

## GLOBALIZACIÓN DEL MERCADO DE VALORES COLOMBIANO Y SU HOJA DE RUTA

El mercado de valores en Colombia ha continuado profundizándose gracias a una favorable combinación de mayor ordenamiento macrofinanciero y de asentamiento de un marco regulatorio promercado globalizado. Por ejemplo, la consolidación macroeconómica se ha manifestado en la conquista de una inflación baja y estable (2%-4% anual) y en una estabilización fiscal que le ha valido a Colombia el otorgamiento del grado de inversión por parte de las tres principales calificadoras de riesgo desde mediados de 2011. En lo referente al tema regulatorio, la Ley 964 de 2005 dio lugar a un marco jurídico que amplió la oferta de productos, coincidiendo con un auge de los mercados emergentes, particularmente después del estallido de la crisis financiera (2007-2008) en los mercados desarrollados. Esto ha creado un ambiente propicio para continuar reduciendo los costos transaccionales y de financiamiento para las firmas, cada vez con plazos más extendidos (hacia los 10-15 años).

En efecto, el número de compañías listadas en el mercado accionario de Colombia se ha venido expandiendo, alcanzando 84 en 2011 y la participación de personas naturales pasó algo más de 200.000 a más de un millón durante 2011. El valor accionario emitido tuvo records de \$8 billones en 2007 (1.9% del PIB), por cuenta principalmente de Ecopetrol, y nuevamente de \$13 billones en 2011 (2.1% del PIB), con participación de 6 grandes emisores. En lo relativo a la penetración de renta fija, también se registraron cifras record de bonos corporativos emitidos por valor de unos \$13-\$14 billones (2.5% del PIB) en cada uno de los años

*Si bien se han hecho progresos importantes en continuar atrayendo diversas firmas hacia la emisión primaria de acciones, aún resta por conquistar empresas de tamaño intermedio, especialmente algunas de las llamadas Pymes.*

2009 y 2010 e inclusive se llegó a unos \$8 billones en el 2011.

Así, la capitalización bursátil (efectiva) se ha elevado de 15% a alrededor del 20% del PIB durante 2005-2011, pero su liquidez tan sólo se ha incrementado del 2% al 10% del PIB, aún lejos del referente de 30%-35% observado en mercados como los de Brasil o Chile. De forma similar, el stock de bonos corporativos vigentes se incrementó de 4% a 6.4% del PIB en ese mismo lapso, pero este nivel todavía es tan sólo un tercio del stock vigente en Chile. Colombia ha registrado entonces progresos importantes en el mercado de capitales en estos últimos seis años, donde la dirección y velocidad han resultado adecuadas, pero ahora debemos asegurarnos que contamos con una hoja de ruta apropiada para poder "apretar el paso" en el futuro cercano, tema que analizaremos

en esta edición de *Enfoque*, tomando como referente lo planteado recientemente por el Banco Mundial. En particular, centraremos nuestra atención en tres temas cruciales: la oferta del mercado, la infraestructura transaccional y el afinamiento de la regulación.

### **Temas relativos a la oferta de productos y su liquidez**

Si bien se han hecho progresos importantes en continuar atrayendo diversas firmas hacia la emisión primaria de acciones, aún resta por conquistar empresas de tamaño intermedio, especialmente algunas de las llamadas Pymes (usualmente de propiedad familiar). Hasta el momento, la legislación colombiana existente usa mecanismos de Oferta Pública de Valores (OPA) poco flexibles para lograr llegar a esa porción de las Pymes, pues los requisitos de emisión no discriminan ni contemplan adecuadamente su tamaño. Los requisitos de experiencia, información y participación en ocasiones han resultado demasiado exigentes para esa porción del mercado. De allí la importancia de pensar en generar "un segundo nivel" de mercado, cuyo marco regulatorio se adecúe a dichas Pymes.

La literatura económica ha señalado que existen asimetrías de información que suelen impedirle a las empresas alcanzar una estructura óptima de capital (Stiglitz y Weiss, 1981). Así, dos firmas pueden enfrentar estructuras de costos financieros diferentes para el mismo proyecto de inversión. El mercado de capitales es una excelente opción para que algunas Pymes puedan reducir sus costos de fondeo y

# ENFOQUE

## MERCADO DE CAPITALES



DICIEMBRE 22 DE 2011

PÁGINA 2

acercarse a su estructura óptima de capital (Faulkender y Petersen, 2003).

El mercado de valores colombiano debe entonces pensar en abrir esta puerta regulatoria y adaptarse a la porción Pyme. Para ello se puede usar el criterio ya existente en nuestra regulación, de "inversionistas profesionales" que impulsen las colocaciones de dichas Pymes. Dicho de otra manera, la oferta privada de valores es un vehículo apropiado para abrir la propiedad accionaria a una serie de inversionistas sin tener que pasar por una OPA. Pero ello implica hacer bien la "debida diligencia" a la hora de escoger las Pymes sujetas a dicho tipo de inversión.

### Infraestructura transaccional

El desarrollo de las nuevas tecnologías y la automatización de procesos han permitido el surgimiento de mercados de valores verdaderamente globales. El hecho más destacado en este frente ha sido el impulso al mercado "mostrador" (*Over The Counter*, OTC). En Colombia, el Decreto 1456 de 2007 abrió la puerta para la creación de dicho OTC, adecuando los sistemas de compensación y liquidación a ese propósito.

Han existido desafíos en este frente. Por ejemplo, la participación masiva de cerca de más de 500.000 participantes en la primera emisión de Ecopetrol de 2007 ha exigido grandes inversiones en materia del "tinglado transaccional". Sin embargo, muchas de esas acciones no se transan, restándole liquidez a dicho mercado y generando gastos que no se compensan por la vía de ingresos variables transaccionales, para quienes proveen dicha infraestructura.

*Ya se está trabajando en materia de regulación. Se acaba de fortalecer el componente regulatorio del Ministerio de Hacienda con la importante creación de la Unidad de Regulación Financiera (URF), luego el siguiente paso debería ser el de darle mayor autonomía al supervisor.*

Otro desafío hacia el futuro tiene que ver con la necesidad de consolidar alianzas estratégicas, locales e internacionales, para: a) generar estandarización operativa; b) facilitar la inversión mutua; y c) aprovechar la armonía regulatoria. De hecho, en Colombia existen alrededor de doce plataformas distintas para transar, fundamentalmente, tan sólo algunos productos: TES, CDTs, derivados y coberturas. Una armonización o unificación de las plataformas de operación en Colombia permitiría generar economías de escala y alcance, con beneficios claros para los operadores de esas plataformas y para los usuarios de ellas (con abaratamiento transaccional en el margen). Una muestra de hacia donde deberíamos ir lo constituye la reciente integración de los mercados de Colombia, Chile y Perú a través del MILA o las oportunidades subyacentes que se han generado con el Mercado

Global Colombiano (MGC), permitiendo la transacción de las llamadas *blue chips* (acciones con gran transabilidad mundial) desde Colombia.

### Autonomía de la Superintendencia Financiera

A nivel institucional, la Superintendencia Financiera (SF) ha venido manifestando su disposición para mejorar la coordinación con el Banco de la República (BR) y el Ministerio de Hacienda, a fin de aplicar mejor las políticas macroprudenciales. Todo esto luce imperativo a la luz de la Gran Recesión (2007-2011) causada por la falta de adecuada supervisión comprensiva, particularmente en el mundo desarrollado.

Barth, Caprio y Levine (2006) argumentan que la independencia política del regulador-supervisor juega un papel crucial en alcanzar mayores niveles de desarrollo financiero. Infortunadamente, Colombia muestra bajos índices de independencia de la SF cuando se compara con lo que ocurre, por ejemplo, en Chile, México o Costa Rica. Pues bien, esa vigilancia precautelativa tendería a fortalecerse si se incrementa la autonomía de la SF respecto del Ejecutivo, creándole una Junta Directiva con algunos miembros independientes y otorgándole períodos fijos al Superintendente Financiero.

Colombia ha contado con algo de suerte histórica en este frente, pues con antelación a la crisis internacional (2007-2008) se produjo en el país la fusión de las labores de supervisión del mercado intermediado con el de valores (según la Ley 964 de 2005 y el Decreto 4327 de 2005). Ahora el mundo desarrollado hace esfuerzos, algo

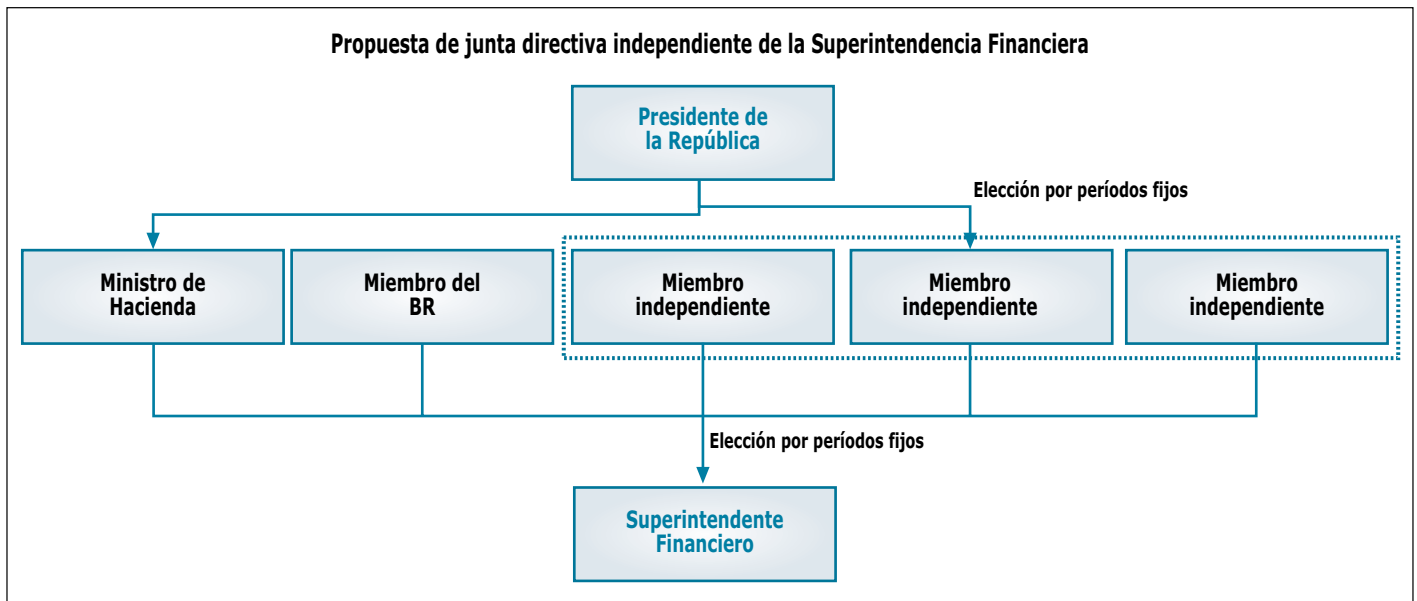
# ENFOQUE

## MERCADO DE CAPITALES



DICIEMBRE 22 DE 2011

PÁGINA 3



Fuente: Elaboración Anif.

atropellados, para moverse en nuestra dirección, mientras que Colombia debería otorgarle mayor autonomía a la SF.

### Conclusiones

Cómo hemos visto, el mercado de valores se ha convertido en una alternativa real de financiación para las firmas de Colombia, bien a través del mercado accionario o de la emisión de bonos corporativos. Ello ha permitido la reducción de tasas de interés y la extensión de plazos, al tiempo que ofrece nuevos portafolios para los ahorradores institucionales.

Sin embargo, todavía quedan importantes tareas por realizar si queremos profundizar este buen arranque del período

2005-2011. En particular, se requiere trabajar en las áreas de mejorar la oferta de valores; hacer más sostenible, en precio y calidad, la infraestructura transaccional; y, por último, afinar los temas de supervisión comprensiva para lograr un mayor grado de autonomía.

Por el lado de participantes, explicamos la importancia de generar un segundo nivel de mercado, cuyo marco regulatorio se adecúe a Pymes interesadas en emitir acciones en el mercado primario. También comentamos sobre la consolidación de alianzas estratégicas para generar economías de escala y de alcance respecto a la infraestructura transaccional. A través de la asociación de los principales proveedores de infra-

estructura se podrían reducir significativamente los costos, con beneficios para proveedores y usuarios.

Por último, ya se está trabajando en materia de regulación. Se acaba de fortalecer el componente regulatorio del Ministerio de Hacienda con la importante creación de la Unidad de Regulación Financiera (URF), luego el siguiente paso debería ser el de darle mayor autonomía al supervisor. Colombia ya está en el radar del mercado de capitales global, con su MILA y su MGC, por lo que estas mejoras en oferta accionaria, integración de sus estructuras transaccionales y garantías para un gobierno corporativo-institucional más independiente terminarán por impulsar su posicionamiento internacional.

Escribanos sus comentarios a: [areyes@deceval.com.co](mailto:areyes@deceval.com.co) o [avera@anif.com.co](mailto: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.