

La Dinamización del mercado del Mercado de Valores en Colombia: Oferta y Demanda

1. Introducción
2. Objetivo del estudio
3. Metodología
4. El Mercado de Valores en Colombia, teoría y práctica
 - a. Tipos de Emisiones
 - i. Acciones
 - ii. Bonos
 - b. Actores del proceso de la emisión de títulos de deuda o acciones
 - c. Costos directos de emitir
 - d. Tamaño y estructura del Mercado de Valores en Colombia
 - e. Eficiencia
 - f. Volatilidad
5. Marco regulatorio del Mercado de Valores
 - a. Divulgación información acerca de hechos relevantes
 - b. Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)
 - c. Régimen de Inversiones Fondos de Pensiones Obligatorias
 - d. Rentabilidad Mínima de los Fondos de Pensiones Obligatorias y de Cesantías
 - e. Controles de Capitales
6. La problemática de la demanda por títulos valores en Colombia
 - a. El rol de inversionistas institucionales en teoría y práctica
 - b. El rol de inversionistas institucionales en Colombia
 - c. El panorama de los inversionistas institucionales colombianos
 - i. Fondos de pensiones
 - ii. Fondos de cesantías
 - iii. Carteras colectivas
 - iv. Fondos de inversión de capital extranjero
 - v. Aseguradoras
 - vi. Fondos mutuos de inversión
 - vii. Especuladoras, *hedge funds* y otros vehículos de inversión
7. El desarrollo de la oferta de papeles en la bolsa colombiana por parte del sector real
 - a. Alternativas de financiamiento para las empresas en Colombia
 - b. Entendiendo cómo las empresas financian sus planes de inversión: metodología
 - c. Caracterización de las empresas entrevistadas
 - d. Resultados
 - i. Estándares de Gobierno Corporativo
 - ii. Financiamiento de planes de inversión
 - iii. Valor agregado de la deuda privada y de la emisión de acciones
 - iv. Razones para no emitir deuda corporativa
 - v. Razones para no emitir acciones
8. Conclusiones y recomendaciones: Existe algo que hacer para dinamizar la emisión de papeles?

Agradecimientos

Agradecemos a Augusto Acosta, Mauricio Rosillo, Felipe Rincón y Pilar González por sus comentarios y dirección. Además, agradecemos a los emprendedores que nos regalaron su tiempo y nos explicaron las perspectivas de sus empresas hacia el mercado de valores en Colombia. Finalmente, al Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia por el uso de su oficina y su asistencia técnica.

1. Introducción

En la última década, Colombia ha realizado varias reformas a su sistema financiero, al sistema de seguridad social y a la bolsa de valores, los cuales están dando sus frutos de manera mixta. Existe un consenso en que la demanda por inversiones no sólo está en aumento, sino que excede la oferta disponible. No obstante, al parecer ese apetito inversor está restringido por barreras regulatorias y por el escaso número y diversificación de emisores. Sin embargo, la falta de emisiones nuevas en el 2008 no es un fenómeno aislado en Colombia; sino parece ser que se trata de una tendencia global que está más marcada en Colombia.

En todo caso, el 2007 fue un año positivo, donde las emisiones de empresas estatales mostraron el potencial del mercado de valores de Colombia. A su vez, por el lado de la demanda, se mostró que hay un apetito por invertir en activos colombianos a través de la BVC. El Banco de la República (2007) sostiene que, a pesar de que la brecha con otras bolsas de América Latina como la chilena, la brasilera y la mexicana persiste, la Bolsa de Valores de Colombia ha presentado el mayor dinamismo en la región. Igualmente, concluye que el principal problema para el desarrollo de este mercado es *"su concentración y el limitado número de oferentes de papeles"*. No solamente son pocas las empresas inscritas en la bolsa, sino que el nivel de bursatilidad de estas es mínimo, restándole liquidez y profundidad al mercado.

Considerando dicho marco, el presente trabajo de investigación describe la evolución reciente del mercado de valores en Colombia y realiza un acercamiento al sector real de la economía colombiana para entender su perspectiva acerca de la opción de financiar sus planes de inversión a través del mercado de valores. Finalmente deriva conclusiones y recomendaciones que dan luces acerca de las restricciones que afectan el mercado y se delinearán mecanismos para profundizarlo.

Como antecedentes a este trabajo, cabe mencionar que en 1996 el Gobierno y el Banco Mundial conformaron una misión con el propósito de analizar el mercado de capitales en Colombia y ofrecer recomendaciones para su desarrollo. Posteriormente, en el 2005, la Bolsa de Valores de Colombia inició el Programa Colombia Capital, con el apoyo de otros actores relevantes. Este programa ha tiene el propósito de profundizar el mercado de capitales a través de fomentar emisiones, desarrollar fondos de capital privado, y educar y divulgar información del mercado al público en general.

Como resultado de este trabajo hemos analizado las razones que motivan a una empresa a acudir al mercado de valores. Teniendo en cuenta lo anterior, consideramos que cualquier planteamiento de política debe incluir la perspectiva de los actores interesados, evitando la regulación poco efectiva. Una empresa sale al mercado de valores cuando el potencial de crecimiento y desarrollo en su interior es mayor que el capital disponible dentro de su estructura corporativa. Por esto, las acciones de programas como Colombia Capital deben estar enfocadas hacia empresas con potencial de crecimiento pero que no cuentan con el capital para llevarlo a cabo. No se puede esperar que empresas con suficiente liquidez y acceso a créditos acudan al mercado de valores.

En la última década el nivel de capitalización bursátil ha crecido, ubicándose en aproximadamente el 56% del PIB; tanto así que a junio del 2007 la BVC ocupó el segundo lugar en crecimiento del mundo (72%).¹ Sin embargo esta dinámica no se debe a un incremento en el número de emisores.

Con estos antecedentes, se ha realizado la siguiente investigación que pretende entender el mercado de valores colombiano y contribuir a su profundización y desarrollo.

2. Objetivo del estudio

El presente estudio pretende describir y analizar el mercado de valores privados en Colombia, desde la perspectiva de los demandantes y oferentes de papeles. El fin último es delinear recomendaciones para los reguladores acerca de su rol para dinamizar el mercado de valores en Colombia.

3. Metodología

La metodología de investigación contó con dos fases. La primera es una fase de caracterización del mercado de valores colombiano. Para el efecto se realizó una revisión bibliográfica de la literatura existente acerca del mercado de valores en Colombia y reuniones con los actores del mercado: reguladores, intermediarios, bancas de inversión, fondos de inversión, abogados especializados y centros de investigación. En la segunda fase se elaboraron las hipótesis de investigación y se diseñó una entrevista para entender la dinámica detrás del comportamiento de la oferta de papeles por parte del sector real. Esta entrevista fue aplicada a los directivos y propietarios de 100 empresas en Colombia, incluyendo muchas que pertenecen a grandes grupos empresariales.

4. El Mercado de Valores en Colombia, teoría y práctica

a. Tipos de Emisiones

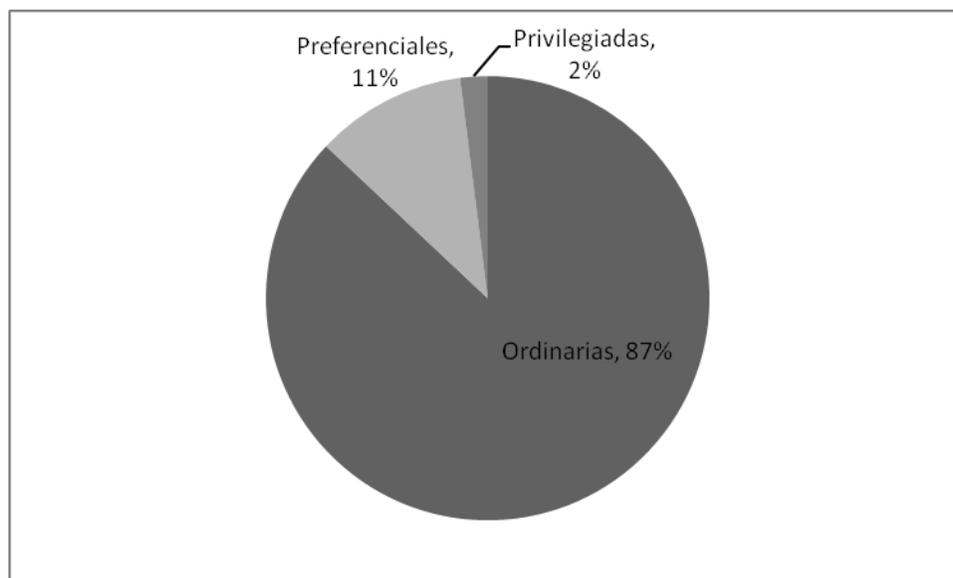
i. Acciones

Una sociedad anónima en Colombia puede acceder el mercado de capitales a través de varios instrumentos disponibles en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Por el lado del patrimonio, se puede emitir acciones de tres clases: (i) acciones ordinarias, (ii) acciones preferenciales; y, (iii) acciones privilegiadas. Las acciones ordinarias gozan de derecho a voto (político) y derecho a recibir dividendos resultantes de las utilidades de la empresa (derechos económicos). Las acciones preferenciales sin derecho a voto tienen la posibilidad de recibir dividendos y tienen prioridad sobre las acciones ordinarias en caso de disolución de la empresa. Las acciones privilegiadas por su lado, son acciones ordinarias con un derecho preferencial para su reembolso en caso de liquidación de la sociedad.

¹ World Federation of Exchanges

Cinco de las siete emisiones de acciones realizadas en el 2007 fueron ordinarias. Sin embargo, la posibilidad de recibir dividendos tiende a ser más importante que el voto para el inversionista individual, y por otro lado, muchas empresas prefieren mantener el control sobre las decisiones de la empresa. Como resultado, las acciones preferenciales sin voto también han sido utilizadas frecuentemente. De hecho, al fin de 2007 hubo 11 acciones preferenciales en el mercado accionario incluso una de las acciones más transadas, las de Bancolombia. Por el otro lado, actualmente hay pocas acciones privilegiadas.

Gráfica 1
Composición del Mercado Accionario
Diciembre 2007



Fuente: BVC

Para inscribirse en el mercado accionario de la BVC, hay que cumplir con siete requisitos básicos. Según el Artículo 1.3.3.1 del Reglamento General de la BVC, los requisitos para la inscripción de acciones incluyen los siguientes: vender al menos 10 % del total de las acciones a un mínimo de 100 accionistas; contar con un patrimonio mínimo de COP \$7 mil millones; una historia de tres años de utilidades operacionales con el mismo objeto social; una página web con disposición de información pública y un informe anual de gobierno corporativo.²

ii. Bonos

² Para una lista completa de los requisitos de emisión de acciones y bonos, véase el apéndice 1

Por el lado de los pasivos, se puede emitir bonos, papeles comerciales, o titularizaciones. Según la BVC, una empresa tiene que cumplir con requisitos específicos de acuerdo al tipo de bonos que se describen a continuación, sin embargo toda empresa emisora deberá contar con una página web al servicio de los inversionistas con una descripción de la estructura de gobierno, conformación del Consejo Directivo, información financiera, información de la empresa, e información de su gobierno corporativo. Según la BVC, los bonos son títulos de valores “representativos de una parte proporcional de un crédito colectivo constituido a cargo bien sea de una empresa privada o una entidad pública. En retorno a la inversión se recibirá una tasa de interés que fija el emisor de acuerdo con las condiciones de mercado al momento de realizar la colocación de los títulos. La denominación de los bonos puede indicar sus características: ordinarios o convertibles en acciones, según la modalidad de amortización, de garantía general, etc. Es decir, son títulos valor que emiten empresas o entidades de cualquier tipo con el fin de obtener recursos del mercado de capitales, con el compromiso de amortizarlo en un plazo determinado y a una tasa de interés preestablecida.” Hay varios tipos de bonos disponibles para una empresa que busca financiamiento, incluyendo los siguientes:

- **Bonos ordinarios:** Instrumentos de renta fija que confieren a los inversionistas los mismos derechos, de acuerdo con el respectivo contrato de emisión y están garantizados con todos los bienes de la entidad emisora, sean presentes o futuros. La emisión de bonos ordinarios requiere una copia del contrato suscrito con la Fiduciaria que actuará como representante legal de los tenedores de bonos.
- **Papeles Comerciales:** Son pagarés de corto plazo ofrecidos públicamente en el mercado de valores y emitidos por sociedades anónimas, limitadas y entidades públicas, no sujetos a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera. Su vencimiento no puede ser inferior a 15 días ni superior a 9 meses. La rentabilidad la determina el emisor de acuerdo con las condiciones del mercado.
- **Titularizaciones:**³ La titularización consiste en la entrega de un activo que un sujeto, denominado originador, realiza a una entidad administradora de un patrimonio autónomo, para que ésta emita valores que representan derechos sobre dichos activos presentes o futuros. En Colombia es posible titularizar los siguientes activos y flujos: títulos de deuda pública, valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores, y documentos de crédito; activos inmobiliarios; productos agropecuarios y agroindustriales; flujos de dinero que incluye cartera de crédito y rentas y flujos de caja determinables con base en

³ Fradique-Mendez (2008), p. 71

regresiones de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años continuos.

Además, se pueden estructurar instrumentos que mezclen aspectos de los tres tipos de títulos mencionados anteriormente.

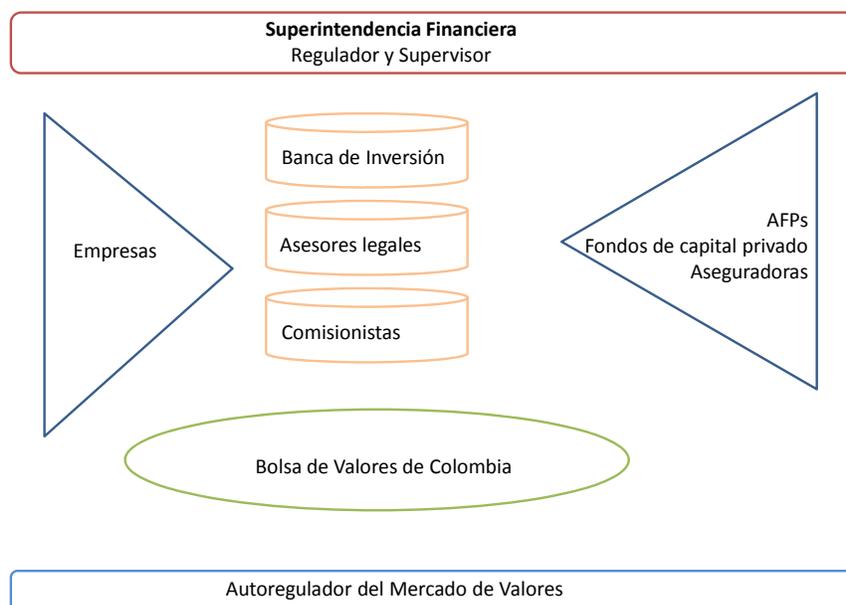
b. Actores del proceso de la emisión de títulos de deuda o acciones⁴

Una operación de colocación de bonos o de acciones requiere la participación de distintos actores. Por un lado el emisor, y por otro los demandantes de papeles. Estos últimos pueden ser personas naturales o inversionistas institucionales. Vinculando la oferta y la demanda existe un sinnúmero de actores que hacen posible la transacción en el mercado de valores: banca de inversión, asesores legales, comisionistas y el sistema de la bolsa. La BVC estima que el proceso dura alrededor de 20 semanas.

Para realizar una emisión, la empresa necesita contar con una banca de inversión para estructurarla. El rol de la banca de inversión es asesorar al emisor en decidir el tipo de título a emitir, la cantidad y el rango de precio al que se debe hacer la oferta inicial. Adicionalmente necesita de un asesor legal para realizar un prospecto sólido que pueda servir de herramienta de venta del proyecto o de la empresa, y que explique la solvencia, el flujo de caja del o el potencial de generación de flujos del proyecto o de la empresa, en el marco de las leyes relevantes. El comisionista o colocador comercializa y los valores en el mercado primario. Todos estos asesores tienen el objeto de ayudar al emisor a estructurar y difundir valores dentro el marco regulatorio de la Superintendencia Financiera y las reglas de la BVC. Finalmente, en el caso de que la emisión sea de bonos, es necesario contar con una calificadora de valores.

Otro actor de creciente importancia en la cadena de valor son los fondos de capital privado. Este tipo de fondos invierten en empresas con el propósito de lograr su crecimiento, incrementar el valor y luego salen de la propiedad a través del mercado de valores o a través de una venta privada. Los fondos de capital privado podrían ser una fuente de emisiones importante si el mercado ofrece precios atractivos y reconoce el valor de una empresa. Pueden incluso convertirse en emisores de deuda, que financiarían sus adquisiciones.

⁴ De la página de la BVC



c. Costos directos de emitir

Una emisión conlleva muchos costos, financieros y no financieros. Primero, hay los costos básicos de inscribirse en una bolsa. En general, hay un rango de costos que la empresa emisor potencial enfrenta. En el caso del New York Stock Exchange (NYSE), hay un pago inicial de US \$37.500 seguido por pagos que dependen del monto de acciones ofrecidas (es menos costoso ofrecer más de 300 millones de acciones). Sin embargo, el costo total sale entre US \$150.000 y \$250.000 para un emisor nuevo.⁵ Otras acciones corporativas como dividendos, “splits”, “poison pills”, y cambios técnicos llevan pagos adicionales. Después, hay pagos anuales de US \$38.000 más US \$0,00093 por cada acción ordinaria.

En Colombia, las tarifas de inscripción son explicadas en el Artículo 1.3.2.2 del Reglamento General de la BVC: “Los emisores pagarán cuota de inscripción y cuotas anuales de sostenimiento según las tarifas que establezca el Consejo Directivo y sean autorizadas por la Superintendencia de Valores (hoy Superintendencia Financiera de Colombia) por vía general o particular.” Lamentablemente, esta descripción no da mucha claridad para una empresa emisor potencial, especialmente cuando se compara a la página de NYSE Euronext mencionada anteriormente.

Además de los costos de inscribirse en la bolsa, hay costos financieros de contratar una banca de inversión, un asesor legal, y un auditor independiente. Los costos de asesores legales y bancas de inversión han sido vinculados al éxito de la emisión en algunos casos recientes, alineando así los incentivos para lograr buenos índices de colocación.⁶

⁵ NYSE Euronext Listed Company Manual, 902.03 Fees for Listed Equity Securities

⁶ Entrevista con una firma de abogados líder

Según varios actores del sector, los costos financieros de emitir acciones no representan las barreras principales en este momento. En Colombia, los costos parecen ser más bajos que los estándares internacionales, donde un spread del 4% es el estándar para emisiones de acciones, y un rango de 20 a 60 puntos básicos para una emisión de deuda privada.⁷ Para poner estos costos en el contexto latinoamericano, Zervos (2004) muestra que los costos financieros de hacer una emisión en Chile, Brasil y México son menores que los costos en EEUU pero mayores que los que nos han reportado para Colombia para emisores de alta calificación. De igual forma, el costo de la banca de inversión generalmente es el más alto de todos los costos en los tres países, esto se observa en el Cuadro 2. No obstante, los costos directos parecen relativamente económicos para grandes emisores con calificación alta, especialmente cuando se considera que el *spread* promedio global para el primer semestre de 2008 fue 3,3% del monto colocado.⁸ Al parecer el desarrollo del mercado en Colombia y el alto grado de competencia de la banca de inversión ha logrado reducir estos costos significativamente

Cuadro 1
Costo financiero de una emisión de US \$ 100 millones
(como porcentaje de la emisión)

Instrumento	Brasil	Chile	México
Acciones domésticas	2,15	1,65	2,93
Deuda doméstica	2,40	2,74	1,18
Acciones internacionales	4,96	4,96	4,96
Deuda internacional	2,22	2,22	2,22

Fuente: Zervos (2004)

Cuadro 2
Costos financieros comparativos
(como porcentaje de los costos totales)

Instrumento	Deuda doméstica			Acciones domésticas		
	Brasil	Chile	México	Brasil	Chile	México
Banca de inversión	86,93	35,36	67,75	91,22	92,39	89,06
Asesor legal	1,11	1,83	3,60	0,34	3,08	2,04
Regulatorio	1,15	0,23	13,32	0,63	0,39	4,00
Impuestos	..	58,79
Publicación	3,75	0,26	1,27	1,33	1,23	0,69
Calificación	5,78	0,42	7,39	2,82	2,46	2,22
Otros	1,27	0,31	6,67	3,67	0,44	1,99

Fuente: Zervos (2004)

Sin embargo, para una empresa de tamaño medio, los costos financieros no son triviales. Según Colombia Capital, una emisión de menos de COP \$20 mil millones no justificaría los costos

⁷ Entrevista con banca de inversión multinacional

⁸ Bloomberg, July 1, "IPOs Fall to Five-Year Low as Global Economy Slows (Update2)"

financieros.⁹ Esta regla general implica que una empresa tiene que contar con patrimonio total mayor de COP \$40 mil millones para retener control después de la emisión. Colombia Capital ofrece un bono de US \$12 mil para un emisor de acciones para aliviar los costos financieros (aproximadamente 10 puntos básicos para una emisión de COP \$ 20 mil millones).

d. Tamaño y estructura del Mercado de Valores en Colombia

Aunque el principal título valor en Colombia sigue siendo la deuda del largo plazo gubernamental (TES), el volumen de acciones y deuda corporativa ha aumentando en años recientes. Desde el 2001, los TES han constituido alrededor de 70% del total negociado en la BVC, con el resto dividido entre acciones, deuda corporativa, y derivados.¹⁰ Las acciones representaron solamente 4,71% del total negociado en la BVC en 2007. Los bonos emitidos por entidades públicas y privadas tienen una participación de 11,05% de lo negociado en el sistema MEC Plus.¹¹

Mientras la capitalización bursátil del mercado accionario ha crecido significativamente en los últimos años, el número de empresas inscritas en bolsa ha disminuido. A junio de 2008, la capitalización bursátil ha aumentado a COP \$ 218,94 billones o aproximadamente 56 % del PIB proyectado por 2008.¹² Este nivel de capitalización representa un crecimiento de 72% versus junio de 2007, gracias a varios factores incluyendo la agregación de acciones de Ecopetrol y otras emisiones altamente anticipadas. Las acciones de Ecopetrol siguen siendo las más transadas y representan aproximadamente el 48% de la capitalización total del mercado accionario.¹³ Dado que hay actualmente 85 acciones listadas, la capitalización promedio es de aproximadamente COP \$2.575 mil millones de pesos. Si se excluye Ecopetrol, la capitalización promedio sería de alrededor de COP \$1.330 mil millones.¹⁴ Colombia es la bolsa con el menor número de empresas inscritas en bolsa de las bolsas mostradas en el Cuadro 3, y la única con una reducción en empresas listadas cada año desde 2001.

Cuadro 3
Evolución de número de empresas inscritas en bolsa en Latinoamérica

Año	Argentina	Chile	Colombia a/	México	Perú	Brasil b/
1996	147	290	175	193	238	551
1997	136	294		198	248	537
1998	131	287		195	249	535
1999	125	282		190	239	487
2000	125	261	..	177	227	467
2001	119	249	124	172	227	441
2002	114	246	109	169	230	412

⁹ Entrevista con Colombia Capital, 4 de junio de 2008

¹⁰ Comunicado de Prensa, MERCADOS DE LA BVC EN 2007

¹¹ Bolsa de Valores de Colombia, citado por Carlos Fradique Méndez-L (2008), p. 26

¹² Basado en cifras de la Bolsa de Valores de Colombia y proyección del FMI WEO abril 2008

¹³ Basado en Informe Mercados Mensuales, BVC junio de 2008

¹⁴ Basado en la capitalización bursátil citado en el Informe Mensual de Acciones de la BVC, junio de 2008

2003	110	241	107	237	227	391
2004	107	240	106	326	224	388
2005	104	246	98	326	224	381
2006	106	246	94	335	221	350
2007	111	241	90	367	226	404
1H08 c/	112	238	85	376	233	396

Fuentes: World Federation of Exchanges, World Development Indicators, BVC a/ refiere a datos promedios de Arbeláez y Zuluaga (2002) para 1990 hasta 1999, la BVC fin de año para 2001 hasta 2004, y World Federation of Exchanges para 2005 hasta 2007, y BVC para 2008.

b/ Sao Paolo solamente, no incluye Rio de Janeiro

c/ datos refieren a junio excepto en el caso de Argentina (mayo)

Además del estancamiento en el número de nuevos emisores, Colombia ha experimentado más desinscripciones de acciones que inscripciones en los últimos años; esta tendencia ha sido común en los mercados accionarios más grandes de Latinoamérica.¹⁵ Las numerosas adquisiciones de empresas nacionales por parte de multinacionales han resultado en la eliminación de acciones importantes; tal es el caso de Bavaria (adquirido por SAB Miller) y Coltabaco (adquirido por Phillip Morris).

Con respecto a los mercados comparables en la región, Colombia es el cuarto en términos absolutos, detrás de Brasil, México, y Chile. En términos del PIB, Colombia está detrás de Brasil y Chile, pero en condiciones muy similares a las de Perú y México (Uribe, 2007).

Cuadro 4
La Evolución de los Mercados Accionarios en Latinoamérica
(% de PIB)

Año	Argentina	Chile	Colombia	México	Perú	Brasil
1995	15	109	19	39	22	24
1996	16	103	18	30	22	24
1997	20	92	18	33	30	29
1998	15	85	14	30	21	27
1999	30	82	13	26	26	37
2000	58	86	11	24	20	38
2001	72	89	16	20	21	41
2002	101	78	12	18	23	34
2003	30	93	17	18	26	36
2004	27	122	22	22	29	47
2005	26	115	34	23	45	48
2006	24	120	37	41	43	66
2007	22	130	58	45	64	104
1H08 b/	18	117	56	44	53	92

Fuente: Levine (2005) y World Development Indicators

b/ cifra para 2008 refiere a fin de abril 2008 dividido por la proyección de PIB de FMI

¹⁵ Para una descripción más detallada, véase de la Torre y Schmukler (2007), *Emerging Capital Markets and Globalization: The Latin American Experience*, p. 57

Uno de los problemas del mercado colombiano es la concentración. En el 2007, las siete acciones más negociadas constituyeron 38% del total negociado.¹⁶ Este implica una concentración fuerte en términos de bursatilidad que podría ser percibida como negativa por un emisor potencial de tamaño menor. Desde junio de 2003, entre 16 y 24 acciones fueron designadas como de “alta” bursatilidad.¹⁷ El número de las acciones de “ninguna” bursatilidad son generalmente mayor que las con “alta” bursatilidad, pero esta cifra se ha reducido de 63 a 33 entre junio de 2003 y junio de 2008.¹⁸ Como se puede ver en el Cuadro 5, hay una falta de representación de los sectores agrícola y comercial en el mercado accionario mientras el sector industrial parece tener la mayor exposición en el mercado accionario.

Cuadro 5
Emisores por sector y bursatilidad

Bursatilidad	Agrícola	Comercial	Financiero	Industrial	Sociedades Inversoras	Servicios Públicos	Servicios varios	Total
Alta		1	4	7	5	3	2	22
Media			6	2	2	1	2	13
Baja				3	1	3	4	11
Mínima	1			3			2	6
Ninguna	10		1	7	2	3	10	33
Total	11	1	11	22	10	10	20	85

Fuente: BVC Informe Mensual, junio de 2008

En el mercado de deuda corporativa, el sector industrial y el sector de servicios han sido los emisores principales.¹⁹ Los emisores de deuda corporativa en Colombia generalmente son más grandes, rentables, y con menos deuda con el sector bancario entre sus pasivos que las empresas no emisores.²⁰ La falta de emisores pequeños y de calificación más baja se debe en parte a la regla de rentabilidad mínima de fondos de pensiones y otras restricciones en los regímenes de inversionistas institucionales que se discuten más adelante.²¹

Comparado con otros países latinoamericanos, el mercado de deuda corporativa en Colombia es también pequeño a pesar del crecimiento registrado desde los noventa. Como se puede ver en el Cuadro 6, la crisis de 1998 tuvo un efecto mayor en Colombia que los otros países de la región en términos del tamaño del mercado.

¹⁶ Comunicado de Prensa, MERCADOS DE LA BVC EN 2007

¹⁷ Datos proporcionados de la BVC iniciaron las designaciones de bursatilidad en junio de 2003

¹⁸ Basado en datos de la BVC

¹⁹ Aguilar, Cárdenas, Meléndez, y Salazar (2008), p. 133

²⁰ Aguilar, Cárdenas, Meléndez, y Salazar (2008), p. 133

²¹ Véase Aguilar, Cárdenas, Meléndez, y Salazar (2008), p. 147 para una explicación detallada

Cuadro 6
La evolución de los mercados de deuda privada en Latinoamérica
(% de PIB)

Año	Argentina	Chile	Colombia	México	Perú	Brasil
1995	3	13	0,8	3	1	11
1996	3	15	0,8	2	1	10
1997	3	16	0,7	2	2	10
1998	4	17	0,7	2	3	12
1999	5	17	0,5	2	3	15
2000	5	17	0,2	2	4	9
2001	5	22	0,2	2	4	10
2002	13	24	0,2	2	4	10
2003	10	25	0,3	2	4	9
2004	9	22	0,5	3	4	11
2005	9	23	3,9	3	4	11

Fuente: Levine (2005) excepto en el caso de Colombia 2005 (FMI)

Por el lado del mercado secundario para bonos corporativos, éste es compartido entre varios actores. Según Salazar et al. (2007), los principales compradores de bonos corporativos son sociedades comisionistas de valores (31,8%), el sector real (26,4%), fiduciarias (22,8%) y personas naturales (7,1%). Vale la pena mencionar que los administradores de fondos de pensiones (AFPs) representan solamente 1,4% del mercado secundario de bonos corporativos.²² a pesar de que en el 2004 tenían el monto absoluto más importante de bonos corporativos de todos los inversionistas institucionales.²³

e. Eficiencia

La importancia de la percepción de eficiencia y transparencia en transacciones es clave para el desarrollo del mercado. Arbeláez, Guerra y Zuluaga (2002) encontraron evidencia de que “el mercado bursátil colombiano es ineficiente, pues no incorpora de manera rápida los choques exógenos a los precios”. Varias entrevistas con emisores confirmaron que el mercado colombiano no es un mecanismo eficiente para el descubrimiento y la formación de precios.²⁴ Al parecer la bolsa es eficiente en valorar en el largo plazo pero no necesariamente en el corto plazo. El mercado no reacciona frente a cambios en la estructura patrimonial de las empresas.²⁵ Otro factor que afecta la eficiencia del mercado es la falta de actores que transan con frecuencia. Esto se discute en más detalle en la sección 3.

Los indicadores tradicionales de eficiencia han mejorado en años recientes pero siguen en un nivel bajo relativamente a las otras bolsas de la región. El Cuadro 7 muestra estos indicadores. Así

²² Salazar, Córdoba, Prado, del Valle, Suarez (2007), p. 25

²³ Salazar, Córdoba, Prado, del Valle, Suarez (2007), p. 11

²⁴ Entrevistas con tres empresas de tamaño grande, incluyendo una con acciones en bolsa

²⁵ Entrevista con el presidente de un emisor de alta bursatilidad

mismo, Uribe (2007) sostiene que el mercado colombiano deja por fuera cierta información relevante a la hora de fijar los precios de las acciones en la BCV, en particular la que se refiere al pasado.²⁶

Cuadro 7
La Evolución del Volumen de Acciones Transadas en Latinoamérica
(% de PIB)

Año	Argentina	Chile	Colombia	México	Perú	Brasil
2002	1	4	0	5	2	9
2003	2	9	0	4	2	12
2004	3	13	2	7	2	16
2005	4	16	8	7	3	19
2006	2	20	11	12	6	26
2007	3	30	10	16	10	46

Fuente: Levine (2005) para 2002-2005, WFE y FMI WEO para 2006 y 2007

Por el lado de la deuda corporativa, la eficiencia es un problema clave porque estos instrumentos no son transados regularmente en un mercado secundario. En otras palabras, los inversionistas en deuda corporativa tienden a mantener sus inversiones hasta su vencimiento.

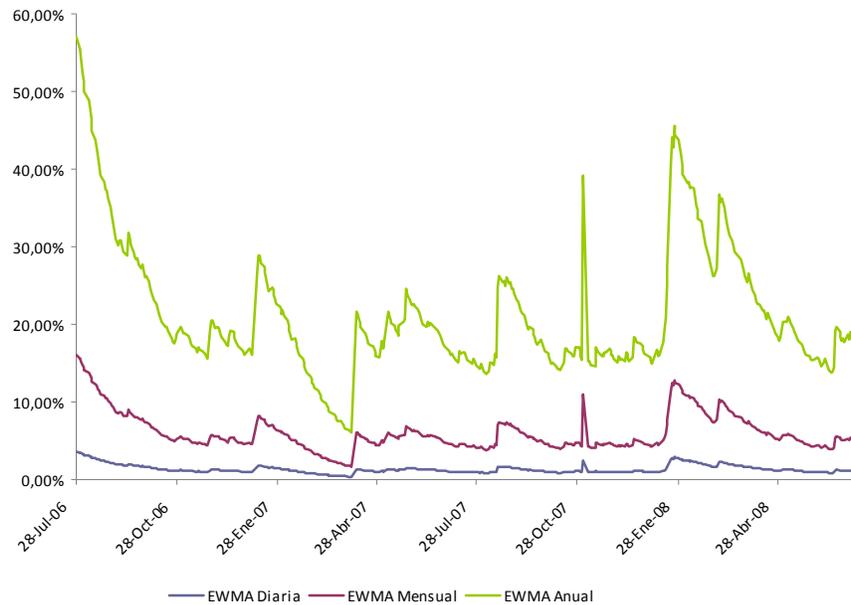
f. Volatilidad

Según Arbeláez, Guerra y Zuluaga (2002), la volatilidad de los precios y de los rendimientos de los papeles transados se asocia con ineficiencia del mercado. Los autores utilizan la varianza del rendimiento de los activos como una aproximación del riesgo del mercado de valores. En términos de acciones, la volatilidad del índice IGBC muestra algunos periodos de volatilidad elevada en años recientes. Un aumento significativo de la volatilidad durante mayo y junio de 2006 se convirtió en un factor importante en las decisiones de emisores potenciales.²⁷ Luego, la crisis *subprime* en los EEUU y las resultantes decisiones de la Reserva Federal aumentó la volatilidad en Noviembre de 2007 y el primer trimestre de 2008.

Gráfica 2
Volatilidad del IGBC

²⁶ Uribe (2007), p. 126

²⁷ Entrevista con una Corporación Financiera.



Fuente: AMV

La volatilidad es una reflexión de varios factores internos y externos. Algunos factores que han contribuido significativamente a la volatilidad del mercado de valores, como la apreciación del COP y cambios regulatorios, serán discutidos en más detalle en la parte siete de este estudio.

5. Marco regulatorio del Mercado de Valores

Un resumen de las leyes relevantes para emisores e inversionistas potenciales no es el propósito de estudio. Sin embargo, nos parece importante mencionar los siguientes temas regulatorios que parecen cumplir un papel importante para el incremento de las emisiones en la bolsa colombiana. Estos se discute a continuación.

a. Divulgación información acerca de hechos relevantes

Toda la regulación de información del mercado de valores se encuentra en la Resolución 400 de 1995, que trata sobre el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores - SIMEV. Este sistema está compuesto por el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE, el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores – RNAMV y el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores – RNPMV.

Lo relacionado con los emisores se encuentra en el RNVE. Se establece, que quienes hagan cualquier oferta pública de valores deben inscribirse como emisores junto con la respectiva emisión o emisiones, la manera de hacer tal registro se encuentra en los artículos 1.1.2.2 al 1.1.2.13. Una

vez inscrito, el emisor tiene obligaciones de información periódica e información relevante. La obligación de información periódica se encuentra regulada en los artículos 1.1.2.15 al 1.1.2.17.

Respecto la información relevante, esta se encuentra regulada por el artículo 1.1.2.18 que establece que “todo emisor de valores deberá divulgar, en forma veraz, clara, suficiente y oportuna al mercado, a través de la Superintendencia Financiera de Colombia, en la forma establecida en este capítulo, toda situación relacionada con él o su emisión que habría sido tenida en cuenta por un experto prudente y diligente al comprar, vender o conservar los valores del emisor o al momento de ejercer los derechos políticos inherentes a tales valores”. Esta regla de principio adicionalmente enumera los casos que el Gobierno Nacional consideró que el emisor debe revelar. Sin embargo parece haber ambigüedad y los emisores estiman que se puede especificar de forma más clara aquella información que deba revelarse.

b. Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)

La regulación de OPAS se encuentra en la Sección II del Capítulo Quinto del Título Segundo de la Resolución 400 de 1995. Esta regulación establece los casos en los cuales es necesario hacer OPAS, las excepciones a la regla, a quienes están dirigidas y la manera de hacerlas.

En términos generales se deben hacer OPAS cuando cualquier persona que directamente o por interpuesta persona quiera adquirir el control de más del 25% del capital con derecho a voto de una empresa cuyas acciones se encuentren inscritas en bolsa. Asimismo, cuando un beneficiario real tenga una participación de una empresa inscrita en bolsa superior al 25% y quiera aumentar su participación en más de un 5% debe realizar una OPA. El procedimiento para realizar las OPAS se encuentra igualmente instruido mediante la Circular Externa 002 de 2007 de la Superintendencia Financiera de Colombia.

c. Régimen de Inversiones Fondos de Pensiones Obligatorias

Los fondos de pensiones obligatorios sólo pueden invertir en los valores determinados en el Título IV Capítulo IV de la Circular Básica Jurídica de la Superintendencia Financiera de Colombia. En el Anexo 1 (Régimen de inversiones de los fondos de pensiones obligatorios) se encuentran los límites establecidos en dicha normatividad.

d. Rentabilidad Mínima de los Fondos de Pensiones Obligatorias y de Cesantías

El artículo 101 de la Ley 100 de 1993 establece que las sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantía deben garantizar a los afiliados a los fondos de cesantía y de pensiones obligatorias por ellas administrados una rentabilidad mínima que será determinada por el Gobierno Nacional. La norma mas reciente que establece cómo se calcula esta rentabilidad mínima se encuentra contenida por el Decreto 2664 de 2007. En el Anexo 2 (Evolución Normas de Rentabilidad

Mínima de los FPO) se encuentra la evolución que ha tenido la metodología de cálculo de la mencionada rentabilidad.

Estudios de Rudolph et al. (2006) y Roldós (2007) destacan algunas críticas que Asofondos y otros han realizado a la formulación del cálculo de la rentabilidad mínima, así como a algunas propuestas al respecto, incluida la reforma financiera que se viene discutiendo durante el 2008 en el Congreso.

El cálculo de la rentabilidad mínima crea el efecto de manada entre las seis AFPs porque no cumplir con la rentabilidad mínima significa que el administrador tiene que entregar la diferencia entre su rentabilidad y la cifra calculada por la Superintendencia. Actualmente, el cálculo de la rentabilidad mínima se basa en la rentabilidad de un portafolio de referencia y el desempeño promedio del grupo. Las quejas sobre el portafolio de referencia incluyen que es divulgado ex post, no es replicable en el mundo real, y que los que construyen el portafolio no tienen experiencia en administrar fondos. Al parecer, no alcanzar la rentabilidad mínima significaría una posible quiebra para una AFP, y por eso ninguna quiere tomar posiciones originales. Además, se hace el cálculo cada mes para asegurar que las AFPs protegen los activos de los trabajadores.

Sin embargo, Rudolph et al. (2006) menciona que el efecto manada de los AFPs no es un fenómeno aislado. En Colombia, como en muchos países desarrollados tanto como en vías de desarrollo, hay un miedo fuerte por parte del AFP de tomar un riesgo que cause desempeño inferior en relación a los otros AFP.²⁸

Adicionalmente, Rudolph et al. (2006) recomienda que las autoridades no cambien la composición de portafolio de referencia en más de dos veces cada año. La práctica de cambiar el portafolio de referencia cada mes abre la puerta a la manipulación (coadministración estatal) y restringe las operaciones de las AFP.²⁹ Además, algunos vehículos de inversión que ofrecen diversificación importante, incluyendo fondos de capital privado, fondos de infraestructura, y algunos *hedge funds*, no cuentan con valorización mensual.

Las recomendaciones de Rudolph, Asofondos y otros expertos ha contribuido a un grupo de propuestas que actualmente están en consideración. Una de ellas es los llamados "multifondos" que ofrecerían tres portafolios distintos a los contribuyentes de pensiones. Como se puede ver en el Cuadro 8, si una proporción alta de los contribuyentes escogiera el portafolio agresivo, los mercados de capitales verían cambios dramáticos.

Cuadro 8
Características de los Portafolios de la Propuesta Multifondos
(porcentaje del portafolio)

²⁸ Rudolph et al. (2006), p. 40

²⁹ Rudolph et al. (2006) p. 69

Límites	Agresivo	Moderado	Conservador
Inversiones Renta Variable	70	40	10
Inversiones Exterior	50	40	30
Inversiones Alternativas	15	10	5

Fuente: Asofondos

e. Controles de Capitales

El Decreto 2080 de 2000 regula el Régimen General de Inversiones de capital del exterior en Colombia y de capital colombiano en el exterior. Producto de la apreciación del peso colombiano durante los años 2007 y lo corrido del 2008 el Gobierno Nacional modificó el mencionado decreto así: (i) El decreto 4814 de 2007 estableció que toda inversión de portafolio realizada por extranjeros en Colombia debía constituir un depósito del 40% no remunerado por un periodo no inferior a 6 meses sobre la inversión total. En caso que el inversionista quisiera liquidar su inversión antes del periodo antes mencionado lo puede hacer asumiendo unos castigos que disminuyen con el tiempo de permanencia de la inversión. (ii) Los decretos 1888 y 1999 de 2008 incrementaron el depósito de las inversiones de portafolio al 50%. Adicionalmente, establecieron que la inversión extranjera directa de capital debe permanecer por un periodo no inferior a 2 años con la aclaración que la transferencia al exterior de las utilidades netas correspondientes a dichas inversiones se puede hacer en cualquier momento.

6. La problemática de la demanda por títulos valores en Colombia

En el lado de la demanda para emisores y emisiones nuevas, es necesario analizar el panorama de inversionistas institucionales en Colombia. La siguiente exposición del panorama de inversionistas institucionales muestra tres conclusiones básicas: (i) no hay una falta de demanda por emisores nuevas, sino una falta de actores con estrategias heterogéneas, lo cual impide el aumento de la liquidez; (ii) la demanda por emisiones de deuda privada está restringida y mejoraría con una regulación menos estricta, o con la presencia de inversionistas especulativos y activos; (iii) la demanda por emisiones de alta calidad sigue siendo más alta con respecto al tamaño del mercado.

Sin embargo, el desarrollo de inversionistas institucionales más diversos está restringido por el bajo número de emisiones y un nivel bajo de liquidez. Como mencionado en el 2004 *World Financial Stability Report* del FMI, aunque hay margen para una mayor relajación de las restricciones para inversionistas institucionales en mercados emergentes, no está claro si los mercados locales serían capaces de crecer tanto para absorber la inversión.³⁰

a. El rol de inversionistas institucionales en teoría y práctica

Black (2001) explica que los inversionistas institucionales, incluyendo carteras colectivas y fondos de pensiones, fortalecen los mercados de capitales no solamente a través de ofrecer diversificación a

³⁰ World Financial Stability Report (2004), p. 144

los inversionistas pequeños, sino también porque aumentan la demanda para divulgar información.³¹ Otros estudios buscan mostrar que la causalidad podría ser al revés – que el desarrollo de los inversionistas institucionales contribuye al desarrollo del mercado de capitales.³² Por ejemplo, Catalan, Impavido y Musalem (2000) encontraron en su estudio de 14 países de la OECD y 5 países emergentes que entre 1975 y 1997 la causalidad no existe o si existe, implica que los activos institucionales causan una capitalización bursátil mayor.³³

Según el texto de Calomiris y Beim (2008), los inversionistas institucionales han sido actores clave fomentando el financiamiento a través de acciones por tres razones. Primero, los inversionistas institucionales compran en cantidades grandes, lo cual facilita el proceso de colocación. Segundo, los inversionistas institucionales mantienen contacto con las bancas de inversión. Finalmente, el tamaño de los inversionistas en términos de sus activos les permite tomar un rol en el campo de gobierno corporativo. Por ejemplo, cuando un fondo de pensión grande critica la gestión de una empresa inscrita en bolsa, los gerentes escuchan. El resultado es que las emisiones de acciones son más atractivas desde la perspectiva de la inversionista potencial.³⁴

Sin embargo, hay que tomar en cuenta que si los activos de inversionistas institucionales crecen más rápidamente que la oferta del mercado de valores locales, el efecto podría resultar negativo. Como mencionan en el estudio del Roldós (2004), tal situación podría ser negativa porque los inversionistas institucionales podrían generar presión fuerte en los precios de valores cuando venden. En otras palabras, se correría el riesgo de crear una burbuja con activos institucionales abundantes y un mercado insuficientemente desarrollado.³⁵

Otros inversionistas institucionales importantes son los que desafían el gobierno corporativo. Por ejemplo, *hedge funds* y fondos de carácter especulativo o activos han jugado un rol importante en el descubrimiento de precios ("*price discovery*"), liquidez, y eficiencia del mercado.³⁶ Adicionalmente, un trabajo de Morck, Wolfenzon y Yeung (2005) expone que inversionistas activos en el mercado exigen mejor desempeño y análisis de las finanzas de una empresa, lo cual aumenta la calidad de gobierno corporativo.

Un ejemplo específico de cómo inversionistas institucionales activos contribuyen a la profundización del mercado accionario es la lista anual publicada por el fondo de pensión CalPERS de empresas que deben mejorar en términos de gobierno corporativo. En el *Corporate Governance Focus List* de 2007, CalPERS destaca 11 empresas con acciones en bolsa que han tenido desempeño desfavorable respecto al menos el 20% de sus colegas ("peers") y han resistido las peticiones de los

³¹ Black (2001), p. 815

³² Véase Calomiris y Raff (1995) para un ejemplo de los EEUU en los años cincuenta y sesenta o Calomiris y Beim (2008) para un ejemplo de Chile en los años ochenta y noventa

³³ Citado por Roldós (2004), p. 5

³⁴ Calomiris, Charles y David Beim (2008), *Emerging Financial Markets*, p. 207

³⁵ Roldós (2004), p. 16

³⁶ Véase por ejemplo Susan Ferris Wyderko, U.S. Securities & Exchange Commission, Before the Subcommittee on Securities and Investment of the U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, May 2006

accionistas.³⁷ De esa manera, las acciones de estas empresas son castigadas en el mercado hasta que los gerentes mejoren la situación. Como mencionan Calomiris y Beim (2008), los inversionistas pequeños gozan de los beneficios también porque las empresas están dispuestas a tomar en cuenta las peticiones de accionistas para evitar aparecer en ésta lista de CalPERS.³⁸

La credibilidad y poder de los inversionistas institucionales, como CalPERS, se relaciona con su tamaño respecto el mercado accionario. Por ejemplo, los inversionistas institucionales tradicionales en los EEUU tenía más de la mitad del mercado accionario en 2005 (Cuadro 9).

Cuadro 9
Participación de inversionistas institucionales
tradicionales en el mercado accionario EEUU³⁹
(% del mercado accionario total)

Año	Porcentaje
1950	6.1
1960	12.6
1970	19.4
1980	37.2
1990	41.4
2000	51.4
2005	61.2

Fuente: Conference Board
of Governance Center

b. El rol de inversionistas institucionales en Colombia

En su estudio comprensivo del mercado de capitales en Colombia, Arbeláez, Guerra y Zuluaga (2002) explican que la existencia de una amplia gama de inversionistas institucionales tiene un impacto positivo en el desarrollo del mercado de capitales. Además, dicen que el desarrollo de la gama de inversionistas institucionales combinado con “una demanda dinámica de activos financieros incentivan la emisión de acciones por parte del sector real.”⁴⁰ Específicamente, las reformas económicas en los principios de los años noventa fomentaron un crecimiento del ahorro sin precedentes en Colombia, lo cual resultó en la creación de fondos de pensiones y cesantías y de fondos de inversión extranjera.⁴¹ Durante los años noventa, los fondos de pensiones y cesantías se convirtieron en los más importantes cuando sobrepasaron las aseguradoras en términos de activos,

³⁷ Comunicado de prensa (<http://www.calpers.ca.gov/index.jsp?bc=/about/press/pr-2007/march/focus-list-targets-11.xml>)

³⁸ Calomiris y Beim mencionan específicamente CalPERS como un ejemplo de un inversionista institucional que podría tomar un rol en el tema de gobierno corporativo (p. 207).

³⁹ Conference Board define Inversionistas Institucionales Tradicionales como “pension funds, investment companies, insurance companies, banks and foundations” (www.conference-board.org/utilities/pressDetail.cfm?press_ID=3046)

⁴⁰ Arbeláez, Guerra y Zuluaga (2002), p. 60

⁴¹ Ley 50 e 1990, Ley 100 de 1993, y Ley 9 de 1991

con un monto alrededor de 6,5 % de PIB en 2000. Los fondos de capital extranjero mantenían cerca de la mitad del portafolio total de los inversionistas institucionales en acciones hasta que las pérdidas en el portafolio de renta variable del año 1998 redujeron significativamente el rol del capital extranjero.

Según Arbeláez, Guerra y Zuluaga (2002), la regulación del régimen de inversiones de inversionistas institucionales es uno de los problemas en Colombia. Específicamente, la promoción de títulos del gobierno desincentiva la adquisición de otros instrumentos, incluyendo las acciones.⁴² Rudolph et al. (2006) también menciona que la necesidad de invertir en títulos del gobierno necesita ser revisada porque distorsiona el mercado de estos instrumentos. No obstante los cambios regulatorios en años recientes, éste criticismo todavía existe en Colombia.⁴³

c. El panorama de los inversionistas institucionales colombianos

En 1993, Colombia reformó su sistema de pensiones cuando se adoptaron las cuentas individuales que operan al lado del sistema público. Las reformas crearon un sistema híbrido de beneficios definidos y contribuciones definidas. Los fondos de pensiones representan los activos más importantes en términos de inversionistas institucionales. Después, cuatro tipos de carteras colectivas, cesantías, aseguradoras, fondos de capital extranjero, y fondos mutuos que participan de forma significativa en el mercado de valores colombiano. Un estudio de Aguilar, Cárdenas, Meléndez, y Salazar (2008) estimó que hubo 156 inversionistas institucionales presente en Colombia en 2004.⁴⁴

Cuadro 10
El panorama de Inversionistas Institucionales en Colombia

Inversionista	Numero	Activos (COP mil millones)	% en renta variable	% en acciones domésticas	% en deuda corporativa
Fondos de Pensiones Obligatorios	6	51.114	29,7	22,3	11,5
Fondos de Pensiones Voluntarios	16	7.113	23,2	12,2	11,0
Cesantías	6	4.866	14,3	5,4	10,7
Carteras Colectivas (FCO)*	23	4.706	0	0	7,4
Carteras Colectivas (FCE)*	21	1.818	1,9	1,9	8,3
Carteras Colectivas de SCB y SAI	68	2.339	n/d	n/d	n/d
Aseguradoras	24	11.031	20,0**	..	4,2 – 8,3 a/
Fondos Mutuos de Inversión***	47	559	45,9	..	n/d
Fondos de Capital Extranjero****	15	3.817	34,0	34,0	n/d

Fuente: página de Superintendencia Financiera

* datos refieren a marzo 2008

** Fasecolda, 2005

*** datos refieren a diciembre de 2006

⁴² Arbeláez, Guerra y Zuluaga (2002), p. 61

⁴³ Presentación Asofondos, 25 junio 2008

⁴⁴ Aguilar, Cárdenas, Meléndez, y Salazar (2008), p. 133

**** basado en análisis propio de las acciones de "alta" bursatilidad de primer semestre 2008, activos refieren a mayo de 2008 y excluyen COP \$ 4.302 mil millones en programas de DRs
a/ datos refieren a 2004, de Salazar (2007)

Cada inversionista institucional tiene sus propios incentivos y clientes. Además, hay regulación distinta para cada una de las estructuras, por lo que cada tipo de inversionista institucional maneja sus fondos con estrategias diferentes. A continuación se describen cada uno de ellos.

i. Fondos de Pensiones

Los fondos de pensiones tienen como objetivo invertir recursos para generar rendimientos en un plazo relativamente largo, puesto que su objetivo último es maximizar las pensiones de los contribuyentes y que éstas sean estables. En Colombia existen dos tipos de fondos de pensiones: (i) obligatorios, y (ii) voluntarios. Este sistema surgió en 1994. Desde entonces se ha visto un crecimiento sostenido de las contribuciones y del rendimiento de estos fondos. Los fondos de pensiones obligatorios (FPO) han acumulado activos superiores al 14% del PIB y los fondos de pensiones voluntarios (FPV) han alcanzado una cifra de aproximadamente 2%.⁴⁵ Existen seis administradores de FPO y 16 de FPV; todos son entes vigilados por la Superintendencia Financiera.⁴⁶

La estrategia de inversión de los AFP es generalmente comprar y mantener ("buy and hold"), con un creciente énfasis en la diversificación. En los últimos años, los AFPs han dedicado más y más de sus activos a acciones e instrumentos no-TES, incluyendo inversiones alternativas como fondos de capital privado. Como se mencionó anteriormente, la regulación de estos actores es rígida basada en un principio de protección de las pensiones y de evitar el pasivo contingente que pueden constituir la quiebra o el manejo demasiado riesgoso de los fondos de los pensionistas. Se nota entonces que el sistema está marcado por una desconfianza estructural que provoca la rigidez en la regulación. Sin embargo, siguiendo el ejemplo de Chile en los años ochenta y noventa, Colombia ha relajado los límites en la inversión en acciones que pueden mantener los fondos de pensiones. Se puede encontrar los límites actuales para los AFPs en el Apéndice 2.

Las reformas graduales de inversiones permitidas han permitido la diversificación de los activos de las AFPs. Un análisis de las cifras de la Superintendencia Financiera muestra que la participación de inversiones de renta variable en los portafolios de pensiones obligatorios ha crecido de 6,6 hasta 29,7% entre enero de 2002 y diciembre de 2007 (Gráfica 3). Específicamente, la participación de inversiones de renta variable doméstica ha aumentado de 5.6 a 23.1% en el mismo periodo.⁴⁷ También se observa que han comenzado a invertir en inversiones alternativas como fondos de capital privado locales y extranjeros.

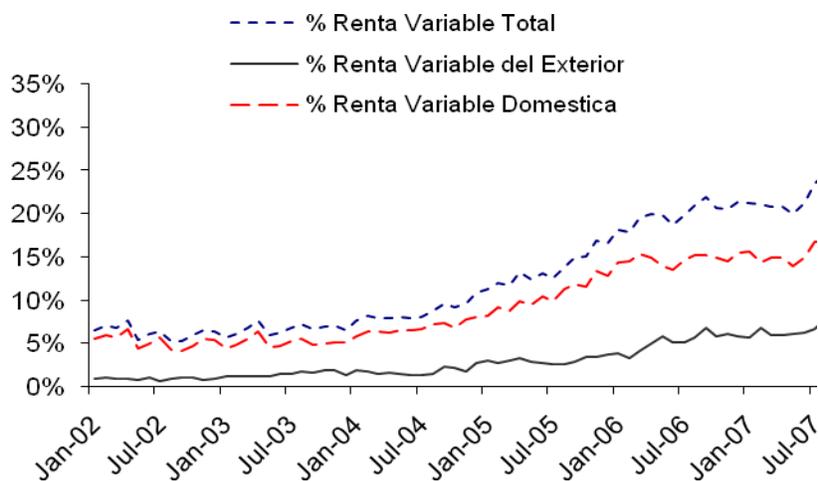
⁴⁵ Montenegro, Santiago, XIX Simposio de Mercado de Capitales, p. 115

⁴⁶ Contando Skandia y Skandia Plan Alternativo como uno FPO

⁴⁷ De la página de la Superfinanciera

(www.superfinanciera.gov.co/Cifras/financiera/pensiones/ahorroindividual/estadisticas/pifpo.htm)

Gráfica 3
Participación de renta variable en los portafolios de Pensiones Obligatorios: 2002-2007



Fuente: Superintendencia Financiera

A pesar de su importancia, las AFPs no mueven volúmenes importantes en transacción de acciones. Solamente participaron en el 13,4% del monto comprado y en el 7,5% del monto vendido en el primer semestre de 2008.⁴⁸ Sin embargo, las AFPs apoyaron el mercado accionario más que cualquier otro tipo de inversionista durante el primer semestre de 2008 (Apéndice 3), siendo los compradores netos más importantes durante ese periodo.

No obstante el perfil de riesgo homogéneo descrito por varios actores en el mercado de capitales, al parecer sí existe algún grado de diversificación entre ellos. De las seis AFPs, cuatro son controladas por extranjeros (Colfondos, Skandia, Santander y Horizonte). La AFP que ha producido la rentabilidad mayor consistentemente es Protección (13,41% para 2004-2007), seguido por Skandia (12,27%).⁴⁹ No es una sorpresa entonces, que Protección tenga el mayor porcentaje del mercado (24,2 % en 2005)⁵⁰ puesto que la rentabilidad mínima fue de 8,56% para el periodo entre el fin de 2004 y el fin de 2007.

A parecer existe un debate entre si se quiere utilizar el sistema de pensiones para desarrollar un mercado de capitales, más allá de asegurar pensiones estables e importantes⁵¹. Dado que el porcentaje de participantes en el sistema de pensiones todavía es bajo relativo a la población económicamente activa, y la propuesta de implementar la propuesta de multifondos, los activos

⁴⁸ BVC, Boletín Mensual junio de 2008

⁴⁹ Superintendencia Financiera

⁵⁰ Rudolph et al. (2006), p. 37

⁵¹ Laserna, Juan Mario, Revista del XIX Simposio de Mercado de Capitales, p. 39

manejados por los AFPs van a seguir creciendo significativamente. Esto conlleva la preocupación es de que la oferta de activos no está acompañando la evolución de la demanda.

ii. Fondos de cesantías

Las Cesantías son un ahorro para enfrentar periodos de desempleo. El horizonte del ahorro tiene un carácter de mediano y largo plazo.⁵² No obstante, según Asofondos, el 84% de los aportes realizados en febrero se retiran durante los siguientes seis meses. El resto de los activos se considera como inversiones de largo plazo.

A finales del 2007, La Superintendencia Financiera registró seis fondos de cesantías, los mismos grupos que administran los fondos de pensiones obligatorios. Los datos más actualizados en la página de la Superintendencia Financiera muestran que los administradores manejan fondos mayores a COP \$4.866 mil millones (Cuadro 10), de los cuales 14,3% están invertidos en renta variable. De la porción invertida en renta variable, menos de la mitad está invertida en acciones domésticas y una porción es a través de fondos comunes ordinarios (carteras colectivas).⁵³ La participación de deuda corporativa tiende a estar cerca de 10% de los activos totales.

La rentabilidad de cesantías es significativamente menor que la de las pensiones y tienen que operar con la condición de rentabilidad mínima mensual. Para el periodo entre el fin de 2005 y el fin de 2007, Skandia muestra la rentabilidad mayor con 4,34%. La rentabilidad mínima para dicho periodo era -0,81%.⁵⁴ Es importante mencionar que la rentabilidad mensual ha experimentado caídas drásticas (por ejemplo en el primer mitad de 2006), pero la rentabilidad sobre periodos de 12 meses nunca ha sido negativa.⁵⁵

Porvenir y Protección parecen tener las inversiones más importantes en acciones colombianas de todos los administradores de cesantías, con posiciones significativas en las acciones de Enka, Ecopetrol, Grupo Aval, y Suramericana Inversiones. Lamentablemente, las estadísticas de la BVC no incluyen cesantías como categoría de compradores ni vendedores de acciones. Entonces, es difícil comentar sobre el rol de las cesantías en términos de otorgar liquidez al mercado accionario.

iii. Carteras colectivas

Había 138 fondos denominados como carteras colectivas en Colombia en Abril de 2008.⁵⁶ Las carteras colectivas pueden pertenecer a sociedades fiduciarias, sociedades administradoras de inversión o a sociedades comisionistas de bolsa. En Colombia hay cuatro categorías de carteras colectivas: carteras colectivas abiertas sin pacto de permanencia, carteras colectivas abiertas con pacto de permanencia, carteras colectivas escalonadas, y carteras colectivas cerradas. La escalonada es una opción que permite que los inversionistas entreguen recursos en cualquier

⁵² Presentación de Asofondos, 25 junio 2008

⁵³ Datos de Superintendencia Financiera de enero de 2008

⁵⁴ Superintendencia Financiera

⁵⁵ Presentación de Asofondos, 25 junio 2008

⁵⁶ Superintendencia Financiera

momento. No así con la redención de derechos, la cual sólo podrá efectuar al vencimiento del término señalado para la vigencia del escalón. En las carteras colectivas cerradas, la redención de participaciones sólo podrá realizarse el vencimiento del plazo de duración propuesto para la cartera colectiva o por la liquidación anticipada del mismo en desarrollo del proceso de liquidación. La regulación de carteras colectivas fue actualizada con la aprobación del Decreto 2175 en 2007. Las inversiones más populares parecen ser CDTS y TES.

Cuadro 11
Clasificación de Carteras Colectivas

	Abierta sin pacto de permanencia	Abierta con pacto de permanencia	Cerrada	Escalonada
Fiduciarias	29	30	3	7
Comisionistas	39	11	4	13
Total a/	68	41	7	20

Fuente: Superintendencia Financiera

a/ excluye dos carteras colectivas que no tienen clasificación clara

Actualmente, los datos sobre los portafolios de las carteras colectivas administradas por las sociedades comisionistas de bolsa no son disponibles en la página de la Superintendencia Financiera. Por eso, el siguiente análisis destaca las carteras colectivas administradas por fiduciarias, las previamente clasificadas como FCO y FCE.

Las acciones constituyen solamente 1,9% del anteriormente llamado FCE y depende de tres actores: Helm Trust (43,2% de su portafolio) y Bancolombia (3,1%) y Bogotá (0,1%). El monto total invertido en acciones de los FCE en marzo de 2008 fue COP \$34.880 mil millones, de la cual una sola acción representa la mitad (acciones de Bancolombia en el portafolio de Helm Trust). La participación en bonos corporativos es mayor, con 8,3% de los las inversiones. Fondos externos que podrían incluir acciones del exterior tienen una participación de 4,9% en los FCE.

Cuadro 12
Composición de los Portafolios de los FCE y FCO

Marzo de 2008

Instrumento	FCO	FCE
Acciones (%)	0,0	1,9
Bonos (%)	7,4	8,3
Fondos (%)	0,0	4,9
Papeles Comerciales (%)	1,6	1,0
Otros (%)	91,0	83,9
Total (COP millones)	4.705.884	1.817.550

Fuente: Superintendencia Financiera

De las fiduciarias que reportaron sus cifras a Asofiduciarias, Fiduciaria Bancolombia es la más grande en términos de activos en carteras colectivas, con COP \$3.352 mil millones.⁵⁷

No obstante su rol limitado en el mercado de capitales colombiano, las carteras colectivas podrían jugar un rol mayor en Colombia. Dado que hay mínimos para invertir en carteras colectivas, los inversionistas generalmente son de ingresos altos. Por eso, estos vehículos podrían tomar más riesgo y tener un impacto mayor en canalizar ahorros a proyectos de alto potencial. Sin embargo, las rentabilidades son relativamente estables y altas entonces no hay los incentivos a cambiar sus estrategias de inversión.

iv. Fondos de inversión de capital extranjero

A los inversionistas extranjeros sofisticados les interesa invertir en acciones colombianas por muchas razones, incluyendo el crecimiento económico sostenido y la baja correlación con el S&P (0.08 entre 1997 y 2006 según un estudio de FMI). Además, los instrumentos de renta fija han ofrecido la potencial hacer un “carry trade” en años recientes.

Para poder invertir en valores colombianos, es necesario que los fondos de inversión de capital extranjero contraten una sociedad administradora. Según la página de la Superintendencia Financiera, las sociedades administradoras de fondos de inversión de capital extranjero son doce (12) de las cuales nueve (9) son sociedades fiduciarias y tres (3) son sociedades comisionistas.

Como mencionó Arbeláez, Guerra y Zuluaga (2002), los fondos de capital extranjero eran importantes durante los años anteriores a 1998. Flujos importantes y positivos llegaron en 2004, 2006 y 2007 (Cuadro 13). En 2007 la inversión de portafolio en renta variable aumentó significativamente a pesar de las barreras mencionadas anteriormente, sugiriendo que la rentabilidad del mercado puede ser atractiva para los inversionistas.

Cuadro 13
Inversión Extranjera de Cartera en Colombia
(USD millones)

Año	Instrumentos de Renta Variable a/	Instrumentos de Renta Fija b/	Total
1994	1115
1995	877
1996	1978
1997	1404
1998	1142
1999	848
2000	1332
2001	-42	3492	3449

⁵⁷ Datos de Mayo de 2008 de la página Asofiduciarias

2002	17	-950	-933
2003	-52	181	130
2004	130	1176	1306
2005	86	-138	-53
2006	-30	932	902
2007	790	929	1719

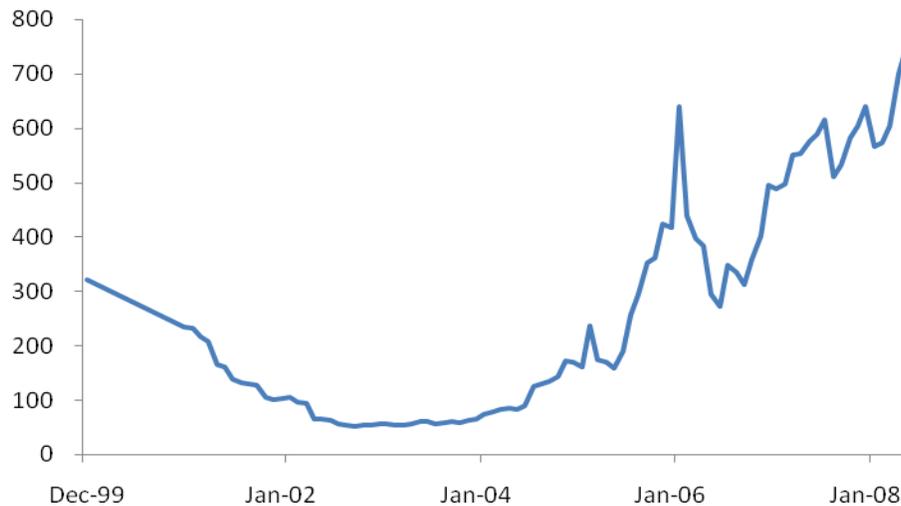
Fuentes: FMI para 2001-2007, Banco de la Republica de Colombia para 1994-2000

a/ "Equity Securities"

b/ "Debt Securities"

Es bastante más complicado determinar la participación de deuda corporativa colombiana cuya propiedad está en el exterior, pero se puede ver que –a pesar de los Fuertes controles de capitales- inversionistas extranjeros están aumentando su apetito por acciones colombianas. La Gráfica 4 lo evidencia, a pesar de que excluye el monto manejado por los programas DRs ("Depository Receipts") que alcanzó COP \$4.302 mil millones en mayo de 2008.

Grafica 4
Stock de acciones en portafolio de Fondos de Inversión de Capital Extranjero
USD millones



Fuente: Superintendencia Financiera

Un análisis de los accionistas principales de las acciones de "alta" bursatilidad muestra que hay al menos 15 fondos extranjeros con inversiones significativas. Hay tres acciones específicas que cuentan con inversiones de capital extranjero de este tipo: BVC, Valorem S.A. Y Mineros. Como se puede ver en el Cuadro 14, hay una presencia significativa en estas tres acciones por la parte de fondos extranjeros. El presidente de un emisor de alta bursatilidad reveló en una

entrevista que sus accionistas incluyen 70 entidades extranjeros incluyendo un fondo soberano, y este grupo de 70 inversionistas representa 12,5% de las acciones totales. Además, la empresa participa en mercadeo internacional de sus acciones a través de conferencias anuales de las bancas de inversiones multinacionales.

Cuadro 14
Inversiones de Fondos Extranjeros en Acciones Colombianas
Primer Trimestre 2008
(como porcentaje de total acciones en circulación)

Fondo extranjero	BVC	Valorem	Mineros
Eton Park	5,28
Third Avenue Global Value Fund	4,32	1,19	2,70
Emerging Market Managment LLC	1,90	0,32	..
The Tell Fund	1,54
Yale University	..	0,36	..
Caribbean Equity Investments	..	10,43	..

Fuentes: SIMEV, www.tradercolombia.com/acciones

Nótese que estas inversiones son generalmente de largo plazo, con cambios pequeños entre semestres. Sin duda, la regulación refuerza una estrategia de largo plazo para estos actores. Por ejemplo, Third Avenue Global ha mantenido alrededor de 1,2% de las acciones de Valorem durante los últimos cinco trimestres. Para poner estas inversiones en contexto, los AFPs más grandes en las acciones de Valorem son Porvenir y Santander con 1,99 y 0,53% respectivamente.

En términos de transacciones, extranjeros juegan un rol limitado por varias razones, incluyendo los controles de capitales y estrategias de largo plazo. En años recientes, la participación de extranjeros en los montos de compras y ventas de acciones ha oscilado entre 1 y 3 % del total.⁵⁸ Sin embargo, fuera de los AFPs, los extranjeros han comprado el monto neto más grande que cualquier otro tipo de inversionista en 2008, apoyando el crecimiento del mercado accionario (Apéndice 3).⁵⁹ Según varias entrevistas, la implementación y fortalecimiento de los controles de capitales pueden tener el efecto de desalentar inversiones de estos actores en el futuro.⁶⁰

v. Aseguradoras

Las aseguradoras cuentan con activos importantes y tienden a buscar inversiones conservadoras y previsibles para que puedan satisfacer sus pasivos u obligaciones contractuales. Entonces la

⁵⁸ Bolsa de Valores, informes mensuales

⁵⁹ La BVC tiene tres categorías de inversionistas extranjeros en su Boletín Mensual: "Pna Extranjera", "Fdos Extranjeras", y "Otros extranjeros"

⁶⁰ Entrevista con el vicepresidente de una banca de inversión colombiana

participación de acciones como porcentaje del portafolio total para una aseguradora no debería ser alta.

La Superintendencia Financiera vigila 24 “compañías de seguros generales” y 19 “compañías de seguros de vida”. Hay traslape entre estos dos grupos. En 2002, los activos manejados por las aseguradoras representaron el 1% de PIB.⁶¹ Este nivel ha sido consistente desde el principio de los años noventa.⁶²

El régimen de inversión para aseguradoras es flexible en términos de renta variable, con un límite de 50%.⁶³ Las compañías de seguros generales tienen un límite en la participación de deuda pública y deuda corporativa, las cuales son del 60% y 30% respectivamente. Las compañías de seguros de vida no tienen esas restricciones.⁶⁴ Se permiten las aseguradoras invertir en activos extranjeros de grado de inversión.⁶⁵ En 2005, 20% de sus activos fueron invertidos en instrumentos de renta variable.⁶⁶ Por su parte, la participación de acciones en los portafolios de aseguradoras en EEUU y el Reino Unido es del 24% y 33% respectivamente.⁶⁷

En términos de su rol en la profundización del mercado de valores, las aseguradoras han jugado un papel importante en comprar y mantener posiciones para el largo plazo, pero contribuyen muy poco a la liquidez (menos de 1 % de compras y menos de 1 % de las ventas en el primer semestre de 2008). Un tema que vale la pena mencionar es que hay dos acciones de “alta” bursatilidad en donde los accionistas principales son compañías de seguros. Seguros de Vida Colpatria es el accionista principal de Mineros, con el 11% de las acciones totales, y Compañía Suramericana de Seguros S.A. es accionista principal de Fabricato, con el 6%. Este tipo de posición les permite tener una voz importante en el gobierno corporativo de la empresa, pero no es claro que ellos utilizan ese acceso.

vi. Fondos mutuos

Los fondos mutuos de inversión son administrados por empresas para sus empleados. Los activos de estos fondos, COP \$559 mil millones, son relativamente pequeños comparado con el resto de inversionistas institucionales en Colombia. Según el Artículo 2.5.0.3 de la Resolución 400 de 1995, estos fondos pueden invertir hasta un 25 % en acciones, incluyendo bonos convertibles en acciones inscritos en una bolsa de valores. Sin embargo, para el año 2006, según la Superintendencia Financiera, un 45.9 % de la inversión total de los fondos mutuos estuvo en renta variable.⁶⁸ Sin embargo, su contribución a la liquidez del mercado accionario es limitada (1,1 % de las compras y 1,3 % de las ventas en el primer semestre de 2008).

⁶¹ IMF Financial Stability Report, Chapter IV, p. 136

⁶² Arbeláez, Guerra y Zuluaga (2002), p. 2

⁶³ Arbeláez, Guerra y Zuluaga (2002), p. 77

⁶⁴ Salazar, Cordoba, Prado, del Valle, Suarez (2007), p. 11

⁶⁵ IMF 2004 Financial Stability Report, Chapter IV, p. 137

⁶⁶ Rudolph et al. (2006), p. 57

⁶⁷ Datos del Bank for International Settlements de 2005

⁶⁸ Superintendencia Financiera

vii. Especuladoras, Hedge Funds y otros vehículos de inversión

Varios estudios, entre ellos Morck, Wolfenzon y Yeung (2005) y Black (2001), sostienen que especuladoras y *hedge funds* pueden mejorar la eficiencia del mercado en términos de descubrimiento de precios y mejorar el gobierno corporativo de empresas inscritas en bolsa. Estos actores también podrían jugar un rol importante en darle liquidez al mercado. En las bolsas de Nueva York, Londres y Tokio, un solo *hedge fund* (Citadel) representa el 3% del volumen diario transado.⁶⁹

Según una entrevista con analistas de una corporación financiera, hay tres especuladoras locales de tamaño significativo en Colombia.⁷⁰ Al menos una de ellas prefiere operar en transacciones repo de acciones. Sería difícil determinar el porcentaje del monto total transado en acciones por estos tres especuladoras, pero la categoría de “personas naturales colombianas” son los inversionistas que han transado los montos mayores en el mercado accionario en 2008 (Apéndice 3).

Hay dos herramientas importantes para estos vehículos que se diferencian de carteras colectivas u otros inversionistas institucionales más tradicionales: el contrato de cuenta de margen y la capacidad de vender corto. Sin embargo, la venta corta en Colombia no parece ser parte de la cultura y por eso sería difícil desarrollar la estrategia más común de *hedge funds* (la estrategia de “Market Neutral”, también conocido como “Equity Long/Short”).

En esta categoría de inversionistas institucionales se debe mencionar las sociedades comisionistas de bolsa puesto que tienen capacidad de invertir por cuenta propia y conocen los riesgos del mercado. Aunque hay quienes critican la idea porque se invierte para la misma banca de inversión que está asesorando clientes en fusiones y adquisiciones; esto puede llegar a generar más liquidez en el mercado accionario y el mercado de deuda privada tal como el resto de la banca de inversión. Hay varias bancas de inversión que ya están invirtiendo en cuenta propia, pero no es claro cuánto están contribuyendo a la liquidez y profundización del mercado accionario y el mercado de deuda privada.

7. El desarrollo de la oferta de papeles en la bolsa colombiana por parte del sector real

El objetivo de esta sección es resumir las razones expuestas por las empresas para no participar activamente en el mercado de valores, ya sea como emisores de bonos o como emisores de acciones.

Como se observa a lo largo del documento, el mercado de valores en Colombia ha sido sujeto de un vertiginoso desarrollo en la última década, en especial a partir del 2005. Para poder entender este fenómeno y tratar de delinear posibles acciones para fomentar nuevas emisiones, es importante

⁶⁹ http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2007/04/16/8404298/index.htm

⁷⁰ Entrevista con el departamento de investigación de una banca de inversión colombiana

entender por qué las empresas recurren al mercado de papeles. Con este fin, en un inicio realizamos una descripción teórico - práctica de las principales características de los instrumentos de financiamiento de nuevas inversiones disponibles para las empresas. Estas se resumen en la siguiente sección. Seguidamente presentamos la metodología de investigación, los resultados de las entrevistas y su respectivo análisis.

a. Alternativas de financiamiento para las empresas en Colombia

Los distintos instrumentos y sus características se resumen en la siguiente tabla.

Cuadro 15

Mecanismo	Características que lo diferencian
Crédito bancario	<ul style="list-style-type: none"> ● Confianza lograda a través de una relación directa ● Oportunidad y relativa brevedad en la entrega de crédito ● No se requiere hacer pública ninguna información ● Facilidad y menos trámites: un solo interlocutor ● Posibilidad de renovación en deuda de corto plazo ● Montos son limitados ● Spread puede ser alto ● Plazos relativamente cortos ● Tasa de interés volátil ● Incremento del riesgo del pasivo ● Se puede requerir garantías reales ● Montos son limitados ● Spread puede ser alto ● Plazos relativamente cortos ● Tasa de interés volátil ● Incremento del riesgo del pasivo ● Se puede requerir garantías reales
Emisión de bonos	<ul style="list-style-type: none"> ● Permite levantar fondos presentando una historia consolidada y creíble ● Montos disponibles son mucho mayores ● Los plazos son más largos ● Los intereses más bajos ● Implica costos de estructuración, promoción y colocación intermediada ● Requiere calificación de los títulos ● Permiten fijar precio y valor de la compañía a través de la transacción en mercado secundario ● Requieren supervisión de la Superintendencia Financiera ● Requieren esquemas de reporte financiero y no financiero regular y de altos estándares, incluyendo hechos relevantes a la gestión empresarial ● Sugieren la aplicación de altos códigos de Gobierno Corporativo

Emisión de acciones	<ul style="list-style-type: none"> • Incremento del capital de la empresa • Diversifican y permiten distribuir el riesgo con nuevos accionistas • Implica costos de estructuración, promoción y colocación intermediada • No compromete rendimientos fijos • Si son acciones preferentes no implican ceder parte del control del proceso de toma de decisiones • Transparentan la acción de la empresa hacia el mercado público • Empresa es vigilada por la Superintendencia Financiera • Requieren esquemas de reporte financiero y no financiero regular y de altos estándares, incluyendo hechos relevantes a la gestión empresarial
Crédito estatal	<ul style="list-style-type: none"> • Restringido para ciertos sectores • Tasa de interés subsidiadas • Trámites largos
Crédito multilateral	<ul style="list-style-type: none"> • Tasa de interés convencional • Actividades restringidas a la política de inversión de • Trámites y periodo de negociación relativamente largo • Alto nivel de detalle y reporte en la operación • Tasa de interés concesional • Plazos más largos
Fondos de capital privado	<ul style="list-style-type: none"> • Capitalización directa • Implica cesión de parte del control de la empresa • El proceso de due diligence implica relación directa con un inversionista • No se necesita revelar información al público/gobierno
Socios estratégicos	<ul style="list-style-type: none"> • Capitalización para joint-ventures • Implica la complementación de actividades entre socios y la definición de una estrategia conjunta • Por lo general, la consecución de estos acuerdos y la armazón del aparato jurídico tardan bastante tiempo
Reinversión de utilidades	<ul style="list-style-type: none"> • La decisión es interna y no depende de terceros • No implica endeudamiento • Montos limitados por el desempeño anterior • No requiere ningún esquema de reporte a agentes externos a la empresa • No se necesita revelar información al público/gobierno • Mantener el control

b. Entendiendo cómo las empresas financian sus planes de inversión: metodología

El último informe de Estabilidad Financiera del Banco de la República sostiene que, en Colombia, la liberalización financiera de los años noventa aumentó el acceso a crédito bancario por parte del sector productivo. Actualmente se puede hablar de un sector bancario relativamente desarrollado; esto se observa en el indicador de crédito al sector privado como porcentaje de PIB que fue de 48%

en el 2006.⁷¹ Esto incluye a los bancos nacionales, extranjeros, y del Estado. El informe de Estabilidad Financiera del Banco de la República caracteriza el sector financiero colombiano con un nivel de concentración moderada y con un modelo de competencia monopolística desde el lado de la oferta. Un estudio de Yartey (2008) muestra que los bancos complementan los mercados de capitales emergentes inicialmente, pero sostiene que altos niveles de desarrollo en el sector bancario podrían resultar en una situación de competencia entre las dos fuentes de financiamiento.⁷²

Un estudio de Arbelaéz y Echevarría (2002) encontró que las empresas colombianas grandes tienden a financiarse con recursos internos. Este resultado fue especialmente claro en los casos de subsidiarias de conglomerados y empresas con acceso a inversión extranjera directa. Asimismo, un estudio de 354 empresas colombianas elaborado por Gutiérrez y Pombo (2005) encontró una razón de deuda a patrimonio de 0,34 entre 1998 y 2002.⁷³ A su vez, el Informe de estabilidad financiera del Banco de la República muestra que el crédito comercial este año ha crecido en 16,3 % frente al 17,3 % del año anterior.⁷⁴

Dados estos indicadores acerca del mercado financiero y de valores, se hizo una revisión de la literatura y documentos existentes y entrevistas con actores del mercado financiero en Colombia para entender las posibles razones por las cuales las empresas del sector real no salen al mercado de valores. Existe un consenso general en que las posibles razones para la escasa oferta de títulos (acciones y bonos) son las siguientes:

- Existen barreras culturales que provocan que los dueños de las empresas se aferren a su propiedad y no permitan participación de terceros
- Desconocimiento del mercado de valores, sus ventajas y su operación
- Falta de transparencia y voluntad de compartir información por parte de potenciales emisores
- Demanda solamente por títulos de altísima calificación
- Los trámites son muy largos, complicados y costosos
- Empresas carecen de una estructura de Gobierno Corporativo
- La regulación protege demasiado al inversionista minoritario

Con esas hipótesis de investigación, se diseñó una guía de entrevista que permitiera conocer la perspectiva real de las empresas en cuanto a estos planteamientos. Para asegurar la veracidad de las respuestas, se garantizó la confidencialidad de las fuentes y de la información provista. Seguidamente se hizo una selección de 200 empresas con ventas mayores a 30.000 millones de pesos, de diversos sectores, estructuras y tamaños. Se lograron entrevistas con los directivos y

⁷¹ Según Banco Mundial World Development Indicators, en 2006 crédito doméstico al sector privado (% PIB) fue 36 y crédito doméstico proporcionado por el sector bancario (% de PIB) fue 48

⁷² Yartey, Charles (2008), "The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different?" IMF Working Paper No. 08/32, p.

⁷³ Gutiérrez, Luis y Carlos Pombo (2005)

⁷⁴ Banco de la República (2008)

propietarios de 100 empresas con niveles de ventas superiores a 30.000 millones, hasta 2.700.000 millones de pesos. A continuación presentamos una caracterización de las empresas entrevistadas y los resultados obtenidos. La entrevista pretendió entender los siguientes temas: (i) Naturaleza de la empresa; (ii) Sistema de gobierno; (iii) Percepción acerca del valor de cotizar en bolsa; (iv) Barreras para la emisión de papeles y de bonos; y, (v) Posibles acciones para mejorar y profundizar el mercado de valores.

c. Caracterización de las empresas entrevistadas

Cuadro 17

Tipo de empresas	Numero
Familiares	89
Fondo de inversión privada	7
Estatal	3
Particular	1
Total	100

Cuadro 18

Cotizan en bolsa	Porcentaje del total (%)
Si	40
No	47
Ya no	13

Cuadro 19

Sectores
Agropecuario
Industria
Comercio
Servicios
Medios de comunicación
Construcción
Transporte
Salud

d. Resultados

Como se observa en los cuadros anteriores, existe una limitación en la validez externa de los resultados debido a un problema de autoselección. La gran mayoría de empresas que accedieron a entrevistarse con nosotros y proveer información son aquellas de gran tamaño y consolidación. Esto hace pensar que las empresas más pequeñas no tienen sistemas para procesar estas solicitudes o

que, en este segmento, existe reticencia en compartir su estrategia y su información. Esto quiere decir que la lectura de estos resultados no es válida para el universo empresarial colombiano, puesto que la muestra de empresas medianas y no consolidadas es muy pequeña, debido al sesgo de auto selección.

Adicionalmente, en la presentación de estos resultados se utilizó el enfoque un entrevistado igual un voto. Es decir no existe ponderación por el tamaño de los negocios, sino éstos reflejan la perspectiva de los tomadores de decisión entrevistados.

i. Estándares de Gobierno Corporativo

Cuadro 20

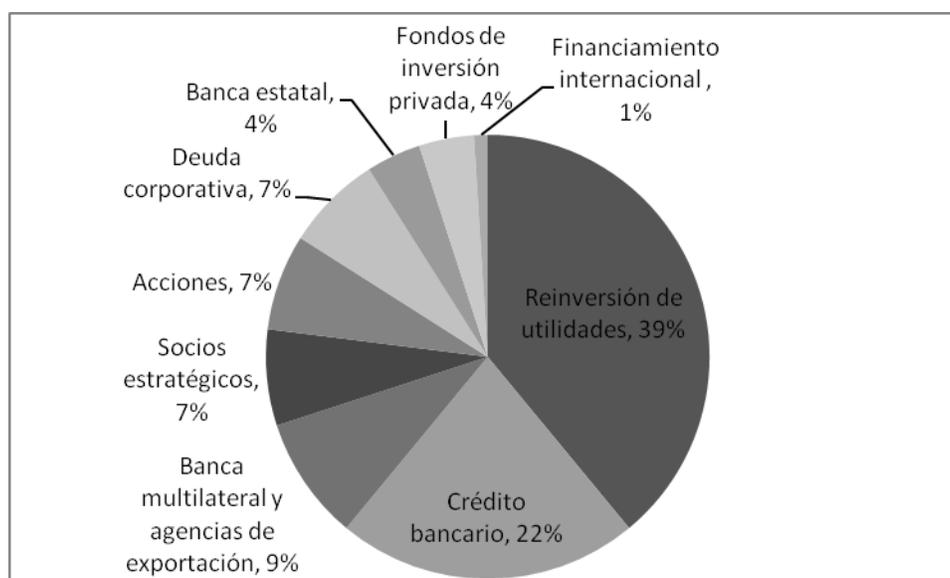
Nivel	Porcentaje del total (%)
Alto	64
Mediano	27
Bajo	9

Dada la característica de la muestra entrevistada, al parecer, la gran mayoría de estas empresas mostraron un alto nivel cumplimiento de estándares de Gobierno Corporativo. Aquí no se hizo ningún tipo de evaluación exhaustiva del cumplimiento, sino más bien es la información reportada por los dueños y la percepción de los entrevistadores. Aquellas que calificaron como bajo es por no tener separación clara entre la propiedad y la administración, ni esquemas sistemáticos de toma de decisión.

ii. Financiamiento de planes de inversión

De acuerdo a la información provista por los empresarios entrevistados la reinversión de las utilidades propias es la principal fuente de financiamiento de las empresas con las cuales se conversó, ya que representa el 37%. Esto coincide con el estudio de Arbeláez y Echevarría (2002). La segunda fuente de financiamiento es el crédito bancario con casi una quinta parte. La emisión de acciones y la emisión de deuda corporativa juntas suman apenas el 15,7 % de las respuestas. Estas se dan en empresas que están considerando planes de expansión muy agresivos. De acuerdo a las empresas que sostuvieron considerar ésta como una fuente, la emisión tiene que ser lo suficientemente grande como para justificar los altos costos de la estructuración, colocación y sobre todo el mantenimiento de los títulos y el esquema de reporte. Coinciden en que una vez se haya incurrido en estos costos fijos será más fácil para cualquier empresa mantenerse y usar activamente el mercado de valores como una fuente de financiamiento de nueva inversión.

Gráfica 5
Fuente de financiamiento para planes de inversión



iii. Valor agregado de la deuda privada y de la emisión de acciones

Con el fin de identificar la percepción del valor que puede tener para los empresarios la participación en el mercado de valores, se preguntó respecto de las ventajas que la emisión de bonos o de acciones puede tener que para ellos. En el caso de la emisión de deuda privada, que es vista como el primer entrada al mercado de valores, las respuestas se muestran en la siguiente tabla. Se observa que el principal móvil para emitir bonos es poder acceder a una tasa de interés más baja y menos volátil, y seguidamente los plazos. Muchos empresarios ven la posibilidad de emitir un bono "bullet" con un cupón anual o semestral como una gran ventaja frente a las otras fuentes. Esto quiere decir que en una situación donde la tasa de los títulos de referencia (los TES) es alta, esta posible ventaja de la bolsa no se materializa. Esto muestra la vulnerabilidad del mercado bursátil a las variaciones macroeconómicas.

Cuadro 21

Valor agregado de la deuda privada	Porcentaje del total (%)
Tasa de interés menor y menos volátil	24
Monto mayor que el ofrecido por los bancos	22
Plazos más largos	19
No hay valor agregado	16
Transparencia / gobierno corporativo	8
Democratizar el capital	5
Status / nombre de la empresa / señal	3
Posibilidad de atraer a inversionistas internacionales	3

Por otro lado, la siguiente tabla muestra los valores agregados de emitir acciones que los entrevistados identifican. El 33% de las empresas creen que, en general, no hay valor agregado puesto que la emisión de acciones complica la gobernabilidad de la gestión y del proceso de toma de decisiones dentro de la empresa. Sin embargo el restante 67% sostiene que la principal razón para financiarse con acciones y no con otro instrumento, es la posibilidad de acceder a recursos a menor costo y con menor volatilidad.

Al parecer el sector financiero colombiano tiene una capacidad limitada de colocación y que puede llegar a ser baja cuando las empresas deciden emprender proyectos de gran envergadura. De lo que pudimos conocer los bancos no han podido prestar un monto superior a 200 millones de dólares⁷⁵ a las empresas entrevistadas. Esto quiere decir que las empresas grandes y sólidas, o pertenecientes a holdings consolidados, solamente considerarán la capitalización a través de la bolsa cuando sus planes de inversión son relativamente importantes.

De lo expuesto se deriva que dado que este tipo de empresas tienen cadenas logísticas ya integradas con el exterior, la firma del Tratado de Libre Comercio por ejemplo, puede desatar la necesidad de grandes inversiones que pueden ser apalancadas en el mercado de valores. Así mismo, empresas más pequeñas podrían tener la necesidad de financiarse en la bolsa, a través de ahorro interno nacional, pero en su caso el temor a la calificación menor a AA+ puede ser un factor limitante para su salida al mercado.

Cuadro 22

Valor agregado de emitir acciones	Porcentaje del total (%)
No hay valor agregado	33
Capitalización mayor que la de fuentes alternativos	17
Transparencia / gobierno corporativo	11
Posibilidad de atraer a inversionistas internacionales	8
Exenciones tributarias	8
Valoración de la empresa	6
Status / nombre de la empresa / señal	6
Compartir el riesgo	3
Democratizar el capital	3
Estrategia de salida	3

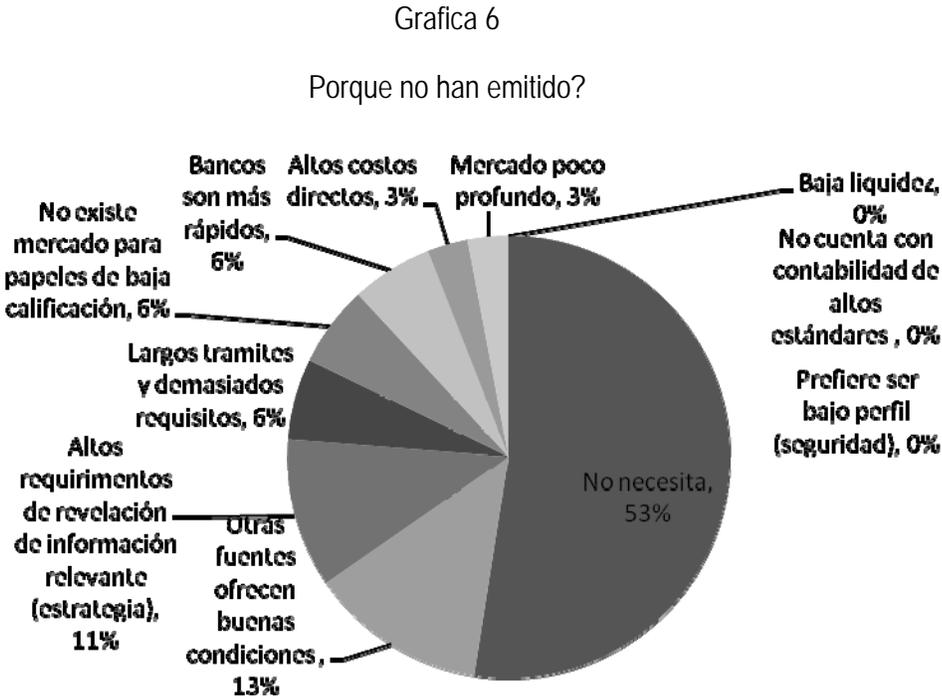
El estudio pretendía también entender sí el participar en el mercado de valores tiene móviles distintos a los financieros. En ambos cuadros claramente se ve que el principal incentivo para que los empresarios emitan tiene que ser financiero. Sin embargo, de los que ven un valor agregado en emitir acciones, el 16% considera que hacerlo incrementa la calidad del gobierno al interior del grupo empresarial, así como la transparencia en la toma de decisiones.

⁷⁵ Fuente: entrevistas realizadas

Varios empresarios mencionaron que la emisión de acciones es un buen mecanismo para lograr transiciones adecuadas entre generaciones al interior de empresas familiares. En términos de dar valor y precio a la empresa a través de la participación en la bolsa, solamente un 6% del total del universo de respuestas cree que el mercado accionario puede ser una herramienta para eso. Esto muestra una debilidad del mercado como un instrumento de "price discovery" y de valoración. Por otro lado, un adicional 6% cree que estar en el mercado da una señal de solvencia, mejora y posiciona el nombre de la empresa.

iv. Razones para no emitir deuda corporativa

Cuando se les hizo esta pregunta a los empresarios consultados, el 53% de las respuestas fue que no emiten porque no necesitan los recursos (ver Gráfico 6). Sin embargo, de entre aquellos que tienen estrategias de crecimiento más agresivas, las razones que de alguna manera obstaculizan una emisión de bonos son las que se muestran en la siguiente gráfica.



La siguiente tabla muestra que de entre las empresas que sí podrían necesitar recursos, la principal razón que sostienen para no emitir bonos es que las fuente alternativas de financiamiento ofrecen condiciones lo suficientemente buenas como para que incurrir en los costos -monetarios y no monetarios- de una emisión de papeles no se justifique.

La segunda razón más importante radica en los altos requerimientos de revelación de información que casi representan una cuarta parte de las respuestas. Las empresas sostienen que solamente

grandes ventajas financieras pueden justificar la entrega de información valiosa en términos de estrategia empresarial y el costo de mantener un sistema de reporte hacia el mercado. A esto contribuye que la regulación acerca de hechos relevantes es percibida como bastante abierta, puesto que no especifica en detalle lo que se debe o no reportar, dejando mucho espacio para la subjetividad y la discrecionalidad por parte del regulador.

Cabe mencionar que contrariamente a lo que se supone, la falta de demanda por papeles con calificación menor y la complejidad de los trámites que requiere una emisión, son barreras menores para los potenciales emisores de papeles.

v. Razones para no emitir acciones

Los empresarios entrevistados reportaron varias barreras no financieras por las cuales ellos no han decidido capitalizar sus empresas a través de la bolsa. Un 9% sostiene que sus empresas no necesitan capitalización externa. Sin embargo, se observa que el temor a ceder el control del manejo empresarial es la barrera más importante. Esta está marcada por la historia de la bolsa colombiana y por la desconfianza que está presente el mercado. Uno de los temas que preocupa es la posibilidad de que muchos minoritarios cedan sus acciones a otro accionista y se constituya una mayoría. Tal vez en ese sentido se debe difundir de mejor manera la posibilidad de emitir acciones preferenciales como una alternativa hasta que se genere un nivel de confianza mayor.

Cuadro 23

Razones para no emitir acciones	Porcentaje del total (%)
No hay voluntad de ceder control	46
No necesita capitalización	9
La empresa no es suficientemente madura	9
Mercado poco profundo / baja liquidez	9
Otras oportunidades más oportunas	9
Es muy costoso lidiar minoritarios / OPAs	9
Alta revelación de información estratégica	6
No cuenta con contabilidad de altos estándares	3
Largos trámites y demasiados requisitos	0
Altos costos directos de emitir	0

Adicional a esa preocupación, los siguientes riesgos de una emisión de acciones percibidos por los empresarios son: la falta de oportunidad relativa del financiamiento bursátil, el costo no financiero de tener que manejar accionistas minoritarios y la baja profundidad del mercado que hace que no existan expectativas de valoración de la empresa a través de la bolsa, ni incentivos para un mejor mantenimiento de las acciones de las empresas. Este aspecto es una muestra de una falla de coordinación o un dilema de prisionero como se conoce en teoría de juegos. La gran mayoría de empresas se quejan del escaso número de emisores que existe en el mercado colombiano, sin embargo no quieren ser los primeros asumir los costos de entrada. Esto implica que existe espacio para alguna acción por parte de varios actores públicos, privados y multilaterales para dar al

mercado liquidez, profundidad y desconcentración. De ser así se pueden generar externalidades positivas que comenzarían a darle cuerda al mercado de valores en Colombia.

8. Existe algo que hacer para dinamizar la emisión de papeles? Conclusiones y recomendaciones

Este análisis demuestra que la dinamización del mercado de papeles en Colombia debe pasar por mirar hacia la oferta de títulos. Si bien, todos los países de la región han visto reducciones en el número de empresas listadas en la bolsa, esta tendencia es mucho más marcada en Colombia. Los problemas de lado de la demanda parecen ser bastante menos urgentes y la gran cuestión es cómo incentivar mejor las emisores potenciales.

Algunos actores mantienen la preocupación de que la política de control de capitales en Colombia esté obstaculizando la demanda de papeles. Sin embargo, a pesar de estas fuertes restricciones la inversión extranjera en portafolio es importante y creciente, por lo que una vez más la atención debe estar centrada en la carencia de ofertas públicas.

Otro problema que se menciona en varios foros es el portafolio sintético de rentabilidad mínima que formula la Superintendencia Financiera y la frecuencia de su cálculo. Este es un tema muy relevante porque da muestras de la confianza con la que se pretende consolidar el mercado de capitales. Existen ya propuestas de reforma y es bastante probable que esta regulación cambie.

No obstante, existen algunas recomendaciones puntuales por el lado de la demanda:

- Por un lado, hay demanda por emisiones de alta calidad está creciendo (deuda y acciones); pero por otro, la falta de demanda por deuda privada de calificación menor a AA+ es una restricción para el desarrollo del mercado.⁷⁶ Al parecer, existe un problema en el sistema de calificación de riesgo en Colombia que difiere del internacional, por lo que la confianza se ve lastimada y los únicos papeles que se demandan son los de altísima calificación. En este punto, se sugiere homogeneizar las calificaciones de riesgo nacionales con las globales. Esto implicaría darle más transparencia al mercado y contar con un sistema de mayor credibilidad, y que ahorre costos de transacción, de encaje de capital y garantías cruzadas. Al momento un título calificado en Colombia con AAA no tiene las mismas condiciones financieras que un título extranjero de la misma calificación. Muchos emisores arman complejos esquemas de garantías cruzadas que incrementan costos y que no logran un tratamiento mejor de los papeles en términos de tasa por parte del mercado.

⁷⁶ La emisión de Emergencia Médica Integral de Antioquia (EMI) en 2006 con AA- es una excepción importante

- La metodología de cálculo y su frecuencia para determinar la rentabilidad mínima exigida para los administradores de fondos de pensiones obligatorios impide que hayan estrategias de inversión distintas y restringe la liquidez en el mercado accionario y el mercado de deuda privada. Existen varias propuestas que están siendo discutidas. La revisión del mecanismo actual es urgente y debe ser promovida.
- Puesto que la demanda es creciente y se van a implementar esquemas de multifondos, hay que tener cuidado con la formación de una burbuja producto de la concentración de emisores. De no dinamizarse el lado de la oferta, la alternativa sería permitir que el ahorro nacional financie actividades privadas en el extranjero. Sin embargo, esto no es ideal desde un punto de vista macroeconómico y de desarrollo, puesto que el mercado de capitales debe ser un vehículo para financiar inversión nacional con ahorro nacional.
- El mercado carece de actores especulativos que dinamicen la demanda. Aquí hay una razón cultural que confunde la especulación con la manipulación del mercado. Sin embargo, sí se pretende fomentar la formación de precios, los agentes especuladores deben ser bienvenidos y promovidos; garantizando, eso sí, el menor riesgo de manipulación.
- Si bien la demanda de papeles en Colombia no cuenta con actores comprometidos y activistas, hay un espacio para actores del mercado de valores puedan ejercer su poder de mercado para incidir en la mejora de la gestión de las empresas su gobierno corporativo. En el mediano y largo plazo el mercado colombiano debe abrir las puertas a estos actores que vinculan el valor de las emisiones en el mercado secundario y la calidad gestión de las empresas. Inversión de cuenta propia de bancas de inversión podría ser una fuente importante en la forma de “principal trading desks”.

Por el lado de la oferta se observa lo siguiente:

Todas las empresas manifiestan estar conscientes de la importancia del mercado de valores, y todas quisieran que Colombia cuente con un mercado de valores más desarrollado: más emisores, más liquidez, más eficiencia y profundidad. Sin embargo, nadie quiere ser el primero en empezar. Existe una falla de coordinación que justificaría una acción de descubrimiento por parte del Estado o algún otro actor promotor. Eso sí, en el marco de una política para fortalecer el mercado de capitales que parece inexistente. Esto implica la necesidad de desarrollar una política de estado (público-privada), en la cual se pueden incluir acciones que, por ejemplo, generen más volumen y participación en el mercado mediante la democratización de activos actuales y futuros: energía, carreteras, telecomunicaciones.

- Existen dos tipos de empresas que podrían participar en el mercado de capitales: (i) las empresas grandes, consolidadas, vinculadas a grupos empresariales nacionales o

internacionales: alta calificación; y, (ii) las empresas más pequeñas (también consolidadas) que están en etapa de crecimiento: podrían tener también buena calificación. Para que el primer tipo de empresas emitan, deben tener planes de inversión bastante ambiciosos. Una coyuntura como la firma del TLC con Estados Unidos (eventualmente con otros países) puede desatar estas decisiones de inversión. El segundo tipo de empresas enfrenta las siguientes barreras:

- la estrategia de inversión no es clara o agresiva (poca ambición de crecimiento)
 - la estructura de gobierno corporativo es incipiente o no madura
 - los bancos ofrecen alternativas de financiamiento que parecen “mejores” (accesibilidad, trámites, oportunidad)
- Se puede crear un fondo público-privado (tal vez multilateral) que sea un market maker y compre acciones o papeles de empresas en etapa de crecimiento. La misión de este fondo sería adquirir posiciones relativamente más riesgosas e ilíquidas, por ejemplo deuda corporativa de menor calificación, o acciones de mediana o baja bursatilidad cuando no hay nadie con voluntad de tomar el otro lado de la transacción. En el corto plazo, este instrumento permitiría cubrir la falta de actores que puedan dar liquidez al mercado y asumir los costos de la entrada inicial en el mercado.
 - La segunda etapa de Colombia Capital debería enfocar sus esfuerzos en un grupo muy focalizado de empresas con alto potencial de crecimiento, generar una unidad de identificación de inversiones y difundir información acerca de las titularizaciones como una opción para emitir papeles aislándoles del resto de activos de la empresa. De igual forma pueden fomentar un rol más pro-activo para la banca de inversión
 - En el mediano plazo, los fondos de capital privado pueden jugar un rol clave en profundizar el mercado de acciones, en especial porque una vez generado el valor en las empresas, podrían utilizar la bolsa como estrategia de salida. Sin embargo, para que esto ocurra el mercado de acciones deberá ser lo suficientemente atractivo en términos de liquidez y reconocimiento del valor, en comparación con la venta, por ejemplo, a un inversionista estratégico.
 - Los potenciales emisores ven al regulador, como un actor imprescindible para ejercer un control, difundir la información, garantizar acceso, transparencia. Esto es clave para restaurar la confianza en el mercado y no es visto como una barrera.

Bibliografía

Aguilar, Camila, Mauricio Cárdenas, Marcela Meléndez and Natalia Salazar, 2008, "Development of Colombian Bond Markets," in *Bond Markets in Latin America: On the Verge of a Big Bang?* MIT Press. Edited by Eduardo Borensztein, Kevin Cowan, Barry Eichengreen, and Ugo Panizza.

Arbeláez, María A., Sandra Zuluaga y María L. Guerra, 2002a. *El Mercado de Capitales Colombiano en los Noventa y las Firmas Comisionistas de Bolsa*. Fedesarrollo-Alfaomega Colombiana: Bogotá.

Arbeláez, María Angélica y Juan José Echavarría, 2002b, "Credit, Financial Liberalization and Manufacturing Investment in Colombia," Fedesarrollo y Banco Interamericano de Desarrollo Red de Centros de Investigación Research Network Working paper #R-450

Baker Tilly, Faegre & Benson, 2007, *Taking AIM*, Annual Survey.

Banco de la República, 2008, Informe de Estabilidad Financiera, marzo de 2008

Bank for International Settlements (2007), *Institutional investors, global savings and asset allocation*, CGFS Papers No. 27. Febrero de 2007.

Beck, Thorsten, Asli Demirguc-Kunt and Ross Levine, 2000, "A New Database on Financial Development and Structure," *World Bank Economic Review* 14, 597-605

Beim, David O. and Charles W. Calomiris; *Emerging Financial Markets*, McGraw-Hill/Irwin

Black, Bernard S. (2001), *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, *UCLA Law Review*

Bloomberg, July 1, "IPOs Fall to Five-Year Low as Global Economy Slows (Update2)"

Hans-Peter Burghof and Adrian Hunger, 2003, "Access to Stock Markets for Small and medium Sized Growth Firms: The Temporary Success and Ultimate Failure of Germany's Neuer Markt," October 2003, SSRN Id No. 497404

BVC, Informe Mercados Mensuales, BVC junio de 2008

BVC, Informe Mensual de Acciones de la BVC, junio de 2008

BVC, Comunicado de Prensa, Mercados de la BVC en 2007

CalPERS, Corporate Governance Focus List de 2007

Calomiris, Charles y Daniel Raff (1995), *The evolution of market structure, information, and spreads in American Investment Banking*. In *Anglo-American Finance: Financial Markets and Institutions in*

20th Century North America and the UK. Ed. by R. Sylla and M. Bordo. Burr Ridge, IL: Business One Irwin.

CNN, http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2007/04/16/8404298/index.htm

A. de la Torre y S.L. Schmukler (2007), *Emerging Capital Markets and Globalization: The Latin American Experience*. Stanford University Press, Stanford.

Doidge, Craig, George A. Karolyi y Rene M. Stultz ,2007, "Has New York Become Less Competitive in Global Markets? Evaluating Foreign Listing Choices over Time," European Corporate Governance Institute ECGI - Finance Working Paper No. 173/2007

Fondo Monetario Internacional, 2004, *Global Financial Stability Report*, April (Washington).

Fortich, Roberto, 2005, *La Ley del Mercado de Valores: Análisis de sus posibles consecuencias sobre las Corporaciones en Colombia*, Universidad del Rosario Borradores de Investigación de la Facultad de Economía, No. 86.

Fradique-Mendez, Carlos, 2008, "Guía del Mercado de Valores," Banco Interamericana de Desarrollo y Colombia Capital.

Gutierrez, Luis y Carlos Pombo, 2005, "Corporate Valuation and Governance: Evidence from Colombia", Universidad El Rosario, Borrador de Investigación No. 71.

Mendoza, Jose Miguel, 2007, Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1004548>

Morck, Randall, Daniel Wolfenzon y Bernard Yeung, 2005, "Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth," Journal of Economic Literature.

Revista del XIX Simposio de Mercado de Capitales, 2007.

Roldós, Jorge E., 2004, "Pension Reform, Investment Restrictions, and Capital Markets," IMF Policy Discussion Paper PDP/04/04.

Rudolph, Heinz, Hela Cheikhrouhou, Roberto Rocha y Craig Thorburn (2006), *Financial Sector Dimensions of the Colombian Pension System*. The World Bank Group Finance, Private Sector and Infrastructure, Latin America and the Caribbean.

Salazar, Cordoba, Prado, del Valle, Suarez, 2007,

U.S. Securities & Exchange Commission, Susan Ferris Wyderko, Before the Subcommittee on Securities and Investment of the U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, May 2006

Uribe, Jorge Mario, 2007, "Indicadores básicos de desarrollo del mercado accionario colombiano," Informe de Estabilidad Financiera, p. 120-128. Banco de la Republica.

Zervos, Sara, 2004, "The Transactions Costs of Primary Market Issuance: The Case of Brazil, Chile, and Mexico," World Bank Policy Research Working Paper No. 3424.

Yartey, Charles (2008), "The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different?" IMF Working Paper No. 08/32

Apéndice 1

Requisitos de inscripción en la BVC

Para inscribirse en la BVC, hay que cumplir con siete requisitos básicos. Según el Artículo 1.3.3.1 del Reglamento General de la BVC, los requisitos para la inscripción de acciones incluyen los siguientes:

Acciones:

1. Que por lo menos el diez % (10%) del total de las acciones en circulación del emisor, está en cabeza de personas distintas a aquellas que conforman un mismo beneficiario real.
2. Que el emisor tiene como mínimo cien (100) accionistas.
3. Que el emisor cuenta con un patrimonio de al menos siete mil millones de pesos (\$7.000.000.000).
4. Que el emisor o su controlante hayan ejercido su objeto social principal durante los tres años anteriores a la fecha de solicitud de inscripción. Este requisito no será exigido a emisores que surjan con ocasión de fusiones o escisiones.
5. Que el emisor haya generado utilidades operacionales en alguna de las tres vigencias anuales anteriores al año en que se solicita la inscripción.
6. Que el emisor cuenta con una página web en la cual se encuentra a disposición del público la información que establezca la Bolsa.
7. Que se compromete a presentar un informe anual de gobierno corporativo que contenga la información que requiera la Bolsa, y adicionalmente para los emisores nacionales el estado de cumplimiento de la regulación sobre gobierno corporativo existente en el país y de lo dispuesto en el Código de Mejores Prácticas Corporativas de Colombia.

Bonos ordinarios:

Copia del contrato suscrito con la Fiduciaria que actuará como representante legal de los tenedores de bonos.

Bonos deuda pública interna emitidos por entes territoriales:

- 2.1. Concepto del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
- 2.2. Plan de desempeño fiscal –situado fiscal-.
- 2.3 Copia autorizada de las autorizaciones para la emisión e inscripción en Bolsa de las autoridades y estamentos correspondientes.

Bonos pensionales:

- 3.1. Documento que contenga las características generales de los títulos.
- 3.2. Estudio actuarial.

3.3. Copia del documento contentivo de la correspondiente garantía.

Titularizaciones:

4.1. Copia de las pólizas de seguros que amparan el activo titularizado.

4.2. Flujo de caja del bien titularizado.

4.3. Información del agente de manejo:

a) Estados financieros correspondientes a los dos últimos períodos anuales y del último del mes a que corresponda.

b) Certificado de existencia y representación legal expedido por la Superintendencia Bancaria.

c) Contrato suscrito con los originadores.

4.4. Información de los originadores:

a) Estados financieros correspondientes a los dos últimos períodos anuales, cuando se trate de personas que no son vigiladas por las Superintendencias Bancaria y de Valores.

b) Certificado de existencia y representación legal expedido por la Cámara de Comercio, cuando se trate de personas jurídicas, o fotocopia del documento de identidad, tratándose de personas naturales.

4.5. Formulario de vinculación de clientes y proveedores, accionistas y emisores de la Bolsa conforme al formato establecido por la Bolsa debidamente suscrito por el representante legal de la entidad administradora de la emisión. Anexos 19 y 20.

Apéndice 2

Límites claves para fondos de pensiones y cesantías

Instrumentos elegibles	Límites globales	Sub-límites
Deuda pública <ul style="list-style-type: none"> • Doméstico y externo, emitido por el Estado • Otros instrumentos de deuda emitido por entidades del Estado 	50%	20%
Instrumentos emitidos por FOGAFIN y FOGACOOOP	10%	
Instrumentos emitidos por el Banco de la República	100%	
Bonos hipotecarios y titularizaciones de hipotecas	40%	
Titularizaciones con subyacentes no-hipotecas <ul style="list-style-type: none"> • Instrumentos de renta fija emitidos por o garantizados por entidades vigiladas por la Superfinanciera Bancaria • Descuentos en contratos del Estado o portafolios garantizados por un calificador o aseguradora 	30%	
Instrumentos de renta fija emitidos por entidades no vigiladas por la Superintendencia Bancaria	30%	
Renta Variable <ul style="list-style-type: none"> • Acciones con alta y media liquidez bursátil • Acciones con baja liquidez bursátil • Participación en fondos comunes ordinarios y fondos de valores, administrados por fiduciarias o comisionistas de bolsa 	40%	40% 5% 5%
Demand deposits and credit institutions		
Instrumentos emitidos en el exterior <ul style="list-style-type: none"> • Instrumentos de renta fija emitidos por entidades del exterior • Acciones del exterior 	40%	5%

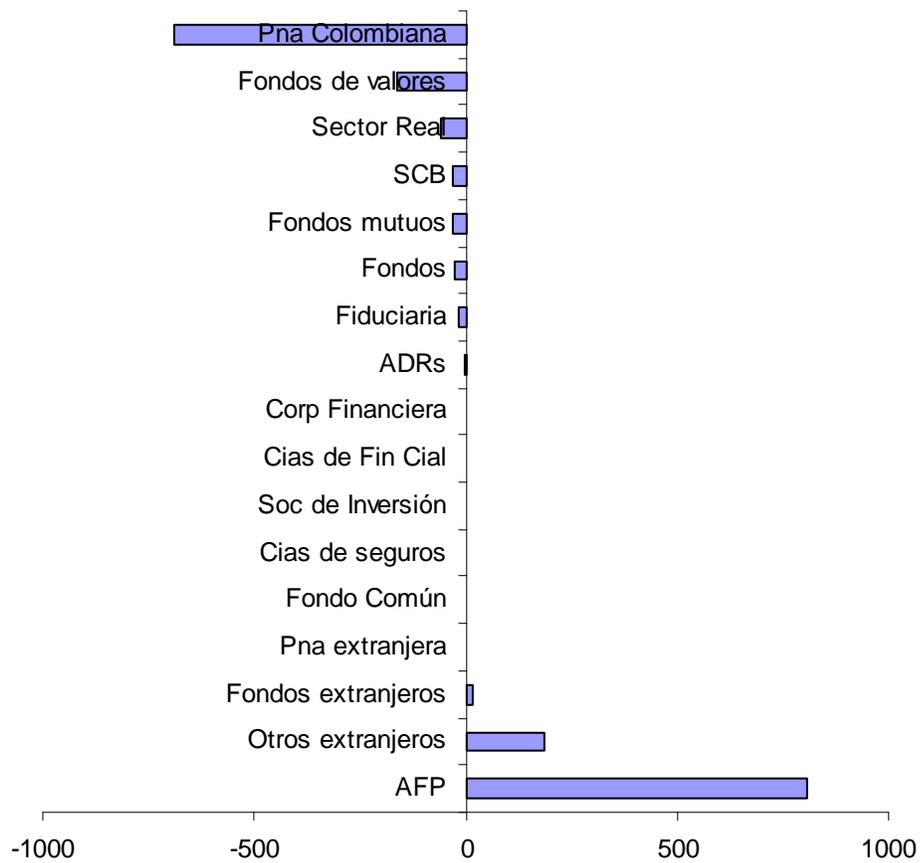
<ul style="list-style-type: none"> • Participación en "mutual funds" o fondos de inversiones internacionales • Participación en "index funds" • ADRs y GDRs • ETFs • Participación en fondos de capital privado del exterior • Depósitos en bancos del exterior 		5%
Posición en moneda extranjero	30%	

Fuente: Rudolph et al. (2006) y ANIF (2008)

Apéndice 3

Compraventas netas de acciones por tipo de inversionista, 1H08

(millones de COP)



Apéndice 4

El Mercado Balcón

Una propuesta para superar los requisitos de divulgar información y los trámites de emitir acciones es un mercado “balcón” o segundo mercado. Esencialmente, un mercado poco regulado con requisitos mínimos de inscripción podría ser mucho más atractivo que un mercado como NYSE con todos los requisitos de *Sarbanes Oxley*, volúmenes y flotantes mínimos, y la necesidad de contratar asesores caros. Varios ejemplos de esta estrategia han surgido en el mundo. Incluyendo el Alternative Investment Market (AIM) de la bolsa de Londres, TSX Venture Exchange de la bolsa de Toronto, el Novo Mercado en Brasil, y Arca en la bolsa de Nueva York.

El ejemplo más reconocido es el AIM, lo cual comenzó en 1995 y se convirtió en una opción atractiva para empresas extranjeras con ganas de atraer capital en un mercado bien establecido sin revelar mucha información. Según Doidge, Karolyi y Stultz (2007), inscribirse en el *AIM* no incluye requisito de transabilidad en el pasado, patrimonio mínimo, capitalización bursátil mínima, aprobación de accionistas para transacciones, o flotante mínimo. Además, los documentos de inscripción no son analizados por la bolsa o el departamento de inscripciones (UKLA) del *Financial Services Authority*. De hecho, todo lo que se necesita para inscribirse en el AIM es el apoyo de un actor llamado *nominated advisor* (“Nomad”) y satisfacer los requisitos de información relevante. La empresa listada tiene la responsabilidad de divulgar cualquier información que permite que los inversionistas tengan una comprensión completa de la situación financiera de la empresa.⁷⁷ Adicionalmente, hay que utilizar contabilidad GAAP (US o UK) o IFRS.

Las perspectivas sobre el gobierno corporativo de las empresas inscritas en mercados balcones como AIM o TSX Venture son variadas.⁷⁸ Muchos críticos destacan el fracaso reciente del Neuer Markt en Alemania (1997 – 2003).⁷⁹ Lo que sí es conocido es que estos mercados han atraído muchas empresas de capitalización baja en años recientes. Un ejemplo relevante es la empresa Solana Resources, una petrolera basada en Canadá, con ventas trimestrales de US \$17 millones. Actualmente, Solana es listada en AIM y TSX Venture Exchange (TSX-V: SOR y LSE-AIM: SORL) y tiene una capitalización bursátil mayor que US \$500 millones.⁸⁰

Apéndice 5

Fondos de Capital Privado en Colombia

Hay 12 fondos de capital privados (FCP) registrados con la Superintendencia Financiera, pero es una industria nueva y su contribución al mercado accionario todavía no está clara según Rudolph et

⁷⁷ Doidge, Karolyi y Stultz (2007), p. 10

⁷⁸ Véase Mendoza (2007) p. 53 para una descripción de gobierno corporativo para firmas del AIM

⁷⁹ Véase Burghof y Hunger (2003)

⁸⁰ Datos de la página de TSX Venture Exchange a través de www.solanaresources.com/investors/

al. (2006). Una de las actividades principales de Colombia Capital es conectar este grupo con sus empresas emisores potenciales para conocer esta opción de financiamiento también.

El programa Colombia Capital cuenta doce FCP específicas para apoyar su misión. Entre los doce, hay una corporación financiera con una banca de inversión (Corficolombiana). Solamente dos de los FCP vigilados por la Superintendencia Financiera están vinculados con el programa Colombia Capital (Tribeca Capital Partners y Seaf).⁸¹

Un fondo importante en Colombia es Tribeca Capital Partners (TCP), con siete inversiones en seis países. El portafolio de TCP tiene solamente un candidato obvio en este momento y todavía está muy temprano para definir una estrategia de salida.

El fondo conocido como SEAF actualmente tiene dos inversiones en Colombia. Estas dos empresas son Bodytech y Refinancia S.A. Ambas de las empresas están incluidas en la lista de emisores potenciales de Colombia Capital.

Otra entidad importante en este campo que no es vinculada con el programa de Colombia Capital ni vigilada por la Superintendencia Financiera es Valorem, S.A. Este grupo, que se describen como fondo de inversión, ya está inscrito en bolsa como Valorem y una de sus inversiones, Caracol, también está inscrita en bolsa. Entre sus inversiones en Colombia que no están inscritas en bolsa, hay algunos candidatos posibles como Refocosta (reforestación), Biofilm (industrial), Almagrán (servicios), y Dasigno (tecnología). Biofilm emitió bonos ordinarios a través de la BVC en 2000.⁸²

Finalmente, vale la pena mencionar que el International Finance Corporation (IFC) tiene un portafolio de US \$757 millones invertido en diez y seis empresas colombianas.⁸³ El sector de finanzas y seguros ("Finance & Insurance") representa 54 por ciento de su portafolio, y la mayoría de la inversión de este sector es dedicado a Banco Davivienda S.A. Esta empresa no tiene acciones en bolsa actualmente. De hecho, hay solamente cuatro empresas en el portafolio del IFC con acciones en bolsa.⁸⁴ Una de las inversiones, Fundación Mundial de la Mujer, también está en la lista Colombia Capital. Basado en una entrevista con un representante del IFC, salir en bolsa es una estrategia ideal para IFC.

Aunque los fondos de capital privado podrían ser fuentes de emisiones en el futuro, como dice Rudolph et al. (2006), todavía está temprano para tener expectativas concretas de su contribución al mercado accionario.

⁸¹ Basado en datos de la Superintendencia Financiera actualizados el 25 de Abril de 2008

⁸² Sitio de BVC, sección de emisores

⁸³ Informe Anual del año fiscal 2007

⁸⁴ Interbolsa S.A., Promigas S.A., Protección S.A., y Suramericana de Inversiones S.A.