

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1909-0137

Con la colaboración
de Ana María Zuluaga
y David Malagón



SEPTIEMBRE 5 DE 2014

EDICIÓN 81

FORMADORES DE LIQUEZ DE RENTA VARIABLE EN COLOMBIA

El mercado de renta variable local sigue siendo poco profundo respecto a otros referentes internacionales. Esto ocurre a pesar de importantes avances en materia regulatoria durante la última década, destacándose la Ley 964 de 2005 (ver *Enfoque* No. 80 de julio de 2014). En efecto, aunque la capitalización bursátil bruta de Colombia aumentó del 35% del PIB en 2006 al 57% del PIB en julio de 2014, dicho indicador es bastante bajo frente al 95% de Chile o el 143% de Estados Unidos. Más aún, la capitalización bursátil efectiva (referida únicamente a la porción de las acciones de las firmas emitidas y en circulación) apenas llega al 17% del PIB (ver gráfico 1). Esta baja bursatilidad efectiva también se constata al calcular el índice de liquidez bursátil, el cual se ha reducido del 8% del PIB en 2010 al 6% del PIB en julio de 2014.

Con el fin de incrementar dichos niveles de bursatilidad y liquidez, las autoridades y la Bolsa de Valores (BVC) han venido mejorando la arquitectura regulatoria del mercado de renta variable local, acogiendo estándares internacionales. Por ejemplo, las recientes emisiones primarias de acciones (Bancolombia, Argos y Cemex) en la BVC han utilizado el esquema de “construcción del libro de ofertas” (*book-building*) para fijar los precios. En dicho esquema, el estructurador y el mercado van creando una banda de precios, utilizando mecanismos de mercadeo (ver *Comentario Económico del Día* 25 de junio de 2014).

Asimismo, el Decreto 2279 de 2010 definió la figura de los formadores de liquidez, con el fin de apuntalar este mercado. Con base en esto, la Superintendencia Financiera (SF) recientemente reglamentó dicha actividad (Circular Externa 25 de 2013), la cual puede ser ejercida únicamente por las sociedades comisionistas de bolsa. Todo ello llevó a que, durante diciembre de 2013-enero de 2014, la BVC incorporara el Programa de Formadores de Liquidez de renta variable en su Reglamento General y Circular Única.

En esta edición de *Enfoque* analizaremos el esquema de formadores de liquidez a nivel local. Describiremos su funcionamiento, así como sus beneficios y características. También referenciaremos la evolución reciente del Programa de Formadores de Liquidez de acciones de la BVC. Por último, presentaremos las conclusiones más importantes sobre la materia.

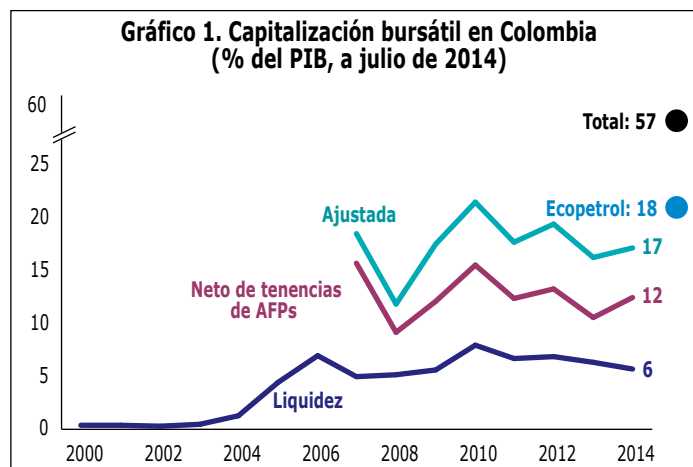
¿Qué es un esquema de formadores de liquidez?

Un esquema de formadores de liquidez (EFL) es un sistema que busca calzar las puntas de compra y venta de un activo financiero o de una especie de baja bursatilidad cuando dichas posiciones no encuentran una contrapartida en el mercado. Su objetivo consiste en suministrar liquidez al mercado y contribuir a la formación y estabilidad de los precios de los activos que se transan.

En las negociaciones que se llevan a cabo a través de un EFL intervienen dos partes: el formador de liquidez (FL) y un agente del mercado. Dichas negociaciones se realizan de la siguiente manera:

- El agente del mercado acude a una rueda de negociación para realizar una operación de compra (venta) sobre una especie particular. Sin embargo, no encuentra a otro agente que esté dispuesto a vender (comprar) dicho activo. Es decir, no existen puntas de venta (compra) para calzar dicha operación.

- Ante esta situación, el FL de la especie en cuestión garantiza una postura de venta (compra), asegurando la liquidez del activo y logrando calzar la transacción. Así, el FL asegura la continuidad de las operaciones en una rueda de negociación sobre una especie particular. No obstante, es importante



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

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



SEPTIEMBRE 5 DE 2014

PÁGINA 2

aclarar que el FL no puede garantizar un precio o rentabilidad específicos en dichas operaciones.

Previamente, es necesario que el FL se haya acogido a un EFL de un sistema de negociación donde se transen los activos que requieren liquidez. Esto implica que, cuando quiera que exista una orden de compra o venta sobre dichos activos, el FL debe asegurar la orden de venta o compra en firme que calce esta operación.

Dentro de los beneficios que genera la adopción de un EFL para el mercado de renta variable sobresalen los siguientes: i) contribuyen a la profundización bursátil aumentando los niveles de liquidez; ii) mejoran el proceso de formación de precios y su transparencia, gracias a que se cuenta con registros en las ruedas de negociación; iii) disminuyen las fluctuaciones de los precios de las especies objeto de negociación; iv) protegen los intereses de los inversionistas que toman posiciones sobre los emisores de las especies sujetas al EFL; y v) promueven la llegada de inversionistas extranjeros, quienes se ven atraídos por la adopción de estándares internacionales en los mercados locales.

Características de los EFLs a nivel local

El gobierno y la BVC han venido impulsando el diseño y la creación de los EFLs, dada la baja bursatilidad y liquidez del mercado de renta variable colombiano. Para ello, se tuvieron en cuenta exitosas experiencias internacionales sobre el particular, donde se destacan los *Market Makers* del BM&FBOVESPA de Brasil y los *Market Specialists* del NYSE de Estados Unidos.

Como resultado de dicho proceso, el gobierno expidió el Decreto 2279 de 2010, mediante el cual se definió la figura de los FLs a nivel local. Allí se estableció que las comisionistas de bolsa son las únicas enti-

dades autorizadas para realizar la actividad de formación de liquidez. Posteriormente, dicha actividad fue reglamentada por la Circular Externa 25 de 2013 de la SF, la cual impartió instrucciones específicas sobre las condiciones y requisitos que deben cumplir las comisionistas de bolsa cuando actúan en calidad de FL.

Este marco normativo establece como valores admisibles en las negociaciones de los FLs a los activos inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores y en los sistemas de negociación de valores. También admite los títulos extranjeros listados en sistemas de cotización local (v. gr. Mercado Global Colombiano).

Para que una comisionista de bolsa pueda operar como FL se debe acoger a un programa de formación de liquidez establecido por una bolsa de valores o por un sistema de negociación autorizado por la SF. Cabe destacar que el ejercicio de esta actividad no puede ser discriminatorio entre inversionistas y únicamente se puede realizar a través de los siguientes mecanismos:

- Empleando fondos propios: En este caso, el FL puede (o no) suscribir un contrato con el emisor de la especie objeto del EFL. Esto con el fin de garantizar su "patrocinio", suministrándole liquidez a la misma. Adicionalmente, cuando no existe dicho contrato, el FL podrá realizar operaciones por cuenta propia sobre los activos objeto del EFL.

- Utilizando fondos provenientes de los emisores: Para ello debe suscribirse un contrato entre el emisor de la especie objeto del EFL y el FL, definiendo claramente los derechos y obligaciones entre las partes. Allí se podrá pactar un esquema de incentivos por parte del emisor hacia el FL, el cual no podrá estar condicionado a la obtención de resultados en materia de precios o

tasas del activo del contrato. Asimismo, es necesario constituir un patrimonio autónomo (a través de una fiducia mercantil) con los recursos provenientes del emisor destinados al desarrollo del mencionado contrato. En este caso, el FL no podrá realizar operaciones por cuenta propia sobre los activos objeto del EFL y deberá llevar a cabo su labor de manera independiente del administrador de dicho patrimonio y del emisor.

Dentro de las obligaciones de los FLs se destacan las siguientes:

- Formular posturas de compra y venta en firme dentro de los sistemas de negociación.
- Divulgar al público los activos sobre los cuales se actúa como FL, así como el mecanismo adoptado para ello (recursos propios o del emisor).
- Publicar la evolución de la liquidez de los activos sobre los cuales se actúa como FL.
- Informar a la SF y a los sistemas de negociación aquellas operaciones que puedan llegar a tener implicaciones importantes sobre su desempeño operacional-financiero, así como sus posibles efectos sobre la condición de FL.
- Poner a disposición de las autoridades y de los administradores de los sistemas de negociación toda la información disponible relacionada con el desarrollo del contrato entre el emisor y el FL, cuando se utilicen recursos provenientes de emisores.

Por su parte, en el marco del EFL, el emisor que haya suscrito un contrato con un FL tiene como obligación divulgar al mercado el nombre de la comisionista de bolsa que ha sido contratada para tal efecto.

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



SEPTIEMBRE 5 DE 2014

PÁGINA 3

Asimismo, debe establecer los mecanismos necesarios para que sus decisiones sean independientes de las del FL y de la sociedad fiduciaria administradora del patrimonio autónomo.

Finalmente, los administradores de los sistemas de negociación en donde se implementen EFLs deben definir en sus reglamentos los requisitos de autorización de los FLs y los procesos de suministro de liquidez. Adicionalmente, tienen que identificar y divulgar al mercado cuáles son las comisionistas que operan como FLs, así como las especies sobre las que actúan en tal calidad y las operaciones efectuadas sobre las mismas.

El Programa de FL sobre acciones de la BVC

Como ya se mencionó, durante diciembre de 2013-enero de 2014, la BVC incorporó en su Reglamento General y Circular Única el Programa de Formadores de Liquidez (PFL) exclusivo para renta variable. Allí se definieron varios aspectos operativos, destacándose los siguientes:

- Las comisionistas de bolsa que busquen ser autorizadas como FLs deben demostrar suficiencia de recursos financieros. En particular, se estableció que un FL debe contar con un patrimonio técnico mínimo de \$10.000 millones cuando actúe bajo el mecanismo de recursos propios.

- Las especies de baja liquidez de un mismo emisor pueden tener hasta diez programas de FLs simultáneamente.

- La BVC debe verificar el cumplimiento del PFL de manera aleatoria y diaria. Asimismo, tiene que realizar y poner a disposición del público un informe mensual sobre el comportamiento de dicho esquema en cuanto al cumplimiento y los resultados de las operaciones de los FLs.

Con relación a la evolución del PFL, el monto de las operaciones realizadas bajo dicho esquema ha aumentado levemente durante 2014, pasando del 0.8% (\$27.000 millones) al 1% (como proporción del volumen mensual negociado en acciones en la BVC), ver gráfico 2. Dichas operaciones han representado en promedio tan solo el 1.2% (\$42.000 millones) del total transado en acciones en la BVC durante marzo-julio de 2014, siendo el *Exchange Trade Fund (ETF) IColcap* la única especie sobre la cual se han postulado órdenes de compra o venta en firme a través del PFL.

Conclusiones

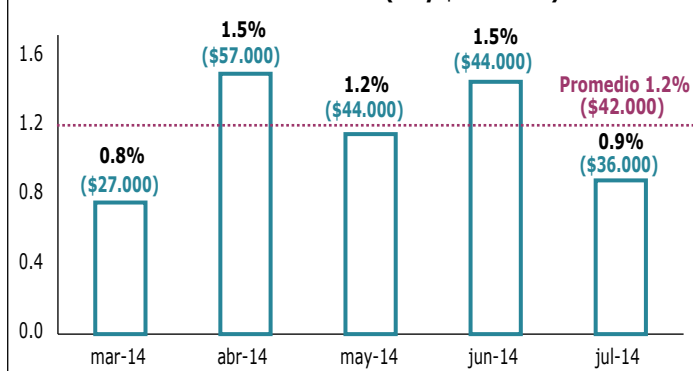
Hemos visto cómo los EFLs son sistemas que buscan calzar las puntas de

compra y venta de los activos financieros de baja bursatilidad. Su objetivo radica en suministrar liquidez al mercado, así como en contribuir a la formación y estabilidad de los precios de los activos. Dentro de sus beneficios, cabe resaltar: i) contribuyen a la profundización bursátil; ii) mejoran el proceso de formación de precios y su transparencia; iii) disminuyen las fluctuaciones de los precios de las especies objeto de negociación; iv) protegen los intereses de los inversionistas; y v) promueven la llegada de inversionistas extranjeros.

Localmente, la buena noticia es que ya contamos con un marco regulatorio sobre los EFLs (Decreto 2279 de 2010 y Circular Externa 25 de 2013 de la SF). Asimismo, la BVC puso en marcha el PFL exclusivo para renta variable. Sin embargo, durante marzo-julio de 2014, las operaciones con este esquema tan solo han llegado a representar (en promedio) el 1.2% del total transado en acciones en la BVC. Estas negociaciones se han concentrado sobre el *ETF IColcap*.

A futuro, cabría esperar que este mecanismo logre consolidarse como una herramienta idónea para incrementar la liquidez de los activos de renta variable, ampliando su utilización hacia otras especies de baja bursatilidad. También podría ser útil diseñar e implementar un EFL para activos de renta fija privada, pues dicho mercado evidencia bajos niveles de liquidez, lo cual afecta su proceso de formación de precios. De hecho, se estima que (en promedio) tan solo 35 títulos de un total de 1.800 títulos logran generar sus precios propios en las ruedas de negociación de la BVC.

Gráfico 2. Programa de Formadores de Liquidez de la BVC: Monto de las operaciones del PFL/Volumen mensual negociado de acciones en la BVC (% y \$ millones)



Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

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.