

VENTAJAS DEL LISTAMIENTO CRUZADO DE ACCIONES: EL CASO DE LOS ADRs

En un entorno global cada vez más competitivo, las empresas cuentan con opciones amplias para buscar financiamientos más baratos y los que mejor se acomoden a sus horizontes de tiempo. Muchas empresas colombianas han venido aprovechando estas oportunidades, complementando así sus fuentes locales con las internacionales. A nivel de las colocaciones de bonos corporativos en Colombia, hemos visto que su monto se ha elevado del 1.2% del PIB en 2008 al 2.8% del PIB en 2010 y al 1.4% en 2011. También se vio un repunte importante en las colocaciones de acciones en Colombia el año pasado, cuando su monto representó un 2.1% del PIB en 2011.

En medio de este repunte del mercado de capitales de Colombia, ha surgido un mecanismo interesante de "listamiento cruzado de acciones". Éste consiste en emitir acciones primarias en el mercado local y, posteriormente, emitir las (o listarlas) en el mercado secundario de algún otro país. En Estados Unidos este mecanismo se conoce como el *American Depositary Receipt* (ADR) y en Europa se denomina el *European Depositary Receipt* (EDR).

Recientemente, la Bolsa de Valores de Colombia ha facilitado también la adquisición de las principales acciones del exterior (las denominadas "*blue chips*") a través del mecanismo conocido como el Mercado Global Colombiano (MGC). Este MGC tiene la virtud de habilitar a operadores locales para realizar ese tipo de adquisiciones desde nuestro mercado local.

En esta edición de *Enfoque* centraremos nuestra atención en el caso del listamiento

Un ADR es un título que representa acciones de una empresa no americana, la cual se puede transar en las bolsas de Estados Unidos. Dichas acciones tienen las mismas condiciones de aquellas que se negocian en su mercado local, pero su dividendo debe pagarse en dólares. El objetivo de estos instrumentos consiste en reducir el costo del capital.

cruzado de acciones a través del mercado de Estados Unidos, usando los ADRs antes comentados. Nuestro objetivo será ilustrar los beneficios y costos que se derivan de la utilización de dichos instrumentos. También referenciaremos casos de empresas latinoamericanas y colombianas que han emitido ADRs como estrategia para complementar sus esquemas de financiamiento con los mercados internacionales. En otra ocasión haremos algo similar para el caso del MGC.

¿Qué son los ADRs?

Un ADR es un título que representa acciones de una empresa no americana, el cual se puede transar en las bolsas de Estados Unidos. Dichas acciones tienen

las mismas condiciones de aquellas que se negocian en su mercado local, pero su dividendo debe pagarse en dólares. El objetivo de estos instrumentos consiste en reducir el costo del capital. Ello se logra a través de obtener un mejor precio para la emisión y/o disminuyendo el riesgo sistémico, conocido como el factor "beta". Con frecuencia, ese es el resultado de ampliar la base de inversionistas, acudiendo a mercados con mayor profundidad y liquidez. El número de acciones representadas en un ADR debe ser lo suficientemente significativo para evitar deterioros en su precio por cuenta de los riesgos de iliquidez, típicos en las emisiones de bajo monto.

Para emitir ADRs, las compañías deben suscribir un contrato de *underwriting* con un banco de inversión de Estados Unidos, que ejerce como agente colocador, garante y suscriptor de las acciones. Dicho *underwriter* actúa bajo un mandato que le permite colocar las acciones en los mercados y custodiarlas. Así mismo, estas instituciones transfieren los recursos captados a los emisores en sus países de origen.

Adicionalmente, para cotizar en Estados Unidos es necesario que las compañías cumplan con algunos requerimientos regulatorios, especialmente los relacionados con las normas de divulgación de información de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) y con los estándares de contabilidad de US-GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*). Dichas exigencias funcionan como un "sello de calidad" para las empresas que emiten ADRs, lo cual incrementa la confianza de los inversionistas y con ello

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



SEPTIEMBRE 28 DE 2012

PÁGINA 2

tiende a aumentar la demanda por dichas acciones y, por lo tanto, su valor.

La emisión de ADRs puede realizarse en tres niveles. El nivel I es el más sencillo, pues sus negociaciones ocurren en el “mercado mostrador” (*Over-The-Counter*, OTC); es decir, sus valores no se registran en la bolsa de valores. En cambio, en el nivel II las acciones pueden ser listadas en la bolsa de valores (no a través de oferta pública), lo cual exige que las compañías emisoras realicen reportes financieros anuales, siguiendo los principios de contabilidad empleados en Estados Unidos. El nivel III es el más exigente, pues incluye reglas estrictas y costosas para las empresas en materia de información y seguimiento a sus operaciones, donde las acciones salen al mercado a través de una oferta pública. Adicionalmente, existe la Regla 144A, la cual consiste en una oferta privada primaria para inversionistas institucionales (Acevedo, *et al.*, 2011).

Sin embargo, el listamiento cruzado también tiene asociados algunos costos. Por un lado, se requieren esfuerzos adicionales en planes de mercadeo, revelación de información y contratos de *underwriting*. En estos casos, los prospectos de emisión deben ser más detallados y las debidas diligencias (*due diligence*) son más exhaustivas. Por otro lado, como mencionamos anteriormente, las

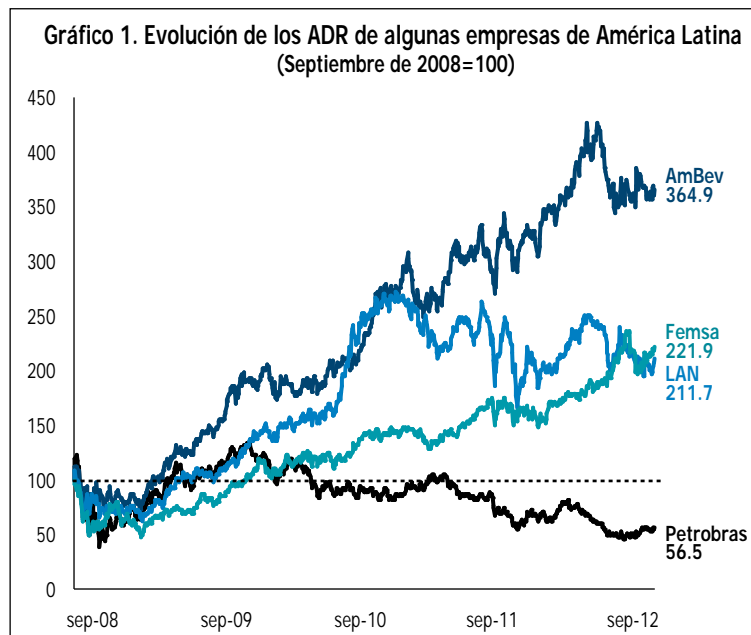
La mayor competitividad de las compañías en la región las ha llevado a ampliar su base de accionistas a través del listamiento cruzado. Éste no es un fenómeno local. Por ejemplo, se estima que, en 2004, los ADRs representaban el 35% del total de acciones en el mundo.

empresas deben cumplir con exigencias regulatorias en materia de control interno y gobierno corporativo (Ley *Sarbanes-Oxley*), así como con estándares de contabilidad (US-GAAP).

Los ADRs en América Latina y en Colombia

La mayor competitividad de las compañías en la región las ha llevado a ampliar su base de accionistas a través del listamiento cruzado. Éste no es un fenómeno local. Por ejemplo, se estima que, en 2004, los ADRs representaban el 35% del total de acciones en el mundo. Actualmente, los ADRs que cotizan en la Bolsa de Nueva York ascienden a unos 300 y unos 95 en la bolsa Nasdaq (asociadas a las empresas tecnológicas).

Se ha vuelto común que las grandes compañías de América Latina coticen en Nueva York a través de sus ADRs. En el gráfico 1 se observa la evolución del precio del ADR de algunas de ellas, incluyendo a jugadores importantes, tales como: Petrobras y AmBev de Brasil (sector petrolero y de bebidas, respectivamente), LAN Chile (sector transporte) y Femsa de México (sector alimentos y bebidas). Tres de estas empresas registran un aumento en su cotización durante los últimos cuatro años, tendencia que es menos pronunciada en los casos de LAN y Femsa.



Fuente: cálculos Anif con base en Google Finance.

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



SEPTIEMBRE 28 DE 2012

PÁGINA 3

Allí se observa una marcada caída del precio de la acción de Petrobras, regresando a niveles cercanos a los registrados a finales de 2008. Ello obedece a la gran emisión de acciones de Petrobras en 2010, por un valor cercano a los US\$70.000 millones, donde la actitud del gobierno brasilero de mantener su mayoría (reservándose una porción importante de dichas acciones) no ha tenido una buena lectura para el mercado. Todo ello ha perjudicado el tema de “gobernabilidad” de dicha firma. Queda por ver si la buena aplicación de dichos recursos a la extracción de sus grandes reservas de petróleo *offshore* logra o no recuperar las cotizaciones de dicha acción.

El gráfico 2 ilustra el comportamiento de los ADRs más importantes de Colombia. Por un lado, están los ADRs tipo II de Ecopetrol (19% del volumen total negociado de las acciones de la empresa) y de Bancolombia (36%). Nótese que estos ADRs de Ecopetrol y Bancolombia han tenido un excelente desempeño durante los últimos cuatro años, duplicando su valor. De otro lado, están los ADRs tipo I de ISA, transados en el mercado OTC. En general, se observa que dichos ADRs sufrieron contagio por cuenta de la crisis de *Lehman Brothers* en 2008, pero la buena evolución de la economía colombiana ha logrado una especie de semi-separación.

En el caso de Ecopetrol, su actividad productiva y en el *downstream* le ha permitido obtener resultados superiores

a los esperados y mantener su política de repartición de dividendos. En el caso de Bancolombia, sus planes de crecimiento le han permitido incrementar sus márgenes. En cambio, el ADR de ISA ha venido cayendo. En buena parte, ello se explica por el “contagio” resultante de la firma brasilera CTEEP, filial de ISA. Dicha firma ha sido afectada por los cambios regulatorios que entrarían a controlar las tarifas de energía en Brasil, pudiendo deteriorar los márgenes de utilidad del sector energético de ese país. También están los ADRs de otras firmas, como Nutresa, Isagén, Cemargos y Suramericana de Inversiones. Recientemente, empresas como Grupo Aval y Davivienda han mostrado interés por este instrumento de ADRs, aunque la incertidumbre internacional ha frenado sus procesos.

Conclusiones

Como vimos, el listamiento cruzado de acciones a través de ADRs tiene el propósito de diversificar la base de inversionistas de una empresa y reducir su costo de capital. Para ello se recurre a mercados financieros internacionales con mayor profundidad y liquidez.

Para poder utilizar estos instrumentos es necesario que las empresas realicen importantes inversiones en la suscripción de contratos de *underwriting*, en el cumplimiento de disposiciones regulatorias de Estados Unidos (especialmente las reglas de divulgación de la SEC y los estándares de contabilidad US-GAAP) y en programas de mercadeo.

Si bien ello tiene un costo alto de “aliamiento”, los beneficios de mediano plazo tienden a sobrecompensarlos. De hecho, la mejoría en presentación contable y comparabilidad internacional ha dado réditos organizativos y de mayor productividad a las firmas que han decidido emitir a través de ADRs. Las principales externalidades positivas para los emisores locales han tenido que ver con mayor transparencia y gobernabilidad, lo cual debe traducirse en menores costos de emisión y mayor liquidez de dichos instrumentos financieros hacia el mediano plazo. Sin lugar a dudas, contar con ese “sello de calidad” internacional, vía ADRs, incrementa la confianza de los inversionistas y el valor de las empresas.



Fuente: cálculos Anif con base en Google Finance.

Escribanos sus comentarios a: areyes@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.