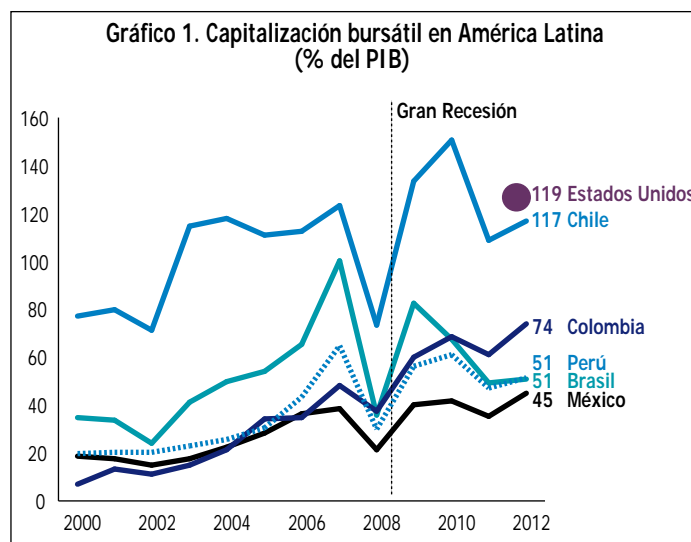


AVANCES Y DESAFÍOS DEL MERCADO DE CAPITALES EN COLOMBIA

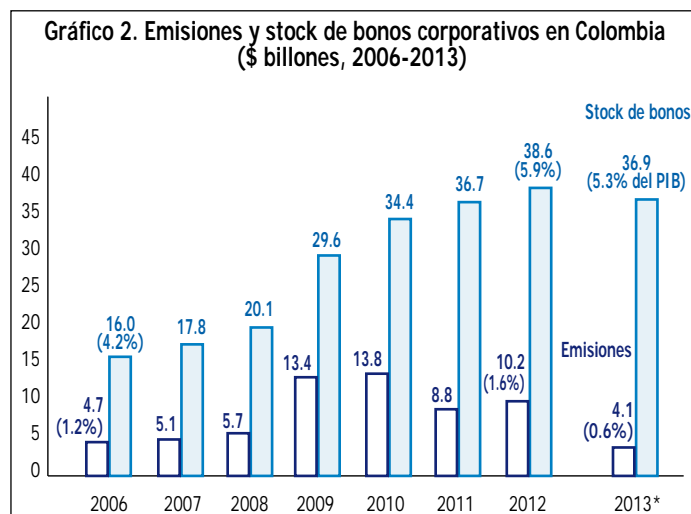
El mercado de capitales de Colombia ha hecho avances importantes en los últimos años gracias a las mejoras en su marco regulatorio, particularmente por vía de la Ley 964 de 2005. Por ejemplo, en el mercado de renta variable se lograron emisiones de acciones por un valor récord del 1.9% del PIB en 2007 y del 1.4% del PIB en 2011. Sin embargo, las emisiones tan sólo llegaron al 0.3% del PIB en 2012 (ver *Informe Semanal* No. 1127 de 2012). Por su parte, el nivel promedio de dichas emisiones durante 2006-2012 (0.6% del PIB) todavía es inferior al observado en referentes regionales como Chile, donde éstas promediaron un 1.3% del PIB en dicho período.

Este dinamismo también se refleja en la capitalización bursátil, la cual pasó del 32.6% del PIB en 2006 al 74% del PIB en 2012, superando la de Brasil (51%) y la de México (45%), aunque continúa siendo inferior al 117% del PIB registrado en Chile (ver gráfico 1). Ahora bien, si corregimos dicho indicador para computar allí únicamente la porción emitida de las firmas (por ejemplo, el 12.5% de Ecopetrol y no el 100%), entonces la capitalización bursátil efectiva en realidad sólo asciende al 18.8% del PIB de Colombia.

Otra área de interesantes desarrollos ha tenido que ver



Fuente: Federación de Bolsas y FMI.



* Cifras a mayo 16 de 2013.
Fuente: cálculos Anif con base en BVC y Deceval.

con la renta fija corporativa, cuyo stock emitido ascendió al 5.9% del PIB en 2012 frente al 4.2% del PIB que se tuvo en 2006. En este caso, los flujos de emisión promediaron cerca del 1.7% del PIB por año durante 2006-2012 (ver gráfico 2). En 2012, dichas colocaciones de bonos corporativos llegaron a \$10.2 billones (1.6% del PIB) y se estima que en 2013 podría obtenerse una cifra similar.

Algunos factores que ayudan a explicar este despertar de los bonos corporativos tienen que ver con: i) los progresos en el marco regulatorio (ya comentados); ii) la búsqueda de horizontes de financiamiento de más largo plazo (especialmente para el sector real); iii) la mayor demanda institucional (por parte de AFPs y fiduciarias) por este tipo de títulos; y iv) el papel sustitutivo de los bonos corporativos frente al ciclo crediticio, particularmente en los períodos de alzas en las tasas de interés.

En todo caso, es necesario seguir trabajando en mejoras en la arquitectura regulatoria y en la adecuada supervisión para generar la confianza requerida en estos mercados bursátiles. Por ello, en esta edición de *Enfoque* analizaremos los mensajes más importantes del XXV Simposio del Mercado de Capitales organizado por Aso-

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



MAYO 30 DE 2013

PÁGINA 2

bancaria (los días 4 y 5 de abril de 2013 en Medellín). De esta manera, referenciaremos los avances más destacables en materia de nuevos instrumentos del mercado de capitales, así como sus retos y desafíos hacia el mediano plazo.

Avances del mercado de capitales

En la última década, el mercado de capitales colombiano ha ampliado su espectro de productos. Actualmente, los ahorradores-inversionistas cuentan con una mayor oferta de instrumentos de inversión en comparación con aquellos que se tenían en la década del noventa (los vehículos tradicionales de ahorro que componen el M3 y los fondos de pensiones-cesantías). Así, además de las acciones y los bonos corporativos locales, hoy en día se puede acceder a otras alternativas, entre las que se destacan:

- **Carteras colectivas (CCs):** Son un mecanismo de captación de dinero u otros activos que se gestionan de manera colectiva hacia distintas alternativas de ahorro-inversión. Entre sus beneficios sobresalen: i) la diversificación del riesgo; ii) la disponibilidad inmediata de los recursos, así como su fácil monitoreo; y iii) la financiación de proyectos (ver *Enfoque* No. 67 de 2012). Este instrumento ha mostrado un importante dinamismo durante los últimos años. En efecto, el valor total de las CCs pasó de \$25.4 billones en 2009 (5% del PIB) a \$43.5 billones en 2012 (6.6% del PIB), creciendo un 16% real anual durante dicho período.
- **Exchange Trade Funds (ETFs):** Estas inversiones operan como una CC que replica el comportamiento del portafolio que se desee, incluyendo índices de acciones o bonos. Su atractivo radica en que ello le permite a los inversionistas acceder a una canasta diversificada de títulos mediante una

En la última década, el mercado de capitales colombiano ha ampliado su espectro de productos. Actualmente, los ahorradores-inversionistas cuentan con una mayor oferta de instrumentos de inversión en comparación con aquellos que se tenían en la década del noventa (los vehículos tradicionales de ahorro que componen el M3 y los fondos de pensiones-cesantías).

única inversión de carácter “sintético”. En Colombia, el primer ETF fue lanzado al mercado en julio de 2011 con el nombre de iColcap, donde los inversionistas están expuestos a la canasta accionaria del Colcap y al menos un 90% de dicho ETF está referido a sus acciones componentes (ver *Enfoque* No. 54 de 2011). En cuanto a su evolución, el valor del fondo bursátil Ishares Colcap pasó de \$1.4 billones (0.2% del PIB) en 2011 a \$2.2 billones (0.3% del PIB) en 2012, implicando un crecimiento del 56%.

- **Derivados:** Estos productos han venido ganando importancia como herramientas de cobertura durante los últimos años, particularmente a nivel cambiario. No obstante, sus volúmenes negociados todavía son muy bajos. En efecto, el monto transado en derivados a través de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) pasó de \$4.2 billones (1% del PIB) en diciembre de 2011 (promedio móvil trimestral) a \$11.9 billones (1.7% del PIB; 6.3% del total operado en la BVC) en abril de 2013.

- **Mercado Integrado Latinoamericano (MILA):** Corresponde a la integración de los mercados para la negociación de títulos de renta variable de Colombia, Perú y Chile, la cual entró en operación en mayo de 2011. Con esta unión se pretende ampliar la base de posibilidades de inversión a través de la complementariedad de los países miembros desde el punto de vista de los sectores más representativos a nivel bursátil (comercio y agricultura en Chile; minería en Perú; y energía, petróleo y sistema financiero en Colombia). En lo referente al desempeño de este mercado, su capitalización bursátil pasó de US\$599.3 millones en 2011 a US\$739.7 millones al cierre de 2012 (creciendo un 23%), ubicándose en segundo lugar a nivel regional, después de BM&F Bovespa (US\$1.2 billones) y por encima de la bolsa de valores de México (US\$525 millones).

- **Mercado Global Colombiano (MGC):** Es un sistema de cotizaciones de valores extranjeros (acciones, ETFs, bonos, etc.) listados en la BVC, los cuales se pueden adquirir a través de operadores domésticos. Si bien es cierto que dicho mercado entró en funcionamiento en diciembre de 2010, sus montos negociados siguen siendo poco representativos frente al total transado en la BVC. En efecto, el volumen negociado en el MGC fue de tan sólo \$1.220 millones durante 2012 (0.0001% del total operado en la BVC), ver *Enfoque* No. 66 de 2012. En este frente también se destaca el *dual listing*. Esta alternativa de inversión permite el registro de un emisor en dos mercados distintos, cumpliendo con la regulación que se exige para cada uno de ellos. En Colombia, el Decreto 2555 de 2010 (Artículo 6.11.1.1.1) reglamentó dicha figura, en donde se autoriza la oferta pública

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



MAYO 30 DE 2013

PÁGINA 3

de valores extranjeros, emitidos por agentes nacionales o externos, en el mercado de capitales local.

Retos y desafíos

Aunque son evidentes los avances del mercado de capitales colombiano en materia de alternativas de inversión, los montos negociados en algunos productos evidencian un bajo grado de utilización por parte de los agentes.

A nivel regulatorio, sobresalen algunas disposiciones recientes dirigidas a promover la competitividad de este mercado y salvaguardar la confianza de los inversionistas, como es el caso de la Reforma Tributaria (Ley 1607 de 2012), los proyectos normativos sobre las operaciones repo y las Normas Internacionales de Información Financiera-NIIF (las cuales entrarán en vigencia en 2015).

No obstante, es indispensable seguir trabajando en la “arquitectura” de este mercado, aprendiendo de la exitosa experiencia de los países asiáticos o de Brasil y México a nivel regional. En este sentido, en el marco de las discusiones del XXV Simposio del Mercado de Capitales se identificaron los principales retos y desafíos en los que se debe avanzar para contribuir a su desarrollo y profundización. Dentro de éstos se destacan los siguientes:

- En lo referente a las CCs, actualmente el gobierno se encuentra trabajando en un proyecto normativo que busca mejorar la eficiencia de estos instrumentos, promoviendo su uso como mecanismo de ahorro y de financiación de actividades. Con ello se pretende que el esquema local de CCs se ajuste a los estándares internacionales. No obstante, existen algunos aspectos sobre los cuales es necesario seguir trabajando: i) sobrecosto en el manejo de los recursos (comisión de administración) de las CCs en Colombia vs.

A nivel regulatorio, sobresalen algunas disposiciones recientes dirigidas a promover la competitividad de este mercado y salvaguardar la confianza de los inversionistas, como es el caso de la Reforma Tributaria (Ley 1607 de 2012), los proyectos normativos sobre las operaciones repo y las Normas Internacionales de Información Financiera-NIIF (las cuales entrarán en vigencia en 2015).

los fondos de inversión a nivel internacional. Por ejemplo, dicho costo (en promedio) es cercano a los 150pbs en Colombia frente a los 140pbs de América Latina, 100pbs de Asia y 60pbs de Estados Unidos; ii) definición de requerimientos de capital y de responsabilidades para cada una de las actividades especializadas que están relacionadas con el esquema de CCs (administración, gestión, distribución y custodia); y iii) regulación en materia tributaria y cambiaria que aplicará al nuevo esquema.

- Con respecto al mercado de renta fija, el gobierno está impulsando la creación de los Bonos de Infraestructura, siguiendo la exitosa experiencia de Chile. En dichos bonos se establecen como respaldo los flujos futuros de los proyectos (incluidos los ingresos por peajes y las vigencias futuras). En Colombia, se espera que este instrumento permita refinanciar pasivos sin transferir a los inversionistas institucionales

los riesgos de la construcción de los proyectos. Sin embargo, el reto consiste en estructurar de manera completa y eficiente estos proyectos, con el fin de lograr un “calce” entre la oferta y la demanda de dichas obligaciones. Aquí es fundamental el papel del mercado de capitales, dada la característica de largo plazo de los proyectos, así como la alineación de riesgos e incentivos de cada uno de los posibles participantes.

- Frente al acceso al mercado, cabe destacar el proyecto sobre el “Segundo Mercado” en el que viene trabajando el gobierno, con el cual se busca que las Mipymes cuenten con mecanismos de financiación complementarios al crédito bancario. Aquí, el desafío consiste en crear unas condiciones de más fácil acceso a estas empresas, sin sacrificar transparencia, para que se vinculen al mercado de capitales a través de la emisión de bonos corporativos (ver *Comentario Económico del Día* 17 de abril de 2013).

Conclusiones

Hemos visto cómo durante la última década, el mercado de capitales colombiano ha ampliado el espectro de posibilidades de inversión. En la actualidad, además de las acciones y los bonos corporativos locales, los ahorradores-inversionistas cuentan con alternativas adicionales, tales como las CCs, los ETFs, productos derivados y el acceso al MILA y al MGC.

No obstante, existen retos y desafíos en los que es necesario avanzar para contribuir al desarrollo y la profundización de este mercado. Entre éstos se destacan: i) comisiones de administración, requerimientos de capital, especialización y aspectos tributarios-cambiaros de las CCs; ii) puesta en marcha y consolidación del esquema de los Bonos de Infraestructura; y iii) facilitar el acceso a las Mipymes.

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.