

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1909-0137

Con la colaboración
de Alejandro González y Alejandro Vera



ABRIL 25 DE 2011

EDICIÓN 51

EL MERCADO BURSÁTIL COLOMBIANO: PROFUNDIDAD Y NUEVOS EMISORES

Un instrumento clave para lograr incrementar la competitividad internacional proviene de la profundización del mercado de capitales, pues ello se manifiesta en una reducción del costo de capital para las firmas que operan en sistemas profundos. En el caso de Colombia algo hemos progresado en materia de profundización, pero todavía la capitalización bursátil es baja. Veamos esto con algo de detalle.

Mientras que en Colombia la relación capitalización bursátil/PIB cerró en niveles del 70% en 2010 (cifra similar a la de Perú y Brasil), en Chile esa relación alcanzó un 164%. Más aun, si calculamos la relación capitalización bursátil efectiva/PIB, vemos que dicha cifra en Colombia en realidad sólo alcanza un 21% (al incluir únicamente la porción emitida de las firmas, por ejemplo el 10% y no el 100% en el caso de Ecopetrol). De forma similar, en Colombia la relación liquidez/PIB cerró en el 10% en 2010, con ganancias importantes frente al 5% de dos años atrás, pero todavía por debajo del 30% observado en Brasil.

El mercado bursátil de Colombia experimentó un importante empuje en 2007 a raíz de la oferta pública del 10% del valor de Ecopetrol. Ello indujo la participación bursátil de unos 500.000 colombianos en la capitalización de esta firma. A pesar del avance regulatorio y de la consolidación macroeconómica que ha logrado Colombia, en 2008-2009 no se concretaron emisiones nuevas. Curiosamente, el mercado se ha inclinado hacia la emisión de bonos corporativos durante estos años, duplicando su valor respecto

En general, Colombia ha dado un paso muy importante en el desarrollo del mercado de capitales al lograr reducir la inflación. La consecuencia inmediata ha sido poder colocar en el mercado títulos de deuda pública y privada con maduraciones largas, de 10 a 30 años.

al del período 2006-2007. En particular, se colocaron bonos por valor de casi \$14 billones en cada año del período 2009-2010, equivalentes al 2.8% del PIB en cada año, a razón de 125 emisiones por año.

Afortunadamente, las perspectivas de emisiones primarias de acciones han venido repuntando desde finales de 2010, cuando se colocaron \$420.000 millones en acciones del Banco Davivienda (equivalente al 6% del valor de dicho banco, tercero en tamaño de activos). Recientemente, durante los meses de marzo-abril de 2011 se han promocionado con éxito emisiones de acciones de Avianca (por un monto esperado de \$463.000 mi-

llones, regresando a la BVC tras su salida en 2002) y del Grupo Aval por unos \$2.1 billones (incrementando su colocación a 25% frente al 15% inicial de 1999).

Cabe preguntarse: ¿qué factores podrían ayudar a continuar profundizando esta penetración del mercado accionario en Colombia? Como veremos, existen factores de tipo regulatorio referente a las exigencias de listamiento que podrían flexibilizarse aun más. En esta edición de *Enfoque* examinaremos entonces los requisitos para emitir acciones en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

Diagnóstico del mercado de capitales de Colombia

Colombia ha dado pasos importantes en el desarrollo del mercado de capitales al lograr reducir la inflación del 20% anual, observada en promedio durante 1970-1999, a un promedio del 5.7% anual durante 2000-2010. Vale la pena recordar que en este último período se aplicó con éxito el esquema de "Inflación Objetivo" liderado por el Banco de la República. La consecuencia inmediata ha sido la colocación en el mercado de títulos de deuda pública y privada con maduraciones largas, de 10 a 30 años. Esto ha sido posible gracias al control de la volatilidad y bajos niveles de inflación, reduciendo los riesgos para los tenedores de dichos títulos.

A pesar del control de la inflación, con posterioridad al auge-crisis de 1993-1999, el interés por listar nuevas acciones en la BVC durante 2000-2005 fue más bien bajo.

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



ABRIL 25 DE 2011

PÁGINA 2

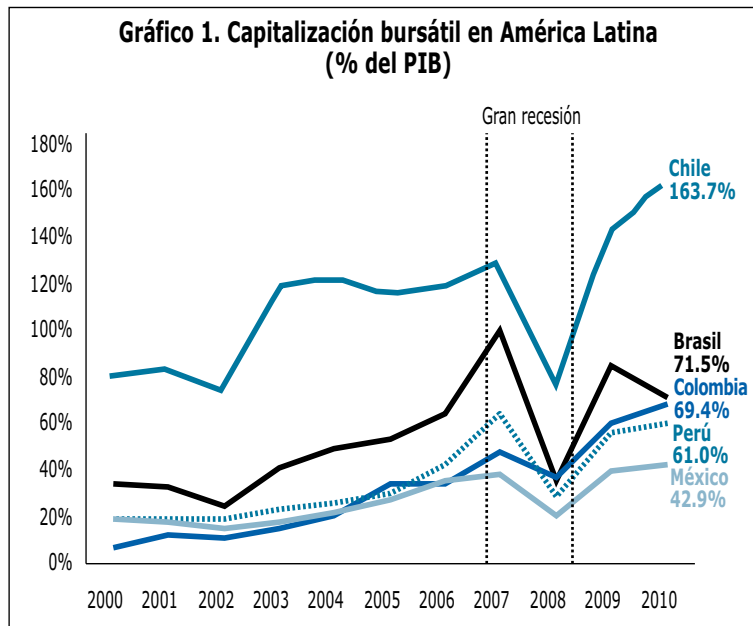
Sin embargo, durante 2006-2007 se logró la importante colocación del 10% de Ecopetrol por un valor de US\$2.500 millones, equivalente al 1.3% del PIB.

Gracias al impulso de la renta variable en los mercados emergentes de 2009-2010, la capitalización bursátil de Colombia llegó al 69.4% del PIB. Si bien esta capitalización es comparable a la de Brasil, Perú o México, está por debajo del 164% observado en Chile (ver gráfico 1). El grueso de ese incremento obedeció a valorización.

Sin embargo, y como ya lo comentamos, al finalizar 2010 se dio la colocación de acciones de Davivienda y, en marzo-abril del 2011, las correspondientes a Avianca y Grupo Aval. El conjunto de estas colocaciones suman \$3 billones, equivalentes al 0.5% del PIB, lo cual ayuda a la profundización de nuestro mercado accionario.

También se ha notado interés en inscribir en la BVC acciones cuya emisión primaria ocurre en Canadá, ligadas principalmente al sector minero-energético. Estas acciones han contribuido a desarrollar el mercado, alcanzando niveles interesantes de liquidez. Por ejemplo, la acción de Pacific Rubiales ha llegado a representar cerca de una cuarta parte del IGBC.

Ya hemos comentado cómo una tercera parte de la capitalización bursátil de la BVC ha estado ligada a



Fuentes: Federación de Bolsas y FMI.



Fuente: cálculos Anif con base en Federación de Bolsas y BVC.

Ecopetrol. Si computamos la capitalización bursátil efectiva utilizando la porción emitida en acciones (por ejemplo, el 10% y no el 100% del valor de Ecopetrol), encontramos que la capitalización "ajustada" ascendía al 21.5% del PIB al cierre de 2010, frente al 18% "ajustado" que se tuvo en 2007 (ver gráfico 2).

Respecto a los niveles de liquidez de la BVC, se han observado ganancias importantes al pasar del 5% del PIB en 2006 a cerca del 10% del PIB en 2010. Aunque no contamos con la información depurada, cálculos aproximados nos indican que el valor flotante asociado al IGBC (acciones en manos de dueños no controlantes) se mantienen en el rango bajo del 10%-15% del PIB. En parte, ello obedece a una tenencia relativamente elevada en cabeza de los portafolios de las AFPs, donde se observa una vocación por comprar para guardar (*buy and hold*). Estos portafolios de renta variable local han subido históricamente de niveles del 15%-20% a cerca del 30%-35% en años recientes, representando ahora un 6% del PIB.

Los requisitos para acceder al mercado bursátil

Hemos comentado ya cómo el ambiente macroeconómico, ahora más favorable a la renta variable

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



ABRIL 25 DE 2011

PÁGINA 3

local, todavía no arroja resultados satisfactorios en materia de capitalización bursátil efectiva o de liquidez. ¿Qué tanto se ven esos resultados afectados por los requisitos exigidos por la BVC para que las compañías puedan listarse en el mercado local?

Aquí siempre ha existido un arma de doble filo. De una parte, las bolsas siempre quieren asegurarse que se trate de firmas confiables, probadas, con buenas prácticas de gobierno corporativo (Ley 964 de 2005) y con la mayor información pública disponible. No obstante, de otra parte, un exceso regulatorio en esos frentes puede convertirse en un factor disuasivo para que las firmas piensen en realizar emisiones primarias, pues a la postre pueden resultar siendo costosas en términos de trámites y en la generación de dicha “arquitectura legal”.

En Colombia existen cuatro requisitos esenciales para que una compañía se pueda listar en la BVC. En primer lugar, se requiere que se emitan acciones primarias por un valor mínimo del 10% de la firma, lo cual busca generar liquidez a los títulos. Este requisito se acerca al estándar internacional. De hecho, en Chile esta exigencia se ve reforzada cuando adicionalmente se solicita que existan no menos de 100 accionistas en dicho 10%, excluyendo de allí terceras personas naturales o jurídicas.

Un segundo requisito que impone la BVC es que el valor de la firma que se lista sea mínimo de \$7.000 millones (US\$3.5 millones). Esta cifra luce elevada si se le compara con los \$3.000 millones exigidos en España (US\$1.5 millones). La excepción parece ser México, donde el valor de firma estándar que se lista alcanza los \$14.000 millones (US\$7 millones).

En tercer lugar, las reglas de listamiento exigen que el emisor o su controlante hayan ejercido su objeto social durante por lo menos tres años antes de la fecha de solicitud de inscripción en la BVC. Este

Un exceso regulatorio puede convertirse en un factor disuasivo para que las firmas piensen en realizar emisiones primarias, pues a la postre pueden resultar siendo costosas en términos de trámites y en la generación de la “arquitectura legal”.

requerimiento excluye a aquellas compañías derivadas de procesos de fusión o escisión. Países como México tienen un estándar similar, mientras que en Brasil se solicita que la empresa divulgue cuál es el objeto social y qué factores pueden incidir en el desempeño de tales actividades.

En cuarto lugar, la BVC exige que los potenciales emisores hayan tenido utilidades operacionales en al menos uno de los tres últimos años. En México se pide que la suma de los resultados de los tres últimos ejercicios arroje utilidades operativas. En España se requiere tener beneficios en los dos o tres últimos años (no consecutivos) de un total de cinco, de tal manera que éstos resulten suficientes para llegar a repartir un dividendo no inferior al 6% del capital desembolsado. El NYSE exige tres años de utilidades (antes de impuestos) equivalentes a un mínimo de US\$10 millones. En este frente los requisitos de la BVC tampoco lucen disuasivos, aunque en el caso de las Pymes podrían serlo. De allí la importancia de analizar esquemas alternativos a los

del mercado *full-BVC* para este tipo de empresas. Esto porque el objetivo no debe ser reducir los requisitos (bajar la “vara” de calidad), sino evaluar otras alternativas mediante las cuales estas empresas puedan acceder al mercado de valores y reduzcan sus costos de financiación.

Conclusiones

Hemos visto cómo, gracias al auge de la renta variable en los mercados emergentes durante 2009-2010, la capitalización bursátil de Colombia llegó al 69.4% del PIB. Si bien esta capitalización es comparable a la de Brasil, Perú o México, está por debajo del 164% observado en Chile. También explicamos que ello se debía, básicamente, a un auge de la valorización y no tanto a la entrada de nuevos jugadores en el listado de acciones de origen colombiano. Más aun, si computamos la capitalización bursátil efectiva utilizando la porción emitida en acciones (el 10% y no el 100% del valor de Ecopetrol), encontramos que la capitalización “ajustada” ascendía al 21.5% del PIB al cierre de 2010, frente al 18% “ajustado” que se tenía en 2007.

No obstante, ha resultado satisfactorio el interés reciente en 2010-2011 por listarse en la BVC de entidades tan importantes como Davivienda y Avianca (nuevas en el mercado) y el Grupo Aval (profundizando su presencia iniciada en 1999).

Tras analizar los temas regulatorios, vimos que al menos tres de los requisitos no representaban obstáculos, a saber: i) el referido a emitir acciones primarias por un valor mínimo del 10% de la firma; ii) el requisito de haber ejercido su objeto social en al menos tres años previos, y iii) haber arrojado utilidades operacionales en al menos uno de los tres últimos años. El único que parece generar obstáculos se refiere al requisito de tratarse de firmas con un valor mínimo de \$7.000 millones, el cual duplica las normas vigentes de, por ejemplo, España.

Escríbanos sus comentarios a: vduran@deceval.com.co o avera@anif.com.co

* La información contenida en el documento anterior no compromete a Deceval, ni constituye asesoría legal de su parte en la materia.