia del fundador”. En esta se encuentra la clave para entender el capital financiero, según Guillen (2011). Esta ganancia es una renta monopólica de la cual se apropia el capital financiero por su actividad de intermediación, lo que entendemos hoy por colocación y captación.

De igual manera, esta explicación se ve reflejada en Piketty (2014), quien estudia la metamorfosis del capital en Europa y los Estados Unidos desde el siglo XVIII. Según él, a largo plazo la naturaleza de la riqueza se transformó por completo al sustituirse el capital rural por el capital inmobiliario, industrial y financiero. Así como lo describe en su relación capital-ingreso, las ganancias de estos capitales están subordinadas a: “Una tasa de rendimiento del capital, que mide lo que produce un capital a lo largo de un año sin importar la forma jurídica de esos ingresos (beneficios, rentas, dividendos, intereses, regalías, plusvalías, etc.) y se expresa como porcentaje del capital invertido” (p. 69).

Ahora, el capital que se negocia allí se le denomina “ficticio”. Este representa un segundo componente para comprender el capital especulativo. El capital ficticio es la emisión de acciones y de los títulos de deuda pública y privada. Este representa una categoría de análisis concebida por Marx en *El capital*. Allí el autor ofrece una explicación de la producción capitalista desde el crédito y la circulación del dinero, donde las letras de cambio, es decir, promesas de compra, constituían la base del crédito para esta época. En el capítulo “Crédito y capital ficticio”, explica que el dinero que sustenta estas letras de cambio no descansa en la circulación monetaria ni en papel moneda, sino en la circulación cambiaria, en la adquisición del nuevo crédito, sin la necesidad de convertirse finalmente en dinero. A ese nuevo capital circulante lo describe Marx como capital ficticio.

La explicación de Marx acerca de este término está acompañada de una descripción de los títulos de deuda que emitían los estados, los cuales eran atractivos por el interés que prometían generar a quienes los adquirieran. Ahora bien, para Marx (1978), estos títulos representaban la adquisición de un capital ficticio, en primer lugar, porque este autor advierte que el monto inicial de dicho título ya no existe: solo se está comercializando el interés que renta a medida que este continúa circulando como crédito. Por esta razón, la formación de capital ficticio se llama “capitalización”.

En la actualidad el capital ficticio se aborda desde una perspectiva estrictamente marxista, y se relaciona con el aspecto crítico de la producción capitalista y la crisis que se puede generar en torno a este sistema económico. Esto puede ocurrir ya que este capital no se encuentra respaldado económicamente por un valor real, posee un alto grado especulativo y, finalmente, como lo afirma Marx (1978):

Al desarrollarse el capital a interés y el sistema de crédito, parece duplicarse y a veces triplicarse todo el capital por el diverso modo a como el mismo capital o simplemente el mismo título de deuda aparece en distintas manos bajo diversas formas, la mayor parte de este “capital-dinero” es puramente ficticio (p. 138).

Una vez se entiende el concepto de “capital ficticio” a través de su análisis por parte de Marx, es posible establecer su relación con la especulación, rasgo distintivo en los títulos

descritos por Marx y en los instrumentos financieros que en la actualidad usan y comercializan diversas instituciones financieras, donde no se negocia en términos reales, por el contrario, se sustenta en ingresos esperados. En consecuencia, los capitales descritos con anterioridad entran a depender en múltiples casos de una lógica de especulación, entendida como la compra de un bien, producto o servicio para más tarde venderlo a mayor precio, lo que representa una operación de comercio, que se realiza con el fin de obtener un beneficio (Lecea, 1992). Lo anterior, se explica y describe como la crisis del capital, pues según Zapata (2003):

El capital-dinero no continúa su ciclo convirtiéndose en capital productivo. Ello, obviamente, da cuenta de una crisis en el modo de reproducción del capital, que se refuerza precisamente con el auge de la especulación. El dinero, en vez de transformarse en capital productivo, comprando los medios de producción y la fuerza de trabajo que le permitan valorizarse. Se concentra en su propio ciclo independiente del ciclo del capital social global e intenta valorizarse a través de la especulación (p. 90)

En síntesis, el capital especulativo, para Brugger (2010), es toda inversión que se realiza únicamente para obtener un rendimiento sin considerar el circuito real de la empresa. En el mercado accionario esto sucede con frecuencia con el cobro de intereses. En efecto, aunque esta actividad no tiene relación alguna con la empresa, sí trata de generar un rendimiento a partir de unos supuestos basados en las expectativas de otros agentes.

## Resultados

### *Línea de tiempo sistema financiero en Colombia (1810-2012)*

A fin de ubicar la presente investigación en un espacio y tiempo, además de delimitarla, las investigadoras construyeron una línea de tiempo, en la cual se buscaba rastrear el origen, el desarrollo y la evolución del sistema financiero de Colombia, junto con los respectivos actores que se iban incorporando conforme la sucesión de gobiernos. Esta cronología inicia con la independencia de Colombia en 1810 hasta el 2014, cuando este trabajo metodológico identificó: 1) la normativa jurídica y financiera expedida para entonces; 2) liquidaciones de bancos; 3) fusiones entre bancos; 4) instrumentos financieros habilitados; 5) establecimiento de nuevos bancos, y 6) reformas financieras.

El primer hallazgo da cuenta del papel fundamental del sector privado en los inicios de la banca en Colombia, pues fue si bien en un principio el ejercicio del crédito estuvo a cargo de la Iglesia vía censos y capellanías, fue el Sistema Landinez —fundado por el comer-



ciante Judas Tadeo Landinez en 1840— el primer intento de entidad bancaria que pagaba rediticios, garantías, hipotecas, letras y pagarés. Posterior a esta iniciativa, hacia 1855 se sancionó la primera ley orgánica de bancos de emisión, depósito y descuento, la cual autorizó la formación de bancos y la ejecución de transacciones. No obstante, esta ley no fue el antecedente de una banca estatal, sino que, por el contrario, instituyó al periodo de banca libre en Colombia, que inició en 1960 y que constituye por excelencia la etapa de la banca nacional que dio vía libre a la creación de bancos particulares y la entrada de numerosos bancos extranjeros, que sin ningún tipo de consenso con el Gobierno nacional pusieron en circulación sus propios billetes.

El periodo de la banca libre fue el germen de muchos de los bancos que hoy día se encuentran consolidados en el país y que hacen parte de los actuales conglomerados financieros que direccionan la economía colombiana. Algunos de ellos fueron la Casa de Cambio de Bogotá, fundada en 1865, capital que luego pasaría a hacer parte del Banco de Bogotá y Banco de Colombia, así como la fusión de Vicente B. Villas e Hijos, Botero Arango e Hijos y Restrepo y Compañía, pioneras de los bancos regionales. Tras un periodo de crisis económica por la especulación que generaron los distintos billetes, el país se estabilizó macroeconómicamente, estableciendo como patrón monetario el peso-oro.

A razón de lo anterior muchos bancos extranjeros y casas comerciales quebraron, debido a la especulación generada por la prohibición de emitir billetes en 1887. Solo hasta este momento Colombia buscaría construir una banca nacional y de fomento que luego la Misión Kemmerer, con la fundación del Banco de la República de Colombia y la Superintendencia Bancaria, terminarían de fortalecer.

Es importante hacer notar que si bien la Misión Kemmerer instauró un nuevo sistema financiero, fundamentado en la economía nacional cafetera, y estableció un periodo de liquidaciones de bancos privados entre 1923 y 1925, la banca privada en Colombia tuvo una segunda oportunidad cuando se sancionó la Constitución de Colombia en 1991. Esta enfatizaba y garantizaba los derechos de libertad económica, contemplando en estos garantías como la propiedad o el cumplimiento de los contratos, que buscaban proteger el funcionamiento del mercado y la autonomía privada.

En términos reduccionistas, la Constitución de 1991 debilitó la actividad financiera, liquidando importantes prestadoras de servicios públicas del Estado. Se abrió así la posibilidad a agentes privados, entidades bancarias y demás agentes económicos privados de encontrar nuevas oportunidades de negocios en rubros que solían ser monopolios públicos, entre ellos el sector de la energía, el agua y las comunicaciones (Portafolio, 2009). De esta manera, la Constitución de 1991 debilitó la actividad productiva y financiera del Estado, pero abrió un abanico de posibilidades a los agentes privados y el escenario de la multibanca colombiana. Así pues, el inicio de la multibanca en Colombia constituye el segundo hallazgo de la línea de tiempo, pues el seguimiento y rastreo del marco

institucional y regulatorio que proveía cada una de las etapas económicas y financieras del país fue útil para identificar reformas financieras en momentos históricos y ubicar como punto de partida para la investigación la Ley 45 de 1990, la cual consolidó la multibanca privada en los años noventa.

La elaboración de la línea de tiempo estuvo acompañada por un referente teórico, la lectura del libro *Una historia del Sistema Financiero Colombiano* del economista José Antonio Ocampo fue posible identificar a lo largo de las distintas etapas del sistema financiero colombiano una dependencia del sector al financiamiento externo. Durante los años noventa hubo una correlación de la profundización financiera y el crecimiento económico, así como una fuerte presencia de ciclos económicos influenciados por dinámicas macroeconómicas extranjeras. De esta forma, la línea de tiempo indicó los años noventa como un periodo crítico, cuando, además de haber seguido a la *década perdida*, se sancionó la Ley 45 de 1990, referente a la reforma financiera, la cual estableció como facultades habilitadas para las instituciones financieras del país: 1) permitir la inversión en sociedades de servicios financieros; 2) establecer nuevas modalidades de financiamiento y otorgamiento de mayor volumen de crédito a más largo plazo; 3) se diversificaron los instrumentos financieros, como los repos, la triangulación y las libranzas, y 4) se incrementó la inversión de instituciones financieras en títulos de deuda pública a fin de generar confianza en las actividades administrativas y operativas.

En cuanto a actores que justificaron jurídicamente la expansión del capital ficticio, se encuentran el Estado colombiano y las instituciones financieras públicas y privadas. A través del discurso del neoliberalismo económico desarrollaron como estrategia particular la Ley 45 de 1990, la cual es el marco legal de la investigación, pues contiene las funciones habilitadas que modificaron la regulación y la normativa del sistema financiero en Colombia.

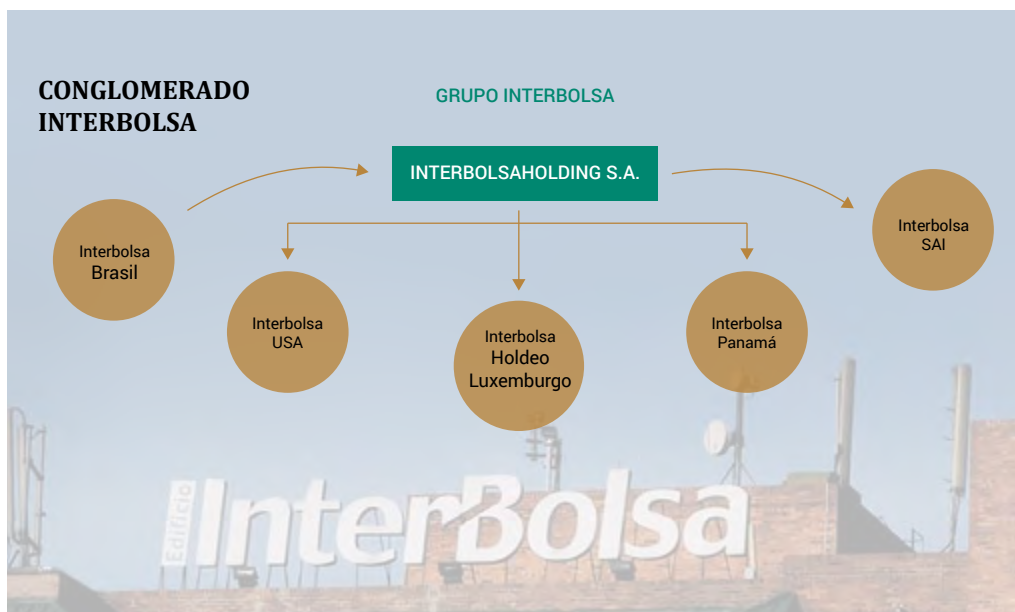
### **Conglomerados financieros**

La caída de Interbolsa por ser un conglomerado financiero suscitó un análisis del papel de los conglomerados, no solo en el sector financiero, sino en otros ámbitos económicos y legislativos en el país. Durante el periodo de diciembre del 2006 y mediados del 2017 la participación de los conglomerados financieros en el total del sistema financiero fue del 83 % (Asobancaria, 2018), con un reconocimiento de 16 conglomerados para 2018. Por esta razón, en el 2016 se lanzó un proyecto de ley que pretendía interferir con mayor impacto el ámbito de supervisión y regulación de estos. Esto resultó en la ley de conglomerados financieros aprobada en el 2017, reconocida como otra de las grandes reformas al sistema financiero.

#### 4. CAPITALS ESPECULATIVOS, CORRUPCIÓN FINANCIERA Y COMPLICIDADES ELITARIAS

Frente a este aspecto, es necesario precisar que esta iniciativa solo atiende superficialmente el problema de la supervisión y el control en las instituciones del sistema financiero, falla fundamental en el desfalco de Interbolsa. Sin embargo, en cuanto al aspecto judicial, Interbolsa continúa representando la insuficiencia de las instituciones regulatorias, de control y administración de la justicia con respecto a sus capacidades para penalizar propiamente escándalos relacionados al sistema financiero. Lo anterior se ve ejemplificado en la libertad e impunidad que protagonizan los principales responsables de Interbolsa. En efecto, todos ellos, gracias a la figura de vencimiento de términos, están absueltos de mayores castigos. Después de más de seis años de este escándalo, no se ha hecho justicia y penalizado correctamente a los autores del desfalco, así como tampoco se hizo una correcta reparación a las víctimas. Las razones de la impunidad se encuentran en los procesos dilatorios que usan los abogados de los responsables frente a la lenta investigación, recopilación y construcción de pruebas suficientes para penalizar a los responsables. Han existido más de 25 aplazamientos, cambios de abogados e incluso enfermedades de los acusados para llevar a cabo los juicios. En consecuencia, la existencia de una nueva ley de conglomerados es insuficiente si lo que se busca es sentar un precedente que de manera contundente restrinja en Colombia los instrumentos y operaciones riesgosas propias de un sistema financiero estrechamente conectado y dependiente a unas pocas instituciones, como lo son y representan los conglomerados financieros.

**Figura 3.** Conglomerado Interbolsa



Fuente: elaboración propia.



### Instrumentos financieros

Un cuarto hallazgo en cuanto a las facultades habilitadas por la Ley 45 de 1990 fue la diversificación de instrumentos financieros, los cuales permitieron a las instituciones públicas y privadas en el sector, la creación de nuevos flujos de capital a partir de altos niveles de riesgo y especulación gracias a la flexibilización en la regulación de la capacidad de asumir riesgos financieros. Por otro lado, el papel de los Títulos de deuda pública TES tuvo especial preponderancia una vez instaurada la reforma, puesto que, estos se convirtieron en un generador de confianza para los inversores, donde toda aquella institución que respaldara sus actividades e invirtiera en TES era unas instituciones con bajos niveles de riesgo y por ende representaba rentas seguras.

En el caso de Interbolsa principalmente fue un instrumento financiero el que englobó todas sus actividades y el que permitió y sirvió de marco legal para legitimar las acciones que llevaron a Interbolsa a ser intervenida para sus operaciones. Este instrumento financiero consistió en las operaciones de reporto o repos, que entraron en vigencia en el país junto con la sanción del Decreto 2555 del 2010 y el Decreto 2878 del 2013. En estos se establece la forma en que pueden operar dichos instrumentos en el mercado de valores.

Las acciones de reporto, o repos, son definidas en el Decreto 2555 del 2010 como una operación del mercado monetario que atiende una necesidad de liquidez, utilizando títulos valores como garantía. Con un acuerdo de recompra, o *repurchase agreement*, suscrito por dos partes, el enajenante, es decir, quien busca liquidez, y el adquirente, quien le provee la liquidez, realizan una operación inicial de transferir la propiedad de títulos valores al adquirente a cambio de efectivo. Simultáneamente, el adquirente se compromete a entregar títulos de la misma especie y características al enajenante por una suma de dinero entendido como el monto final en una fecha previamente acordada (operación de regreso o recompra).

**Figura 4.** Acciones de reporto Grupo Interbolsa

<p><b>REPOS INTERBOLSA</b></p>		<p>Se encuentran definidas en el artículo 2.36.3.1.1 del Decreto 2555 de 2010</p>
<p>Las operaciones de reporto consiste en una operación de compraventa con pacto de retroventa</p>		
<p><b>Resolución numeró 542 del 8 de marzo de 2008</b></p>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Administración de portafolios de terceros.</li> <li>• Contrato de corresponsalia.</li> <li>• Operaciones de corretaje.</li> <li>• Asesoría en el mercado de capitales.</li> <li>• Operaciones por cuenta propia.</li> <li>• Administración de valores</li> <li>• Operaciones en el mercado cambiario contrato de comisión.</li> </ul>	<p>1 2 3</p>	
		<p>Superintendencia Financiera de Colombia</p>

Fuente: elaboración propia.

Interbolsa como un comisionista de bolsa llevó a cabo estas actividades de reporto, que eran de gran ayuda, pues permitían apalancar a los inversionistas y, en general, al mercado bursátil. A pesar de esto, cuando realizó las operaciones de reporto con la textilera Fabricato, generó tal exceso de apalancamiento, que, sumado con la ausencia de transparencia y el incumplimiento de un pago de una de sus obligaciones con el banco español BBVA por la suma de 20.000 millones COP, desencadenó un desplome del sector bursátil que le significó su intervención en el 2012.

En particular, la situación con Fabricato puso en tensión a la comisionista de bolsa, ya que al “inflar” las acciones de la empresa sobre la base de que el precio de la acción de la textilera iba a aumentar sustancialmente —estrategia que le funcionó en un principio, cuando la acción pasó de 30 pesos a casi 90— el mercado comenzó a desconfiar de que las acciones de Fabricato realmente valieran tal cantidad de dinero, debido a que la empresa no se encontraba en un buen momento financiero para entonces. De esta forma, el ‘repo’ se convirtió un engranaje sujeto a la credibilidad que los inversionistas le dieron a la evolución del precio de la acción de Fabricato.

Dicho lo anterior, el riesgo de un contagio sistémico bursátil era latente por los mismos peligros que encierran las operaciones repo sobre las acciones. En la normativa 2555 del 2010, que entró a regular estas operaciones, se contemplaba el riesgo de liquidez frente al posible incumplimiento de una operación, ya que existía la amenaza de que los títulos usados como garantía no se pudieran vender fácilmente o al precio que las comisionistas de bolsa esperaban. Por otro lado, el riesgo de crédito, el cual alude a la solvencia y capacidad patrimonial de las partes que contraen el contrato de compra, se ha maximizado con la flexibilidad que el marco regulatorio Basilea III ha proveído globalmente, por lo cual este ha sido un elemento que debe acotarse desde la legislación nacional. Por último, el riesgo de mercado, que también tiene presencia en los repos, se refiere a la variación del precio de los títulos utilizados como garantía. Estos cambios pueden significar desvalorizaciones que luego tengan repercusión en el cumplimiento de la responsabilidad contraída.

Una vez sucedida la intervención de Interbolsa, la legislación colombiana en materia de operaciones de reporto se modificó, sancionando así el Decreto 2878 del 2013, el cual estableció dos tipos de garantías: “básica o inicial” y “de variación o ajuste”. En cuanto a la garantía básica, esta debe constituirse con anticipación —a más tardar el día que se suscribe la operación— a la celebración del repo y equivale al descuento aplicado al valor objeto del intercambio inicial. Por otro lado, la garantía de variación hace referencia al colateral adicional que se debe aportar cuando lo requieren las bolsas de valores o los sistemas en los que se está operando.

En cuanto a los activos de renta variable idóneos para contraer este tipo de contrato debían cumplir con el criterio de liquidez, de riesgo de crédito y de mercado. Para tal efecto la nueva legislación los delimitó a tres: i) TES; ii) efectivo, y iii) acciones y títulos de renta

fija clasificados como elegibles según las metodologías establecidas en los reglamentos de las bolsas de valores o los sistemas donde se negocian dichos activos (Decreto 2878, 2013).

Además de esta limitación, con el fin de no propiciar riesgos bursátiles, se delimitó de igual manera el valor de todos los compromisos derivados de las operaciones, el cual desde el 2013 no podría ser superior al equivalente de 14 veces el patrimonio técnico del respectivo intermediario de valores. Entre tanto, el límite por tipo de valor también fue regulado, estableciéndose que los compromisos asociados a títulos de renta fija no pueden superar 14 veces el patrimonio técnico del intermediario de valores. Con relación a los activos de renta variable, sus compromisos no pueden sobrepasar siete veces el patrimonio técnico.

Dado lo anterior, a diferencia de la primera legislación, si en la actualidad alguno de los anteriores límites es incumplido, el intermediario de valores debe suspender inmediatamente la realización de nuevas operaciones por cuenta de terceros. Adicionalmente, tiene que elaborar un informe que describa las medidas utilizadas para restablecer los límites y evitar que dicha situación vuelva a ocurrir.

Por otro lado, en lo que compete al escándalo financiero de Estraval y las libranzas, es necesario entender que frente al periodo de desregularización y laxitud que se inicia después de la reforma financiera citada con anterioridad, el objetivo de la política económica de esa época consistía en una transición hacia la apertura y liberalización económica. De esta manera, se quería plantear un escenario de crecimiento económico, impulsado desde sectores como el sistema financiero y, en específico, gracias al uso de diversos instrumentos y actividades financieras a cargo de instituciones privadas.

## Conclusión

En este orden de ideas, de 1990 a la actualidad, en Colombia se ha materializado el objetivo de dicha reforma a través de, por ejemplo, la Ley 1527 por la cual se estableció un marco general para las libranzas o descuentos directos. Este consiste en que el deudor autoriza a su empleador o entidad pagadora para que realice un descuento de su salario o pensión, con el objetivo de que esos recursos sean destinados al pago de las cuotas del crédito adquirido con la entidad financiera. Ahora, los pagarés que respaldan dicha deuda se negocian en el mercado secundario, lo que implica que estos son vendidos a inversionistas que obtienen a cambio altos rendimientos por encima de los que ofrecen los productos financieros que en general son transados en el mercado financiero. De este modo, la Ley 1527 permitió que empresas comerciales también fueran originadoras de crédito, es decir, habilitó la entrada de jugadores extrabancarios al mercado de las libranzas. Entre estos jugadores estaba Estraval, protagonista junto a sus filiales del escándalo financiero ocurrido en el 2016 en Colombia. Este descalabro financiero se produjo por las diversas maniobras de esta empresa,

#### 4. CAPITALS ESPECULATIVOS, CORRUPCIÓN FINANCIERA Y COMPLICIDADES ELITARIAS

desde el gomeleo de libranzas, la creación de otras libranzas a nombre de personas a las cuales en primera medida nunca se les otorgó los préstamos, hasta la alta inflación ficticia de los márgenes de rentabilidad de cada libranza.

Con relación al aspecto de vigilancia y control, la desregularización en Colombia estuvo acompañada de instituciones que no han prevenido efectivamente estas acciones, así como tampoco han ejercido un control y posteriormente penalización. Lo anterior se ilustra en el artículo 10 de la Ley 1527 con respecto a inspección, vigilancia y control. En esta se afirma que las entidades operadoras en las libranzas, de acuerdo con su naturaleza y objeto serán inspeccionadas, vigiladas y controladas por parte de la Superintendencia Financiera, la de Economía Solidaria o la de Sociedades. No obstante, para entender las falencias de la ley que le permitieron a Estraval llevar a cabo sus operaciones como lo siguen haciendo hoy otras empresas, las superintendencias respondieron que la labor de supervisar, vigilar y controlar estas empresas no le competía en específico a ninguna. Esto pasó debido a que la Superintendencia de Sociedades vigilan las compañías que tienen que ver con el régimen societario, no empresas financieras. Asimismo, la Superintendencia de Economía Solidaria se encarga de cooperativas de ahorro y crédito, y, por último, la Superintendencia Financiera afirma que tampoco pudo hacer mucho, ya que estas empresas nos son financieras.

### Apéndice A

**Figura A1.** Conglomerados financieros en Colombia I



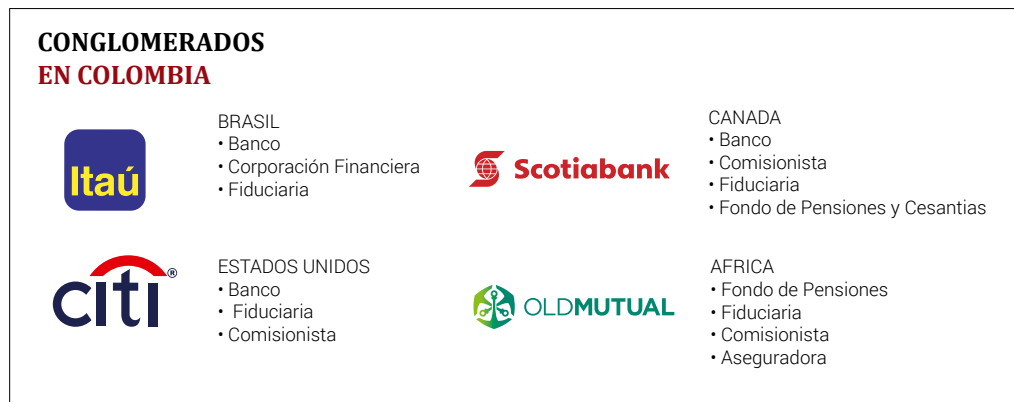
Fuente: elaboración propia.

**Figura A2. Conglomerados financieros en Colombia II**



Fuente: elaboración propia.

**Figura A3. Conglomerados financieros en Colombia III**



Fuente: elaboración propia.





### Referencias bibliográficas

- Añamuro, J. (2015). Corrupción privada: un estudio de la ausencia de reglas de derecho privado, desde el caso Interbolsa. *Vniversitas*, (131), 433-466.
- Arango, M. (2006). *Evolución y crisis del sistema financiero colombiano*. Cepal.
- Bobbio, N. (1992). *Liberalismo y democracia*. Fondo de Cultura Económica.
- Brugger, S. (2010). *Capital especulativo y crisis bursátil en América Latina. Contagio, crecimiento y convergencia (1993-2005)* [Tesis de doctorado, Universidad Nacional Autónoma de México].
- Carcanholo, R., & Sabadini, M. (2013). Capital ficticio y ganancias ficticias. En. P. Gentili (Ed.), *La crisis global y el capital ficticio* (pp. 71-103). Clacso.
- Cardoso, H. (2006). El origen del neoliberalismo: tres perspectivas. *Espacios Públicos*, 9(18), 176-193.
- Casilda, R. (2004). *La década dorada economía e inversiones españolas en América Latina 1990- 2000*. Ediciones de la Universidad de Alcalá.
- Corredor, A & Breton, S. (2014). *Responsabilidad Patrimonial del Estado en el Sistema Financiero “Caso Interbolsa”* [tesis de pregrado, Universidad Javeriana].
- Cruz, L. (2002). Neoliberalismo y globalización económica: algunos elementos de análisis para precisar conceptos. *Contaduría y administración*, (205), 13-26.
- Dabat, A. (1995). Las transformaciones de la economía mundial. En A. Dabat (coord.), *México y la Globalización* (pp. 15-61). CRIM-UNAM.
- Díaz, J. A. (2009). *Estado social de derecho y Neoliberalismo en Colombia: estudio del cambio social a finales del siglo xx*. Universidad de Caldas.
- Decreto 2878 de 2013. Por el cual se modifica el Decreto número 2555 de 2010 en relación con las operaciones de reporto o repo, simultáneas y transferencia temporal de valores y se dictan otras disposiciones. 11 diciembre del 2013.
- Duque, S. (2014). *Responsabilidad estatal en el caso de Interbolsa* [tesis de pregrado, Universidad de los Andes].
- Farhi, M., & Cintra, M. (2009). Crisis financiera internacional: Contagio y respuestas regulatorias. *Nueva sociedad*, (224), 104-127.
- Flores, C. S., & Cortés, C. L. (2013). *La crisis global y el capital ficticio*. Arcis.
- Fukuyama, F. (1992). *El fin de la historia y el último hombre*. Planeta.
- Guerrero, D. (2000). *Dinero, Capital Ficticio, Trabajo improductivo y sistema financiero*. VII Jornadas de economía crítica, Plenario “La fragilidad financiera del capitalismo”. Universidad Complutense de Madrid, Madrid, España.
- Hayek, F. (1944/1990). *Camino a la servidumbre*. Alianza.
- Juzgado octavo penal del circuito especializado de Bogotá. (2017, 11 de septiembre). Sentencia. [MP. Guillermo Sanabria Cruz]

- Ley 45 de 1990. Por la cual se expiden normas en materia de intermediación financiera, se regula la actividad aseguradora, se conceden unas facultades y se dictan otras disposiciones. 18 de diciembre de 1990.
- Pérez, C. (2004). *Revoluciones tecnológicas y capital financiero*. Siglo XXI.
- Tautiva, C. (2014). *Una aproximación al caso Interbolsa* [tesis de pregrado, Universidad del Rosario].
- Titelman, D., Pérez, E., & Pineda, R. (2009). ¿Cómo algo tan pequeño terminó siendo algo tan grande? Crisis financiera, mecanismos de contagio y efectos en América Latina. *Revista CEPAL*, (98), 7-34.
- Vargas, J. (2007). Liberalismo, Neoliberalismo, postneoliberalismo. *Revista Mad*, (17), 66-89.
- Zapata, R. (2003). La especulación financiera y las crisis de acumulación. *Ensayos de Economía*, 13(23), 94-118.
- Zurita, J., Froilán, J., & Rodríguez, F. (2009). La crisis financiera y económica del 2008: Origen y consecuencias en los Estados Unidos y México. *El cotidiano*, (157), 17-27.