

GUIA PARA LA EMISION DE ADR`S: CASO BANCOLOMBIA

**JESSICA PAOLA MARTINEZ FORTICH
MERLYN VILLA DE LA BARRERA**

**UNIVERSIDAD TECNOLOGICA DE BOLIVAR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS
PROGRAMA DE FINANZAS Y NEGOCIOS INTERNACIONALES
CARTAGENA DE INDIAS, D.T y C.**

2008

CONTENIDO

CONTENIDO	2
LISTA DE TABLAS	4
LISTA DE GRAFICAS	5
LISTA DE ANEXOS	6
RESUMEN.....	7
INTRODUCCION	9
0. PROPUESTA DE INVESTIGACION	11
0.1.1 Descripción del Problema	11
0.1.2 Formulación del Problema	16
0.1.3 Sistematización del Problema	16
0.2 Objetivos	17
0.2.1 Objetivo General	17
0.2.2 Objetivos Específicos.....	17
0.3 Justificación.....	18
0.4 Marco de Referencia	19
0.4.1 Marco Teórico.....	19
0.4.2 Marco Conceptual	23
0.5 Metodología propuesta.....	25
0.5.1 Población y Muestra.....	25
0.5.2 Diseño de muestreo	25
0.5.3 Mecanismos de recolección	26
0.5.4 Procesamiento de la Información.....	26
1. CONDICIONES PREVIAS PARA LA FUTURA EMISION DE ADRS	28
1.2 Beneficios y riesgos de emitir acciones e inscribirlas en la BVC:.....	35
1.3 Requisitos para la emisión de acciones en la BVC	36
1.3.1 Tipos de colocacion	39
1.4 Normatividad.....	42
1.5 Programa Colombia Capital.....	48
1.5.1 Actividades y beneficios del programa.....	50
1.6 Reseña de Bancolombia	52
1.6.1 Generalidades.....	52
1.7 Analisis DOFA de Bancolombia.....	52
2. EMISION DE ADR`S.....	55
2.1 Bolsa de valores: New York Stock Exchange (NYSE)	55
2.2 Generalidades ADR`s.....	56
2.3 Formas de ADR`s.....	57
2.3.1 Clases de ADR`s	58
2.4 Requisitos para la emisión de ADR`s	60
2.5 Proceso de colocación de ADR`s.....	65
2.6 Ventajas de los ADR`s.....	69
2.7 Desventajas de los ADR`s.....	70
2.8 ADR BANCOLOMBIA	72

2.8.1 Ventajas para Bancolombia.....	72
2.9 Resultados Bancolombia.....	74
2.9.1 Activos	75
2.9.2 Cartera de Créditos.....	75
2.9.3 Portafolio de Inversiones	75
2.9.4 Calidad de los Activos	76
2.9.5 Pasivos	77
2.9.6 Patrimonio.....	77
2.9.7 Estado de Resultados	77
2.9.8 Resumen de los principales resultados financieros de Bancolombia.....	78
2.10 ANALISIS FUNDAMENTAL Y TECNICO DEL ADR BANCOLOMBIA....	79
2.10.1 ANALISIS FUNDAMENTAL	79
2.10.2 ANALISIS TECNICO	81
2.10.3 Indicadores Financieros	84
2.10.3.1 Razones de Liquidez	84
2.10.3.2 Razones de Endeudamiento	85
2.10.3.3 Razones de Rentabilidad.....	85
2.10.3.4 Razones de Eficiencia o Rotación.....	86
2.10.4 Indicadores Bursátiles	86
2.10.5 Resultados Econometricos.....	85
CONCLUSION	92
RECOMENDACIONES	98
BIBLIOGRAFIA	100
ANEXOS	103

LISTA DE TABLAS

Tabla 1. Requerimientos financieros y de distribución.....	55
Tabla 2. Requerimientos financieros.....	58
Tabla 3. Proceso de colocación internacional.....	61
Tabla 4. Costos de un programa de colocación internacional.....	62
Tabla 5. Crecimiento del ADR Bancolombia, 1995-2008.....	76
Tabla 6. Análisis de riesgo.....	77
Tabla 7. Relación IGBVC – NYSE.....	80
Tabla 8. Relación Producto Interno Bruto – Precio ADR Bancolombia.....	81
Tabla 9. Relación NYSE – CIB.....	81
Tabla 10. Relación IGBVC – CIB.....	82
Tabla 11. Relación CIB – Utilidad.....	82
Tabla 12. Relación volumen negociado de ADR – Utilidad.....	83

LISTA DE GRAFICAS

Grafica 1. Alternativas de financiación a través del mercado.....	27
Grafica 2. Flujo de venta de valores y obtención de recursos.....	28
Grafica 3. Tiempo de emisión de acciones en el mercado local.....	36
Grafica 4. Proceso de colocación de ADR´s.....	61
Grafica 5. Participación del mercado.....	68
Grafica 7. Comportamiento anual ADR Bancolombia.....	73
Grafica 8. Variación del precio del ADR, 1995-2007.....	75
Grafica 6. Variación de utilidades anual, 1995-2007.....	72

LISTA DE ANEXOS

ANEXO 1. Partes involucradas en el proceso de emisión y colocación...	28
ANEXO 2. Quiénes pueden convertirse en emisores.....	33
ANEXO 3. Tipo de acciones existentes.....	33
ANEXO 4. Requisitos para emitir acciones.....	34
ANEXO 5. Participación porcentual por acción en el IGBC.....	35
ANEXO 6. Tabla de presupuesto del Programa Colombia Capital.....	44
ANEXO 7 Beneficios de establecer adrs y gdr.....	44
ANEXO 8. Evolución de volumen global de negociación de ADR´s, 1990-2004.....	44
ANEXO 9 Niveles para la implementación de ADR´s: principales características.....	53
ANEXO 10. Cifras financieras de interés.....	68
ANEXO 11. Balance CIB.....	68
ANEXO 12. Resumen de principales rubros de Bancolombia.....	69
ANEXO 13. Indicadores Financieros.....	81
ANEXO 14. Principales Indicadores.....	81
ANEXO 15. Indicadores Bursátiles.....	81
ANEXO 16. Índice histórico de la Bolsa de Valores de Colombia.....	81

RESUMEN

El presente trabajo de grado lleva por título “GUIA PARA LA EMISION DE ADR’S: CASO BANCOLOMBIA” y sus autores son JESSICA PAOLA MARTINEZ FORTICH Y MERLYN VILLA DE LA BARRERA, candidatas al título de Finanzas y Negocios Internacionales.

El asesor de la investigación es HERNAN VALDIVIESO LAVERDE, economista con Magíster en Economía de la Universidad Javeriana y quien se desempeña como Director Especialización en Negocios Internacionales de la Universidad Externado de Colombia.

- El mercado de capitales es el conjunto de mecanismos a disposición de una economía para cumplir la función básica de asignación y distribución de los recursos de capital de mediano y largo plazo, los riesgos, el control y la información asociados con los procesos de transferencia del ahorro a la inversión, para el caso de Colombia este mercado esta manos de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) de la cual hacen parte aproximadamente 332 empresas.
- Existe un sinnúmero de razones por las cuales las empresas recurren a los mercados de valores, tales como: acceder a una fuente alternativa de financiación, obtener recursos financieros a menos costo, capitalizarse, financiar su crecimiento, incentivar a sus trabajadores con la posesión de acciones, optimizar su estructura financiera, valoración objetiva como empresa, proyectar la imagen corporativa de la empresa para obtener prestigio e imagen institucional, entre otras.
- La Bolsa de Valores de Colombia (BVC) establece requisitos claros y precisos para la emisión de acciones, con el fin de garantizar los intereses tanto de la empresa como de los inversionistas. Los requisitos fueron detalladamente nombrados en el desarrollo del trabajo.
- Actualmente existen 23 empresas que según la BVC, tienen la capacidad de convertirse en emisoras de acciones, teniendo a su alcance dos alternativas de vender las acciones que emitirían: por medio de la colocación privada o de la colocación pública.
- Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) en convenio, están adelantando actualmente un programa que tiene como objetivo atraer más empresarios al creciente negocio de bolsa. Este plan es llamado Colombia Capital y cuenta con el

apoyo de entidades como la Superfinanciera, ANDI, Proexport, entre muchos otros.

- Bancolombia actualmente, es la única empresa en Colombia que cotiza por medio de ADR`s dentro de la bolsa de Nueva York (NYSE), el mercado de mayor liquidez y capitalización bursátil del mundo, lo cual le ha traído un sinnúmero de beneficios como empresa y esto a su vez se traduce en bienestar para el país entero.
- La Bolsa de Nueva York, New York Stock Exchange (NYSE), es el mayor mercado de valores del mundo en volumen monetario y el primero en número de empresas adscritas. Listar en esta bolsa significa alta liquidez, bajo costo de arbitraje y posibilidad de proyectarse desde una amplísima vitrina a través de la cual la firma tiene la oportunidad de disponer de una enorme cantidad de recursos para proyectos de expansión, difundir su nombre por todo el mundo.
- Los ADR`s son títulos negociables emitidos, a nombre del titular, los cuales representan acciones de una compañía establecida por fuera de Estados Unidos y su venta/compra en los Estados Unidos se hace de acuerdo a las leyes norteamericanas. Actualmente Bancolombia esta emitiendo de manera exitosa este tipo de títulos en el NYSE.
- Existen cinco tipos de ADR`s, teniendo cada una, características y requerimientos que emisión diferentes entre si, Bancolombia específicamente simula en el “Nivel 3” de esta clasificación.
- Los requisitos y condiciones inherentes a la emisión de ADR`s son muy rigurosas, constan de requisitos financieros y de distribución y todo el proceso de emisión esta regulado la SEC que busca mantener y garantizar estándares de calidad y financieros de las empresas que buscan listar en el NYSE.
- El proceso de colocación de los ADR`s en la bolsa no es mas sencillo que su emisión, pues en este paso esta involucrada no solo la empresa que va a listar en el NYSE, también otros agentes como el banco emisión y el banco comercial, cumplen funciones especificas y claves dentro del proceso de colocación.
- Existen unas claras ventajas y desventajas en la emisor de ADR`s por parte de una empresa, las cuales deben ser consideradas por la firma para tomar acertadamente la decisión final de listar en el NYSE.
- Listar en el NYSE ha traído para Bancolombia una cantidad de ventajas, las cuales la empresa no duda en compartir y nosotras en revelerlo como ejemplo para otras empresas que tengan la capacidad de listar también en dicha bolsa.

INTRODUCCION

Comúnmente, se asocia el termino bolsa con las acciones, lo cual es parcialmente cierto, debido a que en los inicios las bolsas se crearon para negociar mercancías y posteriormente para financiar empresas mediante la emisión de bonos y títulos de capital (acciones).

Las bolsas modernas, que nacieron y se desarrollaron desde el siglo XVII, ya no compraban ni vendían bienes, y fue a partir de ese momento que los mercados se utilizaron para financiar a las empresas y los gobiernos por medio de los recursos de capital (acciones) y de deuda (bonos).

En Colombia para el 2001 existían tres bolsas bursátiles: Bogota, Medellín y Cali, las cuales se fusionaron el 7 de Enero del 2003, en la nueva Bolsa de Valores de Colombia, se centraliza la información acerca de las operaciones en acciones y de los agentes que participan, reduciendo los costos de transacción y unificando la cotización de las acciones en el país. La fusión obligo a reemplazar los índices de acciones de las tres bolsas existentes, dando origen a un nuevo índice que se ha denominado Índice General Bolsa Colombia (IGBC), el cual cuenta con una nueva metodología y muestra de acciones. El IGBC es concebido como un indicador de la evolución de los precios de las acciones más representativas del mercado. A partir del mismo, se puede conformar un portafolio con las acciones que contiene y obtener una base fundamental para construir productos derivados.

Si bien es cierto, que aquellas empresas que cumplan con los requisitos mínimos exigidos por la Bolsa de valores de Colombia (BVC), pueden acceder a este medio de financiamiento. Paralelo a esto, aquellas empresas más representativas de la bolsa nacional, tienen la oportunidad, siempre y cuando cumplan con los requisitos y normatividad adicional exigida, de captar recursos a través de otras bolsas que correspondan a su objeto económico en los mercados internacionales.

Una vez, la empresa que se encuentra listada en la bolsa local y a la vez este solidamente posicionada en el mercado accionario, puede acudir a buscar mayores recursos en virtud de su crecimiento organizacional por medio de emisiones de acciones en mercados maduros de capitales, a través de la figura de ADR`S (American Depositary Receipt) a razón de que estos mercados objetivos, ofrecen alta concentración de recursos (liquidez) de inversionistas de toda clase, que mantienen en dicha bolsa su dinero dada la seguridad y eficiencia del mercado extranjero.

Aquellas empresas que han decidido emitir ADR`s, como es el caso de Bancolombia, han obtenido un sinnúmero de beneficios, pues han logrado desde mayor reconocimiento nacional e internacionalmente hasta mayores recursos para sus proyectos de crecimiento y expansión.

Colombia sin duda, aún esta atrasada en términos de incentivar y promover este tipo de iniciativas, sin embargo el Gobierno nacional ha venido adelantando planes específicos con el fin de incitar a un mayor número de empresas a emitir acciones en la bolsa nacional como primer paso para emitir ADR`s en la bolsa de Nueva York.

Sin duda alguna, son muchos y muy exigentes los requisitos que debe cumplir una firma que tenga intenciones de emitir en el mercado extranjero y en la mayoría de los casos, esto, sumado a la desinformación sobre el tema, evita que muchas empresas contemplen la posibilidad de cotizar en bolsas diferentes a las nacionales, sin embargo, no intentarlo, privaría a la empresa de una inmensa fuente de financiación y de una estar en una prestigiosa vitrina internacional.

Actualmente existen numerosas firmas que según el criterio de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), llenan los requisitos para listar en una bolsa internacional, lo cual, para ellas y para el país, acarrearía muchísimos beneficios económicos y otros, en cuanto a imagen en el exterior.

Una incursión de estas empresas, aptas para entrar al mercado de valores extranjero, significaría para Colombia beneficios inigualables, pues el crecimiento que las empresas logran, a través de incrementos de capital entre el público inversionista, afecta el flujo circular de la economía, activa las actividades económicas, incide en el nivel de empleo y el consumo, e influye en la evolución del Producto Interno Bruto (PIB). Esto demuestra en términos generales, el impacto que causaría una emisión sobre el país.

El camino de las compañías y del país en general es aun largo, hay muchos paradigmas que romper y la iniciativa debe tomarse, como país debemos abrirnos a las posibilidades que ofrecen otros mercados y a través del mercado de capitales es una forma muy rentable de hacerlo.

Las posibilidades están a nuestro alcance, quizá la falta de información y de interés de nuestros empresarios sea una limitante, pero estamos creciendo como país, debemos proyectarnos por fuera de nuestras fronteras y buscar cada día mas posibilidades de mostrarnos ante los ojos del mundo. La globalización se esta haciendo evidente cada día mas y con el tiempo cobra mas importancia, por eso ya no es posible pensar solo en los negocios y en las posibilidades que podríamos obtener dentro del país.

Lo mas importante de una oportunidad es el beneficio que pueda traer y en el caso de la emisión de ADR`s por parte de una empresa Colombiana, se traduciría no solo en beneficios de todo tipo para la empresa sino en benéficos sociales y económicos para todo en un país.

0. PROPUESTA DE INVESTIGACION

0.1 Planteamiento del Problema

0.1.1 Descripción del Problema

El mercado de capitales colombiano es amplio y representa diversas oportunidades de crecimiento para las empresas, sectores, industrias y la nación. Actualmente, pese a su dinámica evolución y fortalecimiento respecto a otros mercados de valores internacionales, aun existe un área con relevantes oportunidades pero que solo hasta el momento ha sido visualizada y aprovechada por unas pocas empresas nacionales (14) como Cementos Diamante (1995), Banco Industrial Colombiano (1994), Carulla, Banco Ganadero, Papeles Nacionales, Banco Superior, Corporación Financiera del Valle, Cadenalco, Celumovil, OCCEL, Corcel, Cementos Paz del Río y Bancolombia. Lo importante es que empresas colombianas sólidas, de reconocimiento mundial y con capacidad para una colocación de acciones en mercados de capitales internacionales no están explotando esta segura oportunidad de mayor expansión y sostenibilidad financiera, la cual aporta generosamente al desarrollo económico del país así como de su mercado de valores, a su vez que permite una mejor transferencia de recursos y riesgos entre los agentes.

Es incuestionable que la movilización del ahorro para el financiamiento de las actividades productivas es una variable crítica del desarrollo económico. Lo demuestra la alta correlación positiva entre el crecimiento de la economía y el grado de profundización financiera, medida esta por el coeficiente entre los activos de riesgo de la banca, más las emisiones de bonos y acciones en el mercado público de valores, y el PIB¹. Esta es una razón por la cual es verídico la importancia de promover la colocación de ADR`s por parte de empresas nacionales en mercados de capitales internacionales, demostrándose así los satisfactorios beneficios para el país y los distintos sectores empresariales.

Cabe resaltar que, el reciente desarrollo del sistema financiero y del mercado de capitales colombiano, ha conllevado al fortalecimiento de los sectores e industrias involucradas en este dinámico negocio, viéndose reflejado en una alta capitalización bursátil² como porcentaje del PIB, la cual se ha multiplicado por cuatro, pasando de 11,5% en 2000 a 41% en 2006³.

Sin embargo, en la realidad esta buena noticia, no refleja iguales condiciones optimas en el mercado dado que el número de empresas listadas en bolsa se ha reducido y sigue siendo muy bajo frente a otras economías de similar y

¹ Columna de opinión, Jorge H. Botero - Ministro de Comercio, Industria y Turismo.

² Corresponde al valor que el mercado asigna al patrimonio de las empresas, de acuerdo con el precio al que se cotizan sus acciones. Resulta de multiplicar el número de acciones en circulación por su precio de mercado.

³ Cálculos realizados por Asobancaria (www.asobancaria.com) con base en información publicada por la Superintendencia Financiera.

mayor grado de desarrollo, lo cual reduce aun mas las posibilidades de que estas emitan acciones en otros mercados internacionales, recayendo esto en detrimento de la economía del país (ver gráfico 1). En una muestra de 23 países Colombia ocupa el puesto 16 en el ranking de capitalización bursátil, y el número de empresas listadas por cada millón de habitantes es de 2,1, mientras que en países como Chile y Perú es de 15,1 y 8, respectivamente; esto permite conocer un factor que ha aportado activamente al desarrollo y crecimiento sostenible de economías como Chile y Perú que pese a periodos de alta inflación, desempleo y deuda lograron volver a restablecerse y crecer mucho mas que antes, así mismo son ejemplos, Brasil y Argentina. Cabe destacar que, dentro del programa de colocación de ADR`s en Latinoamérica y Centroamérica, se presentan las siguientes cifras: México (35), Brasil (20), Chile (19), Argentina (15), Colombia (8), Venezuela (6) y Perú (2). Los sectores mas involucrados en esta área son: Tecnología, Petróleo y Gas, Construcción, Alimentos y Bebidas, Comercio y Maquinaria; siendo para Colombia: Bancos, Cementos, Comercio y Pulpa y Papel.

En Colombia la preocupación por profundizar el mercado de capitales ha rondado la agenda económica en los últimos veinte años, con avances importantes en algunas áreas. Sin embargo, hay un camino todavía largo por recorrer en aspectos fundamentales como la regulación y la puesta en marcha de mecanismos que sirvan de impulso al mercado y acrecienten la confianza de emisores e inversionistas respecto a la colocación de ADR`s.

Se debe reconocer que de no explotarse esta alternativa de crecimiento para el país y de expansión así como de mayor participación mundial para las empresas emisoras, la economía colombiana continuara por debajo del nivel optimo de desarrollo económico frente a otros países como Chile, Argentina, y Brasil que a partir del respaldo económico y político a sus empresas lideres en los mercados internacionales han logrado mejoramiento sobre el bienestar colectivo, es decir, de inversionistas y todo el cuerpo humano conformador de dichas empresas, eficiencia en los procesos productivos, mayores utilidades para el estado representadas a través de contribución fiscal, incremento sostenible a largo plazo del PIB, alta capitalización bursátil, disminución del desempleo, expansión empresarial, mayor capacidad financiera de estas empresas para el desarrollo de nuevos proyectos, incremento de activos y patrimonio, aumento de utilidades por operación, mayores dividendos, alta rentabilidad, mayor capital para respaldar proyectos sociales, mayor valoración de la empresa en el mercado mundial, atractivo para inversión extranjera en el país y el sector, no hay involucramiento de riesgo de cambio, mejoramiento de la imagen de la empresa, de sus productos e instrumentos financieros, mas crecimiento por parte de la empresa que en su mercado de origen, contribuir a su fortalecimiento institucional con mejores prácticas de buen gobierno, ofrecer mayor tranquilidad a los mercados gracias a herramientas de gestión más transparentes, aumento de las ventas, disminución del déficit fiscal, la diversificación internacional reduce el riesgo, mayor liquidez y así mismo, este flujo adicional de recursos con fines especulativos tiene repercusiones evidentes en la economía, no sólo presionando al alza sobre el reducido mercado bursátil nacional, sino también, por ejemplo, transformándose en otro

factor que conduce al persistente proceso revaloratorio de la moneda nacional, con múltiples repercusiones positivas en el terreno macroeconómico.

Por ello, son bienvenidos programas específicos como el de Colombia Capital, cuyo objetivo es desarrollar mecanismos alternativos de financiación e inversión de largo plazo para empresas e inversionistas, así como incrementar el número de agentes del mercado, incluyendo emisores, actores institucionales y administradores de fondos de capital privado⁴.

Dado que a partir de la experiencia reciente por parte de empresas colombianas como Bancolombia, la cual actualmente es la única que se encuentra listada en el NYSE (mercado bursátil de Estados Unidos, Nueva York) debido a que adelantó un proceso de capitalización en Colombia y el exterior por un total de 487 millones de dólares, de los cuales 320 millones los puso en el mercado estadounidense a través de ADR's, donde cada uno equivalen a cuatro acciones preferenciales de la entidad financiera, y a través de lo cual se ha comprobado que incluso la acción se cotiza en un valor muy superior al obtenido en la bolsa de valores de Colombia, impulsando al alza la capitalización bursátil, rentabilidad de la emisión, incremento del PIB y acrecentamiento de los recursos requeridos para sus planes de expansión, se ha hecho necesario buscar una solución a esta problemática, lo cual requiere de una estrategia integral que ataque tanto los problemas de oferta como de demanda, a la vez contemplando medidas regulatorias y acciones de promoción que el gobierno establece.

Cabe destacarse que dicho ADR's, en el año 2005 mostró una valorización del orden de 104.9% en la bolsa de valores de Nueva York y con un porcentaje de riesgo equivalente 13.04%. En cuanto a los precios mínimos se refiere, las acciones ordinarias en la BVC se cotizaron a \$ 7.690; las preferenciales a \$ 7.700 y el ADR a US 12.4. Así mismo, los precios de cierre máximos fueron: \$ 15.340, \$16.600 y US 28.8 respectivamente. Por otro lado, el volumen promedio diario de ADR's en los últimos tres meses del 2006 fue de 335.856 unidades.

Las variaciones en el precio de las acciones (ordinarias y preferenciales) de bancolombia, en el mercado colombiano arrojaron una correlación directa del 13.2%. Las acciones ordinarias mostraron, una correlación de 6.0% superior al 1.8% de las preferenciales frente al ADR de bancolombia en el NYSE. Las variaciones en el precio de las acciones ordinarias están correlacionadas de manera positiva en un 44.03% frente al comportamiento del IGBC mientras que las preferenciales 13.1%.

Por su parte el ADR se correlaciona directamente en un 51% con el comportamiento de las acciones ordinarias y un 38% con las preferenciales. Tanto las acciones ordinarias como las preferenciales en el mercado local se correlacionan directamente a nivel del 87% y 55% con el IGBC en forma

⁴ La semana económica, edición 606 de Asobancaria.

respectiva. Finalmente, es importante resaltar la alta valorización que el mercado internacional le reconoce al grupo empresarial antioqueño representado en bancolombia a través de su ADR, el cual además, de su excelente variación, tiene a la fecha un beta de 1.12, en el mercado bursátil de los Estados Unidos.

Por otra parte, por fortuna, las circunstancias para dar lugar a promover emisión de ADR`s son propicias debido a que la inflación es baja frente a otras economías latinoamericanas al igual que las tasas de interés, la economía muestra signos francos de reactivación, los sistemas de transferencia y custodia de títulos son de primera clase, las empresas necesitan mejorar sus estructuras financieras para competir en contextos más abiertos y, ante todo, se cuenta con ahorro disponible ya que, por ejemplo, el portafolio de los fondos de pensiones representa el 9% del PIB y crece al 30% anual.

Para alcanzar dicho objetivo sectorial con repercusiones económicas muy optimistas para la nación, se hace crucial contar con la participación y apoyo político-legal de la Superintendencia Financiera y el gobierno, de manera que estos mercados financieros se constituyan en fuentes efectivas de financiación de proyectos de inversión que conlleven a garantizar las condiciones mínimas del sector productivo para generar crecimiento económico sostenible. Por tal motivo, es indispensable actuar inmediatamente y retomar las iniciativas dirigidas a promocionar los mercados de capitales, contando con el liderazgo y respaldo político del Estado ya que es de vital importancia, para el bien presente y futuro del país, que esto se consiga.

Así, el estado, la Superfinanciera y la BVC deben concretar programas de capacitación que incentiven a generar dichos proyectos de colocación internamente en las empresas que actualmente cuenten con el respaldo financiero y administrativo y a conformar grupos de banqueros de inversión que estructuren junto con la empresa involucrada su emisión de ADR`s.

Ahora es cuando se debe aprovechar la liquidez de los mercados internacionales y el afán por obtener títulos de empresas de países emergentes, donde las empresas colombianas seguramente encontrarán, en las emisiones internacionales de acciones la oportunidad obtener recursos para sus proyectos de expansión. Algunos analistas⁵ consideran que es un proceso normal estos planes de emisión por parte de las empresas con mayor poder y solidez en el mercado, ya que arriesgan liquidez a corto plazo en búsqueda de poseer mayor rentabilidad y participación a largo plazo, sin temor a perder el control de esta, como suele suceder con la mayoría de los propietarios nacionales que no acceden a esta oportunidad por visualizar dicho riesgo. Sin embargo, un punto en contra de este tipo de procesos, dice Álvaro Camaro, es la alta concentración de la propiedad en la mayoría de compañías en manos de grupos económicos pero aun así son mayores los beneficios que aporta al desarrollo económico del país que cualquier pequeña desventaja que posea,

⁵ Álvaro Camaro, de Stanford Bolsa y Banca dice que hay buenos prospectos que pueden aprovechar esa coyuntura como es el caso del Grupo Aval, Isagén, Ecopetrol, y Colombiana de Inversiones.

sino se puede comprobar empíricamente por los programas de este tipo implementados por países como Chile, México y Argentina.

Si bien es cierto, empresas como Bancolombia que actualmente lista en la bolsa nacional e internacional, incide en el desarrollo del país pues esta hace parte de un sector vital para la economía ya que incide en la liquidez del mercado para otras actividades necesarias para el intercambio económico (captación y colocación de capital) como el consumo, la inversión y el ahorro. Esta empresa que aporta significativamente al sector financiero y al país a través del PIB, debido a que cuenta con un portafolio de servicios y productos muy diversificado a través del cual obtienen captaciones por distintas fuentes que conlleva a que la empresa se capitalice para aportar a su crecimiento interno así como para afrontar las responsabilidades tributarias y legales que le correspondan, lo cual se ve reflejado en un aporte positivo al flujo circular de la economía y mas específicamente, al incremento del PIB.

Una empresa diversificada la cual atiende varios segmentos económicos por medio de los cuales busca captar los recursos suficientes para atender la demanda de cartera ya sea de tipo hipotecaria, de consumo, comercial o de microcreditos, vitales para el funcionamiento optimo de la economía. Tal como Bancolombia que cuenta con capital propio y de terceros (captaciones), le permite constituirse como una empresa sólida financieramente y confiable así como con la capacidad de afrontar y respaldar los riesgos y costos en los que se incurre frente a una emisión de acciones (local o internacional), la cual es requerida, generalmente por las empresas para obtener financiamiento externo para sus proyectos de expansión.

A partir de que la empresa cuenta con suficientes activos y patrimonio para respaldar sus obligaciones, surge la posibilidad de que pueda ser parte de una emisión nacional de acciones y dada la credibilidad y estabilidad de sus operaciones en el mercado, esta despertaría el interés de los posibles inversionistas por adquirir los títulos emitidos por la empresa, ya que esto representa para ellos la posesión de parte de la empresa, de sus utilidades y rentabilidad.

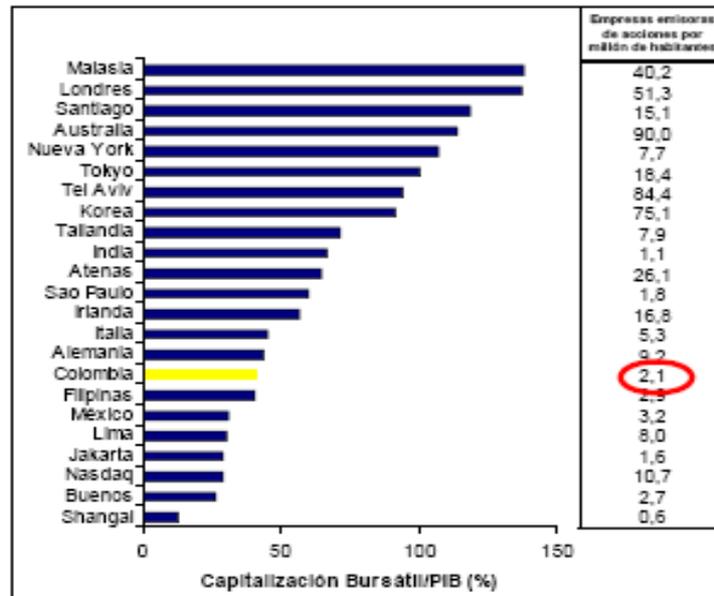
Todos esos factores positivos, crean expectativa en el mercado por el retorno que se podría obtener ante la inversión, lo cual lleva a una alta adquisición y cotización de la acción en la Bolsa de Valores local, siendo lo anterior, oportuno para que aumente el índice general de la bolsa, lo cual a su vez se traduce en mayor capitalización bursátil y beneficios para todas las partes involucradas.

Toda esta actuación positiva, lleva a la empresa a ser capaz de afrontar una emisión de acciones en el mercado internacional, ya que ha alcanzado la credibilidad y solidez suficiente para garantizarla.

Una alta cotización de la ADR's, elevaría el índice de la bolsa internacional, siendo a la vez la empresa mas atractiva ante inversionistas extranjeros y por tanto alcanzaría a captar mucho mas capital. Lo anterior se traduce para el país (Colombia) en beneficios para su economía, representado en el incremento en la entrada de dividendos, ingresos y utilidades por operaciones, rentabilidad bursátil, país potencial para la inversión extranjera directa, bienestar social

representado en mayores empleos dada la expansión de la empresa, así como mayor contribución al fisco nacional.

Grafico 1: Capitalización bursátil como porcentaje del PIB y empresas emisoras de acciones por cada millón de habitantes - 2005 (comparación internacional).



Fuente: World Federation of Exchanges, Banco Mundial y cálculos de Asobancaria.

0.1.2 Formulación del Problema

¿Que incidencias económicas tiene la emisión de ADR`s en los mercados internacionales por parte de empresas colombianas sobre el desarrollo económico del país y de la misma?

0.1.3 Sistematización del Problema

- ¿Existen evidencias verídicas en Latinoamérica de países que han fortalecido su aparato económico a partir de la colocación de acciones en mercados de capitales internacionales?
- ¿Hay iniciativas político-legales que respalden por parte del gobierno dichas emisiones, de tal manera que los propietarios de estas tengan plena seguridad al tomar la decisión?
- ¿Qué beneficios económicos trae la emisión de ADR`s específicamente para las empresas que la llevaron a cabo?

- ¿Que desventajas conrae para el Estado, la sociedad y las empresas privadas involucradas en dichas emisiones de ADR`s?

0.2 Objetivos

0.2.1 Objetivo General

- Analizar el impacto causado por la colocación de ADR`s por parte de Bancolombia en el mercado de capitales colombiano y sobre la economía nacional, mediante la investigación y el análisis de fuentes comprobadas tanto nacionales como extranjeras.

0.2.2 Objetivos Específicos

- Identificar las condiciones y requerimientos que deben cumplir las empresas colombianas para listar en la Bolsa Nacional y posteriormente, en la Bolsa de Nueva York.
- Estudiar las garantías y estímulos que otorga el Gobierno Nacional y las instituciones competentes para aquellas empresas que tengan por objetivo la colocación de acciones en el mercado de capitales nacional.
- Reconocer las ventajas y desventajas que acarrearía la emisión de acciones en la Bolsa de Valores de Colombia como la posterior emisión de ADR`s en la Bolsa de Nueva York, respecto a la empresa, el mercado de capitales y la economía colombiana.
- Determinar el entorno del mercado de capitales objetivo, nacional y extranjero, al igual que las condiciones exigidas para llevar a cabo la correspondiente emisión.
- Profundizar en las implicaciones del proceso técnico de emisión, colocación y oferta de los ADR`s en el mercado de capitales extranjero.
- Justificar los motivos por los cuales se considera relevante la emisión de ADR`s para el crecimiento y fortalecimiento económico de Colombia.

De acuerdo a los objetivos específicos planteados, identificamos las siguientes variables de estudio:

- Entorno que rodea a la empresa (Mercado bursátil y sector)
- Gobierno y los entes competentes (incentivos y garantías)
- Crecimiento interno (Estados financieros)
- Capital disponibles (planes de expansión)

0.3 Justificación

Para determinar la importancia de esta propuesta de emisión que con su realización conlleva a mejorar las circunstancias económicas de cualquier país, en nuestro caso específicamente de Colombia, es requisito fundamental conocer el concepto de ADR, el cual es un título diseñado para la negociación en el mercado estadounidense que equivale a cuatro acciones preferenciales de las que se negocian en la Bolsa de Valores de Colombia.

Con la liberación de barreras a la inversión, la competitividad de los mercados, el desarrollo tecnológico y la globalización de la economía, se han abierto puertas para que las empresas se proyecten a nivel internacional, pero así mismo se ha desencadenado una fuerte competencia y necesidad de financiamiento para la expansión y el desarrollo, conllevando a que dichas empresas busquen recursos en otras latitudes.

Entre las principales razones para acudir a financiarse en los mercados internacionales están:

- Los mercados maduros ofrecen una gran concentración de inversionistas, que debido a la estabilidad y eficiencia de estos.
- Menores restricciones por parte del gobierno a los inversionistas, lo cual les permite dirigir sus recursos a diversas alternativas.
- Un gran mercado representa un eficiente mercado cambiario y productos derivados de la colocación.
- Agilidad en los trámites y las operaciones, dada la autorregulación y desarrollo tecnológico de dichos mercados.

Si bien es cierto, los ADR`s permiten que la empresa acceda a mercados de capital con creciente liquidez fuera de su país donde las acciones llegan a ser valoradas mucho mas dada la rentabilidad y posicionamiento que garantiza la trayectoria o sector del cual hace parte la empresa, conllevando este proceso de emisión a la ampliación de su base de accionistas y aumento de su visibilidad en el mercado mundial.

Aprovechando la liquidez de los mercados internacionales, algunas compañías colombianas han encontrado en las emisiones internacionales de acciones una respuesta a sus problemas de iliquidez y de financiamiento de futuros proyectos de desarrollo empresarial, encontrando así recursos para sus planes de expansión sectorial. Cabe destacar que esta operación, busca promover liquidez para la acción, generar nuevas alternativas para obtener recursos en el mercado internacional de capitales, contribuir al fortalecimiento institucional, ofrecer mayor seguridad a los involucrados (inversores, emisores, propietarios, trabajadores) frente al mercado a partir de la implementación de eficaces herramientas de gestión que brindan garantías de recuperación de capital y obtención de mayores ganancias tanto para el sector, el estado y la sociedad.

Cabe destacar que, el país a partir del respaldo de emisiones de ADR`s de empresas privadas sólidas y de reconocimiento internacional, obtendría mayores garantías para ofrecer a los inversionistas frente a incluso empresas de otros sectores ya que se construiría confianza acerca de la rentabilidad y eficiencia en los procesos concernientes de tal forma que se lograría un entorno macroeconómico mas estable como se plantea y esto atraería mayores oportunidades para nuevas y medianas empresas temerosas de optar por cotizar en el mercado nacional e internacional de capitales.

En términos generales, la emisión de ADR`s es una oportunidad para el crecimiento y desarrollo económico de Colombia. Ciertamente falta más compromiso por parte del Estado y de las entidades competentes para estimular por un lado, a las empresas con capacidad de emisión y por el otro, para ofrecer garantías a los inversionistas potenciales.

Una simple mirada a los países Latinoamericanos cuyas empresas se han resuelto a invertir basta, para caer en cuenta de lo evidente que es su progreso y del sinnúmero de beneficios que trajo la emisión de ADR`s no solo económicamente sino en todos los demás ámbitos.

Las empresas nacionales, están desperdiciando una valiosa oportunidad de crecimiento institucional y de aporte económico al país. De ahí radica la importancia de crear incentivos y los medios para promover la iniciativa de emisión.

0.4 Marco de Referencia

0.4.1 Marco Teórico

Los ADR`s consisten en recibos negociables emitidos en forma certificada, los cuales representan una o varias acciones en los USA u otros países (UK, Luxemburgo, Japón, Alemania) de una compañía localizada en un país diferente a los anteriores (Latinoamérica, Sureste Asiático). Adicional, le permite al inversionista comprar y vender acciones extranjeras, sin tener la posesión física de ellas⁶.

Las partes que intervienen son los inversionistas del exterior, los administradores internacionales de los fondos, los administradores (representantes) y custodios locales, los comisionistas de bolsa, el banquero de inversión (estructurador de la emisión), la empresa emisora y la Bolsa de Valores que realiza la colocación.

Si bien es cierto, el mercado de capitales en Colombia es un sector altamente prometedor pero requiere de mayor confianza por parte del gobierno, órganos competentes y potenciales inversores, los cuales temen a ceder sus beneficios y derechos sobre la empresa que participe en una emisión de acciones en el

⁶ Fuente: www.usergioarboleda.edu.co

mercado internacional, y dado que consideran como muy riesgoso esta propuesta han venido prefiriendo conservar sus limitados beneficios a corto plazo, mientras desaprovechan esta oportunidad presente para mejorar el bienestar económico del país.

Se conoce que para ello, se requiere de un proceso que exige tiempo y recursos, con el fin de consolidar la acción y obtener un alto reconocimiento de la compañía, mas sin embargo, merece todo lo requerido este proceso ya que a largo plazo, para la empresa y la sociedad nacional, serán mayores dichas ganancias que los costos en que se incurrió inicialmente.

A partir de la evidencia del crecimiento económico de otros países Latinoamericanos y luego de diversas colocaciones de ADR`s por parte de sus empresas mas sólidas, se hace evidente el impacto económico positivo sobre el desarrollo del país. Por tanto, se considera una oportunidad viable para que Colombia fortalezca sus mercados, su imagen en el exterior y esto se traduzca, en mejoras sectoriales y beneficios productivos para el país.

Por otra parte, un programa de colocación de ADR`s conlleva a acrecentar el mercado de acciones de la empresa, estabilizando su precio, perfecciona la imagen de esta, gana mas participación y reconocimiento en el sector a nivel mundial, respecto a sus productos e instrumentos financieros, estimula a los empleados americanos a invertir en la compañía filial, a la vez que permite el ingreso al mercado americano de esta a un bajo costo operativo.

Recientemente, los gobiernos han desplegado planes en miras de desarrollar y aprovechar la riqueza que implica un optimo mercado de capitales y la inversión extranjera en el país, por lo cual ofrecen garantías para entrar al mercado de valores nacional pero los esfuerzos no han sido lo suficientemente estables como para explotar esta oportunidad de crecimiento y sostenibilidad económica para Colombia. Mientras, otros países vecinos conociendo la viabilidad teórica y operativa que este representa, se han concentrado en organizar coordinadamente un mercado de capitales eficiente, seguro, liquido, estable, confiable, transparente y eficaz frente a las exigencias de inversionistas extranjeros y nacionales. Nada mas con el incremento de empresas que emiten acciones en la bolsa de valores nacional se esta beneficiando la economía con un incremento satisfactorio del Producto Interno Bruto, mas aun cuando estas buscan aumentar su patrimonio y el de sus propietarios con una colocación internacional de acciones que no necesariamente llega a ser riesgosa mientras la compañía cuenta con las condiciones y respete las exigencias establecidas por el mercado internacional, tal como cumplir con los requisitos contables.

La experiencia de varios países en su consolidación como centros financieros internacionales, tales como Singapur, Malasia e Irlanda que cuentan con poblaciones y deficiencias económicas y en recursos incluso mayores a Colombia, ha permitido identificar ciertos factores en los que el Estado debe

trabajar para profundizar el mercado de capitales. Entre estos sobresalen los siguientes⁷:

- Garantizar un entorno macroeconómico estable, con baja inflación y desempleo, crecimiento sostenible y un déficit fiscal controlado.
- Definir un marco legal claro y flexible que promueva la inversión y el diseño de nuevos productos financieros por parte de todos los actores del mercado de capitales.
- Propender por la reducción de las barreras de entrada a los mercados financieros.
- Generar incentivos tributarios tanto a los inversionistas como a los emisores para facilitar su acceso al mercado de capitales. Dichos estímulos también deben estar dirigidos a la creación de empresas y a la actividad de investigación y desarrollo.
- Promover las mejores prácticas de gobierno corporativo, definiendo funciones claras y objetivos específicos entre las distintas autoridades económicas y sociales.
- Invertir en recurso humano, tecnología y en proyectos de infraestructura, principalmente en transporte y telecomunicaciones, para atraer capitales privados.
- Facilitar la profesionalización de los actores del mercado de capitales para que éstos puedan ofrecer productos financieros transparentes e innovadores.
- Promover diferentes mecanismos de negociación para los distintos productos financieros que se transan en los mercados, dependiendo de sus particularidades en términos de liquidez y sofisticación.

Así mismo, Colombia cuenta con elementos que se pueden aprovechar para potenciar su mercado de capitales. Desde el punto de vista de la regulación, la expedición de la Ley del Mercado de Valores (Ley 964 de 2005) busca modernizar la estructura institucional creando entidades como la Cámara de Compensación en Divisas, el Autorregulador del Mercado de Valores, la Agencia Numeradora y la profesionalización de los intermediarios del mercado de valores. Así mismo, la unificación de las Superintendencias Bancaria y de Valores, ha permitido eliminar los arbitrajes regulatorios y coordinar mejor las labores de supervisión con las de desarrollo del mercado.

Por su parte, desde la perspectiva micro estructural⁸, se ha venido mejorando la conformación de una curva de rendimientos para la deuda pública, de gran utilidad para la valoración de otros títulos. Se ha definido un marco legal para la realización de operaciones del mercado monetario como el repo, la transferencia temporal de valores y la simultánea, fundamentales para el

⁷ Del Valle, Clemente. "El Mercado de Capitales y la competitividad empresarial." XIX Simposio de Mercado de Capitales. Asobancaria. Medellín. Mayo, 2007.

⁸ Ospina, Pedro Nel. "Un par de propuestas para el desarrollo del Mercado de Capitales en Colombia." XIX Simposio de Mercado de Capitales. Asobancaria. Medellín. Mayo, 2007.

manejo de la liquidez y la administración eficiente de los portafolios de inversión.

La finalidad de este proyecto es demostrar la oportunidad de desarrollo económico que tiene Colombia a partir de la emisión de ADR's lo cual representa numerosas ventajas tanto para el país en general como para las empresas emisoras.

Muchas empresas consideran la emisión de acciones una pérdida sobre la propiedad de la empresa y es este temor uno de los principales factores que no conlleva a la exploración de los mercados de capitales internacionales, perdiendo así una gran oportunidad de expansión empresarial, aumento de sus ingresos, reconocimiento internacional, mayor participación en el mercado, mayor aporte a la productividad del país, refiriéndose esto último, a un incremento sustancial del PIB y del IGBC dado las ganancias que podrían obtener por la venta de dichas acciones. Este es un paradigma que se debe romper, de lo contrario tanto el país como las empresas colombianas continuarán en un estado de estancamiento por la aversión de arriesgarse en un mercado tan sensible a eventos externos, pero la rentabilidad que este genera es aun mayor al riesgo sobre el cual se llega a incurrir.

Cabe resaltar que, la colocación de dichas acciones es una actividad o programa complementario a la labor operativa y administrativa de la empresa, la cual ante todo aportará beneficios lucrativos, sociales, operativos y administrativos dado que ello posiciona mejor a la compañía en su sector y a nivel internacional así mismo abre las puertas a nuevos proyectos de crecimiento interno y externo empresarial, permite ampliar sus servicios o producción dependiendo del caso de empresa, y fortalecer la imagen, credibilidad y reconocimiento a nivel de sus clientes internos y externos.

Si bien es cierto, las empresas que han emitido ADR's como es el caso de Bancolombia, no limitan sus actividades a dicha emisión, pues esta es una actividad más de la empresa, ya que mientras emite las ADR's, Bancolombia continúa su normal funcionamiento como Banco, es decir, sigue con sus actividades de crédito, ahorro, captación y todas aquellas conformadoras de su amplio portafolio de servicios financieros. Lo anterior quiere decir que la emisión de ADR's y las normales actividades de Bancolombia son parte de un total de la empresa y una de ellas no interfiere con la otra, es decir, por el hecho de que la empresa haya colocado acciones en bolsas extranjeras, no significa que se detenga el funcionamiento y prestación de servicios estándares de la empresa.

En esta medida, Bancolombia separa perfectamente la emisión de sus labores corrientes, pues no son excluyentes entre sí, sino que forman parte integral de la empresa y se llevan a cabo ambos al tiempo sin ninguna dificultad.

0.4.2 Marco Conceptual

ACCIÓN:

Título valor de carácter negociable que representa un porcentaje de participación en la propiedad de la compañía emisora del título.

ACCIONES EN CIRCULACIÓN: El número de acciones emitidas por una sociedad, que pueden ser libremente transadas en el mercado.

AMERICAN DEPOSITARY RECEIPT (ADR`s): Título valor americano el cual representa la posesión que tiene un Banco americano sobre un título extranjero. Un Banco americano crea un ADR basado en la propiedad que posee sobre un número determinado de acciones de una compañía extranjera. Estas acciones son mantenidas en depósito por la sucursal exterior del banco en el país de origen de la emisión. Un inversionista americano puede comprar acciones de la compañía extranjera en la forma de un ADR. **2.** Certificados negociables que se cotizan en uno o más mercados accionarios, diferentes del mercado de origen de la emisión y constituyen la propiedad de un número determinado de acciones. Fueron creados por Morgan Bank en 1927 con el fin de incentivar la colocación de títulos extranjeros en Estados Unidos. Cuando se pretende su transacción fuera de los Estados Unidos, se establecen programas de Global Depositary Receipts -GDR⁹.

BOLSA DE VALORES:

Son instituciones que al permitir la compra y venta de acciones de sociedades anónimas, bonos, certificados y demás títulos valores, fomentan el ahorro y el mercado de capitales, contribuyendo al desarrollo económico y social de un país. En Colombia existe una sola bolsa de valores, producto de la fusión de las antiguas bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente

BURSATILIDAD:

Índice de Bursatilidad Accionario (I.B.A.), mide la dinámica de una acción, basada en el grado de facilidad para comprarla o venderla en el mercado secundario. Este Índice es divulgado mensualmente por la Superintendencia de Valores. El cálculo del Índice de Bursatilidad Accionaria tiene en cuenta la frecuencia de cotización, monto transado promedio por rueda bursátil, grado de rotación de las acciones y número de operaciones realizadas en promedio por rueda.

CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL: Corresponde al valor que el mercado asigna al patrimonio de la empresa, según el precio al que se cotizan sus acciones. Resulta de multiplicar el número de acciones en circulación de la sociedad emisora por su precio de mercado. Se expresa en pesos ó dólares.

⁹ Concepto según la Bolsa de Valores de Colombia.

DIVIDENDO:

Monto presentado en acciones o dinero que se decreta periódicamente para cada acción de acuerdo a los resultados obtenidos por la organización con respecto a sus políticas financieras.

EMISIÓN:

Conjunto de títulos valores con características idénticas y respaldados económicamente por un mismo emisor, con el propósito de ser puestos en circulación y absorbidos por el mercado de valores.

EMISOR:

Entidad de carácter público o privado que a través de la emisión de títulos valores en el mercado público de valores canaliza el ahorro nacional con el fin de obtener recursos de financiación para las actividades inherentes al funcionamiento y desarrollo de su organización.

LIQUIDEZ PRIMARIA:

De acuerdo a las preferencias del emisor, el título valor tendrá o no la posibilidad de ser redimido directamente en la entidad emisora antes del vencimiento del plazo de maduración.

LIQUIDEZ SECUNDARIA:

Característica del título que el permite al inversionista negociar el título valor en el mercado secundario de bolsa a través del traspaso a otro inversionista.

MERCADO DE CAPITAL:

Mercado en el cual se compran y venden diferentes alternativas de inversión representadas en títulos valores con variables que se ajustan de acuerdo a las expectativas del inversionista y en la que intervienen múltiples intermediarios financieros.

MERCADO PRIMARIO:

Grupo de instituciones e intermediarios encargados de la colocación de nuevas emisiones de títulos en el mercado.

MERCADO SECUNDARIO:

Grupo de instituciones e intermediarios financieros que permiten el traspaso de los derechos de propiedad de los títulos valores circulantes en el mercado.

OFERTA PÚBLICA:

Es la propuesta abierta y transparente que se hace dando a conocer la firme decisión de comprar o vender títulos valores en el mercado organizado.

PRECIO DE MERCADO:

Precio al cual se cotiza una acción en las bolsas de valores. Está determinado por la oferta y la demanda de la acción y depende de la manera como el mercado evalúe el desempeño del emisor y del entorno.

Q-TOBIN:

Relaciona el precio de mercado de la acción con su valor patrimonial. Indica si la acción está subvalorada o sobre valorada respecto a su valor en libros.

R.P.G.:

Indicador que resulta de dividir el precio de mercado de una acción entre la utilidad por acción reportada por el emisor. Representa el número de períodos que se requieren, a este nivel de utilidades, para recuperar lo invertido.

SUPERINTENDENCIA DE VALORES:

Organismo gubernamental dependiente del Ministerio de Hacienda y Crédito Público que regula, supervisa y sanciona las operaciones del mercado público de valores en Colombia.

UNDERWRITING:

Proceso mediante el cual una firma representativa de la banca de inversión se compromete con el emisor a colocar una porción o el total de la emisión de un grupo de títulos valores que posteriormente han de ser renegociados en el mercado de valores.

VALOR DE LA EMISIÓN:

Constituido por el número de títulos autorizados para ser ofrecidos en el mercado multiplicado por el precio de suscripción de la emisión.

0.5 Metodología propuesta

0.5.1 Población y Muestra

Definimos la población como las empresas privadas registradas en la Bolsa de Valores de Colombia, cuya muestra, con el fin de facilitar el estudio, será una empresa privada, Bancolombia, que esta registrada en la Bolsa de Valores de Colombia y a su vez, se encuentra listada en la Bolsa de valores de Nueva York, dada la pertinente emisión y colocación de su ADR`s en 1995.

0.5.2 Diseño de muestreo

Se seleccionara la muestra a partir del muestreo de juicio, donde los elementos (empresas) serán elegidas mediante juicio personal del experto que nos colaborara en la recolección de información, el cual cuenta con los criterios necesarios para elegir los elementos de la muestra.

Una muestra de juicio es no probabilística puesto que esta basado en los puntos de vista subjetivos de una persona y la teoría de la probabilidad no puede ser empleada para medir el error de muestreo, así mismo, las

principales ventajas de esta son la facilidad de obtenerla y que el costo usualmente es bajo¹⁰.

Si bien es cierto, dado que la persona seleccionada para realizar un pertinente análisis crítico y a juicio personal, es un banquero de inversión, el cual participo directamente en la estructuración de la emisión y colocación de ADR's bancolombia, se concluyo que este seria el encargado de que bajo sus criterios escogiese la empresa privada de muestra para el análisis de nuestro problema. Cabe resaltar que los criterios a tener en cuenta para seleccionar dicha muestra refieren a los siguientes: la empresa debió realizar colocación de ADR's, encontrarse listada en una bolsa de valores estadounidense, operar en la actualidad en el mercado nacional, ser muestra representativa de éxito en sus operaciones dentro del sector al cual pertenece, tener alta participación dentro del índice general de la bolsa de valores nacional y extranjera, ser competitiva y eficiente a nivel nacional e internacional, y poseer diversos proyectos institucionales, presentes y a futuro, que requieran de la rentabilidad sobre el capital involucrado en sus operaciones y estrategias financieras para así alcanzar suficiente respaldo económico sobre estos.

0.5.3 Mecanismos de recolección

La información para alcanzar los objetivos planteados será recolectada basándonos en las fuentes secundarias de información, es decir, por medio de consultas por Internet, estudio técnico y fundamental realizado a empresas que actualmente cuenten con ADR's, mas específicamente el caso actual de Bancolombia, reportes presentados por la Superintendencia Financiera sobre el tema, análisis existentes acerca de los ADR's en los mercados de capital extranjeros, al igual que se contara con la colaboración y supervisión de un experto en el tema de la emisión y colocación de ADR's e informes del Gobierno Nacional.

0.5.4 Procesamiento de la Información

Luego de tener la información recolectada por medio de las fuentes secundarias y seleccionadas, esta será organizada y sustentada por medio de tablas y gráficos comparativos trabajados en Excel a partir de cifras reales y verídicas tomadas de los reportes de sus estados financieros, instituciones relacionadas (Superfinanciera) y de la Bolsa de valores nacional y extranjera donde se lista. Así mismo, en base a la investigación realizada y las experiencias de empresas en los distintos países involucrados en esta actividad para así comprobar la hipótesis. De igual forma, esta se sustentara en un reporte donde conste la declaración escrita y en cifras de la empresa tomada como muestra, Bancolombia, la emitió en 1995 su ADR's en el NYSE, al igual que sus resultados económicos obtenidos antes y después de la colocación.

¹⁰ Fuente: <http://www.monografias.com/trabajos11/tebas/tebas.shtml>

1. CONDICIONES PREVIAS PARA LA FUTURA EMISION DE ADRS

El mercado de capitales es el conjunto de mecanismos a disposición de una economía para cumplir la función básica de asignación y distribución, en el tiempo y en el espacio, de los recursos de capital (aquellos de mediano y largo plazo destinados a financiar la inversión, por oposición a los recursos de corto plazo que constituyen el objeto del mercado monetario), los riesgos, el control y la información asociados con los procesos de transferencia del ahorro a la inversión¹¹.

Este mercado esta compuesto por acciones, bonos convertibles en acciones-BOCEAS¹², derechos de suscripción y títulos provenientes de procesos de titularización donde la rentabilidad no esta asociada a una tasa de interés específica.

Entre sus principales objetivos, encontramos:

- Transferencia de recursos en el sector productivo de la economía.
- Posibilita la diversificación del riesgo para los agentes participantes.
- Ofrece una amplia variedad de productos con diferentes características como plazo, riesgo y rendimiento, de acuerdo con las necesidades de inversión o financiación de los agentes participantes del mercado.

Este mercado esta dividido en intermediado (transferencia de recursos por medio de establecimientos de crédito) y no intermediado (transferencia de los recursos se realiza directamente a través de instrumentos financieros).

Para el caso colombiano, dicho mercado representa diversas oportunidades de crecimiento para las empresas, sectores, industrias y la nación. Respecto a economías de similar nivel de desarrollo, este es vasto, presentando una dinámica evolución y fortalecimiento, aunque existe un área con relevantes oportunidades la cual hasta el momento ha sido visualizada y aprovechada por unas pocas empresas nacionales, tales como: Cementos Diamante (1995), Banco Industrial Colombiano (1994), Carulla, Banco Ganadero, Papeles Nacionales, Banco Superior, Corporación Financiera del Valle, Cadenalco, Celumovil, OCCEL, Corcel, Cementos Paz del Río y Bancolombia.

¹¹ Definición adjudicada por la Bolsa de Valores de Colombia.

¹² BOCEAS: Bonos Obligatoriamente Convertibles en Acciones ; son títulos de renta fija que se pueden transformar en valores de renta variable, a su vencimiento o en períodos señalados en la emisión por la sociedad emisora, a un precio o con descuento. Esta clase de títulos confieren las prerrogativas propias de los bonos ordinarios y adicionalmente dan a sus propietarios el derecho o la opción de convertirlos total o parcialmente en acciones de la respectiva sociedad emisora.

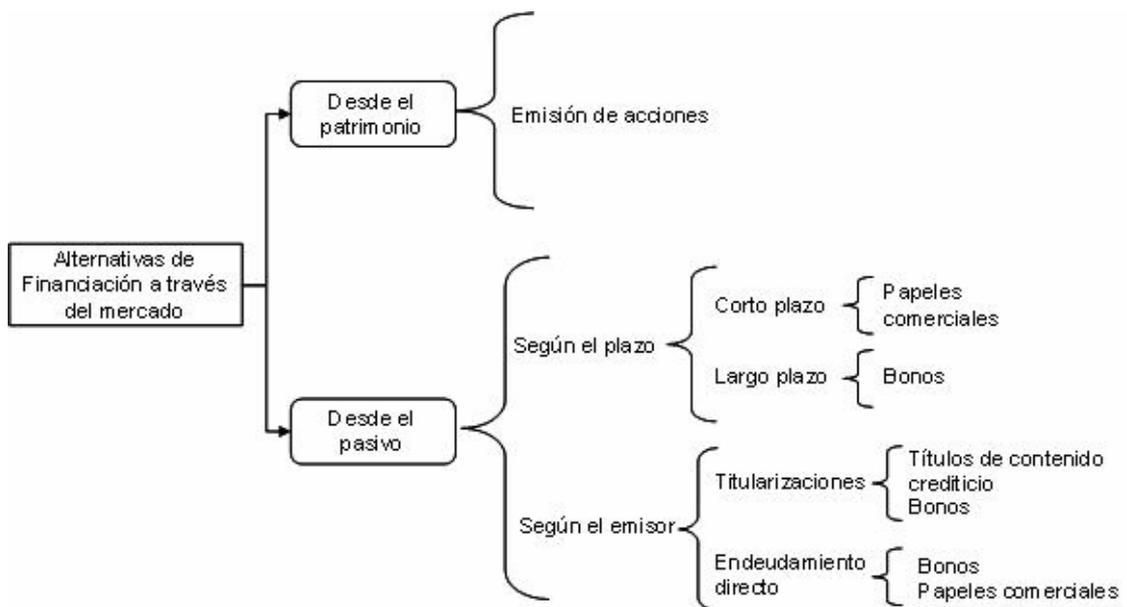
Definición según la Bolsa de Valores de Colombia; www.bvc.com.co

Así mismo, es importante anotar que las empresas buscan recursos por tres motivos principales:

- Cubrir flujos operativos mejor conocidos como capital de trabajo, el cual consiste en la compra de materias primas, insumos, anticipos a proveedores, salarios a trabajadores, pago de anticipos, entre otros.
- Inversión en proyectos de expansión o desarrollo empresarial (adquisición de maquinaria y equipos, tecnología, ampliación de la planta productiva, etc.).
- Reestructuraciones corporativas, es decir, sustituir pasivos de corto plazo por deudas de largo plazo, con el fin ultimo de liquidar socios.

Si bien es cierto, las organizaciones pueden obtener dichos recursos a través de dos alternativas, el mercado financiero y el mercado bursátil, pero esta decisión de elección debe ser acorde al objetivo que persigue la financiación y al nivel de riesgos que la empresa esta dispuesta a asumir. A continuación, establecemos los puntos a favor y en contra de cada alternativa de financiación:

Gráfica 1. Alternativas de financiación a través del mercado



A. Para el caso del financiamiento bancario, el establecimiento de crédito realiza un estudio de riesgo crediticio donde evalúa la capacidad de respaldo sobre la deuda a contraer por parte de la empresa solicitante, el cual en cierta medida, arroja información para conocer la capacidad de cubrimiento de la deuda (capital) y los intereses generados por el préstamo y esto, evitaría a la empresa endeudarse por encima de su capacidad de pago y a la entidad financiera de aumentar su cartera. Sin embargo, la organización al tomar un préstamo bancario, cualquiera que

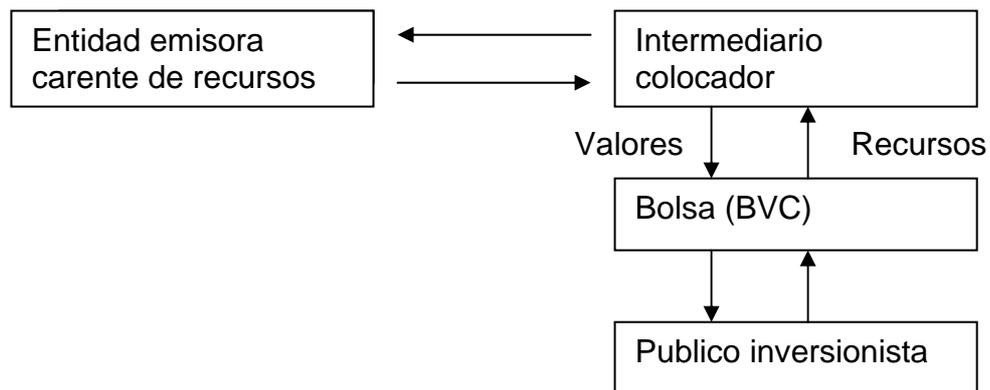
sea su monto, estaría expuesto a las variaciones de la tasa de interés, debido a que existe la posibilidad de que la tasa a través del tiempo aumente en relación a la que se tomó inicialmente el dinero, causando esto un aumento en la deuda. Esto último constituiría un riesgo visible e inherente en el caso de que la empresa se incline por esta opción. Dicha alternativa es más recomendable, en caso de requerirse capital a corto plazo, tal como para el pago de salarios a trabajadores, anticipos a proveedores o pago de servicios.

Un riesgo adicional a lo anterior, está en que para acceder a los recursos de una entidad crediticia, la empresa debe anteponer como garantía a la cancelación oportuna de su deuda, sus propios activos de capital, ganancias futuras y el patrimonio mismo, los cuales estarían comprometidos en caso de incumplimiento y/o evasión a la obligación contraída.

B. Además de la financiación bancaria, también encontramos la opción del mercado bursátil, donde a diferencia del primero, el acreedor no es solo una institución, en esta alternativa, existen múltiples acreedores y socios. Se habla de acreedores en caso de si se trata de financiamiento por medio de deuda y de socios si es financiamiento a través de incremento de capital. Tanto los acreedores como los socios son innumerable y por lo general la empresa que necesita recursos emite documentos o títulos que representan una deuda a su cargo o parte de su capital, siendo entre sus opciones están la emisión de acciones y/o títulos o bonos de deuda, sin embargo en el caso específico de dicho trabajo, se desarrollara únicamente, la temática de emisión de acciones.

La captación de recursos en este caso, estaría dada por medio de la venta que es sinónimo en esta situación de colocación, estos documentos son colocados entre el público inversionista por medio de un intermediario. Por tanto, la empresa pasaría a ser una emisora que no tendría contacto con sus acreedores o socios nuevos más que la relación con el intermediario. Este intermediario, para el caso de Colombia, son los llamados comisionistas de bolsas que intervienen en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), comprando o vendiendo títulos a nombre y por encargo de un tercero. Ver anexo 1

Grafica 2. Flujo de venta de valores y obtención de recursos



Para la empresa, por efectos del objeto del trabajo, emitir específicamente acciones significa no incurrir en el riesgo del mercado crediticio (tasa de interés), acceder a mayor monto de capital en corto tiempo, llegar por una vía directa y fácil a potenciales inversionistas, dar sea conocer como organización, aumenta el valor de la empresa en el mercado, rendimientos sobre el porcentaje de capital que representa la emisión, prosperidad económica, oportunidad para llevar acabo proyectos a largo plazo, menor costo sobre el margen de intermediación, disminución de los costos financieros, transparencia en la información sobre las negociaciones y compartir extensivamente las pérdidas.

En el mismo sentido, dentro de los riesgos que asume la empresa al emitir acciones esta el hecho de que no existan inversionistas interesados en adquirir los títulos, costo de la estructuración de la emisión, pago a la sociedad comisionista de bolsa, ceder parte de la propiedad de la empresa a los inversionistas que adquieran las acciones, repartición extensiva de utilidades a través de los dividendos, mayor impacto de los agentes externos sobre la estabilidad de la empresa y riesgo sobre el retorno de la inversión (tiempo y monto).

Esta alternativa es más factible para las organizaciones cuando se requiere invertir en modernización, desarrollo o expansión. Así mismo, al presupuestar proyectos de largo plazo.

En términos generales, recurrir al mercado bursátil se traduce en mayor nivel de liquidez, valorización de la empresa en el mercado local e internacional, mayor capital disponible para la puesta en marcha de sus propósitos organizacionales y un status superior así como competitividad frente a otras empresas del mismo sector (atractiva para alianzas e inversión extranjera), conllevando a una alta capitalización bursátil¹³ como porcentaje del PIB, la cual

¹³ Corresponde al valor que el mercado asigna al patrimonio de las empresas, de acuerdo con el precio al que se cotizan sus acciones. Resulta de multiplicar el número de acciones en circulación por su precio de mercado.

años recientes se ha multiplicado por cuatro, pasando de 11,5% en 2000 a 41% en 2006¹⁴.

De igual forma, esto fortalece al mercado de capitales del cual hace parte, le otorga competitividad frente a la competencia externa, incentiva a otras empresas a incursionar en el mercado de capitales, y ello, se ve reflejado en un aporte significativo a nivel productivo, económico, por medio del incremento del PIB, mayor demanda de mano de obra, alta contribución tributaria, entre otros, así como a nivel social, dado que hay disminución del desempleo y mejoramiento del bienestar social.

Con la oferta pública de acciones, la empresa adquiere carácter público dado que parte de su propiedad pasa a manos de inversionistas privados sean personas naturales o jurídicas, lo cual le significa a la empresa un aumento de su prestigio así como promoción de su nombre y actividades debido a que los medios, difunden públicamente a la sociedad, que es y que hace. En muchas ocasiones, según el mercado donde se inscriban, la difusión alcanza dimensiones internacionales.

El mercado de capitales, se enfoca en trasladar recursos a las empresas que requieran de la realización de proyectos, los cuales no representen financiarse con pasivos y que sean de mayor envergadura, tales como:

- Penetrar en nuevos mercados o incursionar en nuevos negocios.
- Ampliar el tamaño de la empresa.
- Crear subsidiarias, filiales o realizar asociaciones estratégicas.
- Captación de mayor monto de recursos.
- Disminución de los costos de financiamiento.
- Dinamización de la estructura financiera.

En términos generales, las empresas no acuden al mercado de capitales en búsqueda de recursos con el fin de llevar a cabo sus tareas corrientes sino para expandirse o reestructurarse. El crecimiento que estas logran, a través de incrementos de capital entre el público inversionista, afecta el flujo circular de la economía, activa las actividades económicas, incide en el nivel de empleo y el consumo, e influye en la evolución del Producto Interno Bruto (PIB).

En resumen encontramos que las ventajas de acudir al **mercado de valores** frente al **mercado financiero** en el momento que una empresa precisa obtener recursos para poner en marcha programas de expansión, sustitución de pasivos, ampliación de planta, necesidades de capital de trabajo, entre otros, se agrupan en las siguientes¹⁵:

Acceder a una fuente alternativa de financiación y capitalización:

¹⁴ Cálculos realizados por Asobancaria (www.asobancaria.com) con base en información publicada por la Superintendencia Financiera.

¹⁵ Información proporcionada por la oficina principal de la Bolsa de Valores de Colombia; Bogotá cra 7 No 71-21 Torre B Piso 12. Para mayor información visite www.bvc.com.co

La financiación a través de recursos propios y/o de terceros ofrece características de flexibilidad y reducción de riesgo para conseguir el equilibrio financiero deseado por cualquier empresa.

Financiar el crecimiento de la empresa:

La ampliación de capital en Bolsa, es una forma eficaz de obtener fondos para sostener la expansión de una empresa además de las múltiples opciones de financiación de capitales que esta ofrece.

Obtener Recursos financieros a menor costo:

Al tomar decisiones de financiamiento es importante recordar el concepto de generación de valor: éste consiste en que si una empresa genera utilidades operativas mayores que los costos de los recursos utilizados para producirlas, estará generando valor o riqueza para los accionistas, por el contrario, si esta utilidad es menor que los costos, la riqueza de los accionistas se verá deteriorada. Al acudir al mercado de valores se da una reducción en los costos de financiamiento, dado que es una fuente desintermediada, frente a la alternativa de la obtención de un crédito bancario (fuente intermediada).

Estructurar las fuentes de financiación de acuerdo a las necesidades específicas:

El emisor tiene la posibilidad de estructurar un programa de emisión y colocación de valores donde defina las condiciones de esta, adaptándolos a los flujos previstos para las necesidades de la empresa que los emite.

Capitalizar su compañía:

Se puede encontrar en el mercado de valores diversidad de inversionistas que deseen apoyar proyectos o el desarrollo de una empresa. Este apoyo se facilita si cuenta con un Código de Buen Gobierno, el cual es una plataforma de protección y confianza para los accionistas, inversionistas y terceros con interés en la empresa.

Mediante la emisión de acciones se pueden mejorar las condiciones de negociación ante las instituciones bancarias: al tener mayor patrimonio y una menor relación de apalancamiento, la compañía se convierte en un sujeto de crédito más seguro ante los bancos, además de permitirle enfrentarse a posibles reducciones en sus niveles de ventas o incrementos en las tasas de interés. Reduce los costos y gastos financieros: las acciones no afectan el flujo de caja, pues no requiere erogaciones periódicas de pago de intereses, facilita el manejo de fondos en proyectos de largo plazo: un proyecto de largo plazo rinde sus frutos en el futuro. Las acciones no requieren el pago de gastos financieros en la etapa pre-operativa del proyecto.

Aporta a la expansión de la empresa características de solidez, flexibilidad y reducción de riesgo financiero, por medio de la emisión de acciones las empresas pueden obtener en el momento más adecuado financiación a través de ampliaciones de capital (emisión de acciones), adicionalmente diversifica la colocación de capital.

Incentivar a los trabajadores con acciones de la propia empresa:

También, representa una herramienta para incentivar a los trabajadores con la otorgación de acciones de la propia empresa, ofreciéndoles a éstos la posibilidad de participar en su capital a cambio de su trabajo, eficiencia y productividad. Además de una fórmula de gratificación, esta política motiva un interés mayor por parte del trabajador en la marcha y gestión de la empresa, integrándolo de forma más activa en los nuevos planes y proyectos futuros de desarrollo de la misma. Se siente parte de ella y por tanto, eje fundamental para el éxito y alcance de los logros financieros, operativos y económicos de la misma, a través de su trabajo.

Valoración objetiva de la empresa:

Las acciones de una compañía que cotiza en la Bolsa son valoradas por el mercado, lo que resulta ser más objetivo al momento de asignarles un precio y por ende valorar a la empresa. La Bolsa incorpora sistemáticamente las expectativas de beneficios en la valoración de las empresas cotizadas. El precio que alcanzan las acciones de una compañía inscrita en bolsa, no sólo es representativo de la dinámica entre oferta y demanda en el mercado, si no también de la percepción de éste sobre las decisiones tomadas y de los resultados obtenidos por la empresa.

Optimizar la estructura financiera de la empresa:

La empresa puede mejorar la composición de endeudamiento, atender y programar más eficientemente sus necesidades financieras. También obtiene fuentes de recursos no concentrados que garantizan la estabilidad e independencia crediticia, además es posible suplir las necesidades de liquidez

Proyectar la imagen corporativa de la empresa otorgándole prestigio e imagen institucional:

El mercado de valores es un medio eficaz para dar a conocer las oportunidades y fortalezas de una compañía. Cotizar en Bolsa conlleva reconocimiento de tradición y transparencia en el manejo, lo que a su vez redundará en imagen positiva y credibilidad acerca de la compañía frente a inversionistas, clientes, proveedores, bancos, etc.

Mediante el Código de Buen Gobierno le permite maximizar el valor de la empresa, y también le hace posible reconocer el ejercicio pleno de los derechos de los accionistas y de terceros que tengan interés en la empresa.

Si bien es cierto, el mercado público de valores facilita el acceso de la empresa a una amplia comunidad de inversionistas que confía en la empresa y comparte con ella el objetivo de maximización del beneficio tanto para los empleados, los clientes y la empresa, adicionalmente un mercado organizado permite que los precios de los valores se fijen de acuerdo con las fuerzas competitivas, no se fijan en negociaciones ajenas al mercado, así mismo estos precios son ampliamente difundidos para el conocimiento de todos los interesados en los mismos.

1.2 Beneficios y riesgos de emitir acciones e inscribirlas en la BVC¹⁶:

- El flujo de caja disminuye en términos de exigencia, comparado con el de deuda.
- El rendimiento cedido a los accionistas no afecta el estado de resultados de la compañía.
- Se comparte el riesgo del negocio.
- La valorización de la acción en Bolsa depende del crecimiento de la compañía, generando así valor para el accionista.
- Es posible obtener recurso sin ceder control accionario mediante el uso de acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto.
- Permanente actualización de estados financieros.
- Facilidad y transparencia para transacciones accionarias entre actuales accionistas.
- Las acciones podrán servir a sus poseedores como instrumentos de garantías, operaciones repos, etc.
- Valoración de la empresa a través del mercado público, cuando se da un volumen mínimo de negociaciones representativas.

Por su parte, los principales riesgos, es decir, desventajas sobre el funcionamiento de la empresa a partir de la colocación de acciones en la bolsa, son:

- Obligación de divulgar toda información eventual que sea de trascendencia para el giro del negocio y/o del mercado de capitales.

¹⁶ Información Tomada de la pagina web de la Bolsa de Valores de Colombia; www.bvc.com.co

- Posibilidad de entrada de nuevos inversionistas al "cruzarse" en las operaciones por Bolsa.
- Necesidad de renunciar al derecho de preferencia por la adquisición de acciones en el mercado secundario.

Ciertamente, existe una serie de exigencias al igual que una secuencia de pasos previos que las empresas interesadas deben cumplir para listar en la Bolsa de Valores Nacional, BVC.

Cabe aclarar que no todo tipo de empresas según su razón social son aptas para emitir acciones. Actualmente, solo le es posible a las Sociedades anónimas y a las Sociedades en Comandita por acciones. Ver anexo 2

A continuación, se presentan los requisitos citados por la BVC para ingresar al mercado bursátil a través de una emisión de acciones ya sea de tipo ordinaria, preferencial sin derecho a voto o privilegiada. Ver anexo 3

1.3 Requisitos para la emisión de acciones en la BVC

La BVC establece determinados y claros requisitos para la emisión de acciones. Como primera medida, la empresa deberá dirigir una solicitud de inscripción al Consejo Directivo de la Institución suscrita por el representante legal, en la cual incluye el funcionario de alto nivel a designar, a fin de que coordine con la Dirección de Mercado y Riesgos de la Bolsa las actividades comerciales y operativas que surjan con la misma, y ello acompañado de la siguiente documentación:

- Solicitud de inscripción.
- Certificado de existencia y representación legal.
- Código de buen gobierno.
- Contrato suscrito con Deceval y copia del macro título¹⁷.
- Copia del formulario de inscripción o actualización en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

¹⁷ Título representativo de una emisión de valores. Puede ser fragmentada en cada uno de los valores que representa y la transferencia de las titularidades se hace mediante traspaso de cuenta a cuenta en los asientos contables correspondientes, a través de una central de valores. Concepto tomado de del Grupo Financiero Improsa Valores; www.improsavaleores.com

- Formulario de vinculación y sus anexos (autorización para centrales de riesgo, lista de los principales accionistas, estados financieros y copia del RUT).
- Certificado de la Superintendencia de Valores sobre la inscripción de la acción en el Registro Nacional de Valores, expedido con una antelación no superior a dos meses desde la fecha de presentación de la solicitud de inscripción.
- Copia autenticada del acta del órgano social competente en la cual aparezca la autorización para la inscripción de la acción en Bolsa.
- Carta compromisoria dirigida a la Bolsa de Valores de Colombia S.A., suscrita por el representante legal de la sociedad emisora y de la entidad administradora de la emisión, si es del caso.
- Copia de los estatutos vigentes de la sociedad emisora.
- Dos (2) facsímiles¹⁸ anulados del título de acciones (en original).
- Cuarenta y dos (42) ejemplares del prospecto de emisión y colocación con inscripción en el sentido que esta en la Bolsa no garantiza la bondad del título ni la solvencia del emisor.
- Copia de los estados financieros (balance general y estado de pérdidas y ganancias) de los dos últimos años y el más reciente del año en curso, de manera trimestral.

Hay que aclarar que, por concepto de la inscripción, la sociedad emisora pagará una cuota de admisión y anualmente una cuota de sostenimiento, ambas en la cuantía que fije el Consejo Directivo y que variara acorde con el patrimonio de la empresa. Efectuada la inscripción, la sociedad emisora estará obligada a suministrar, a la Superfinanciera como a la Bolsa, la información establecida en las disposiciones legales vigentes sobre la materia. En caso de incumplimiento de esta obligación, la sociedad se hará acreedora a las sanciones establecidas por el órgano de control mencionado, así como las contempladas de los Reglamentos de la Bolsa de Valores de Colombia.

Seguido a los requisitos anteriores, encontramos que una empresa que desee emitir acciones, debe estar legalmente constituida como sociedad anónima o comandita en acciones, por lo cual en cualquiera de los dos casos, esta deberá cumplir con las siguientes exigencias: Ver anexo 4

¹⁸ Facsímiles: Copia exacta de un documento original. Reproducción (normalmente de imágenes), enviadas sin movimiento a través de una línea de comunicación (Internet, BBS, cualquier red, etc...); Su abreviatura es el FAX. Definición tomada de www.wordreference.com

- Accionistas: 100
- Patrimonio: 7000 millones
- Tasa Flotante¹⁹: 10%
- Utilidades: reporte de alguno de los tres últimos años. Además, un plan de ajuste para generar utilidades operacionales
- Tiempo de operación: tres años y entregar el plan de negocios
- Gobierno corporativo: informe anual
- Pagina Web

Aquellas empresas que cumplen con las anteriores exigencias, han logrado ingresar a la BVC, bajo la finalidad de emitir acciones o inscribir bonos de deuda, siendo actualmente 332.

Sin embargo, de este total, solo 30 empresas cuentan con sus acciones dentro del Índice General de la Bolsa de Valores, IGBC²⁰, el cual es el resultado de ponderar las acciones más liquidas y de mayor capitalización que se negocian en la Bolsa, es decir aquellas que tienen una mayor rotación y frecuencia. Aquellas acciones que tengan una rotación mayor a 0,5% semestral y una frecuencia superior a 40% en el trimestre anterior, constituyen este índice. Este índice opera desde la fusión de las tres bolsas bursátiles que existían en el 2001: Bogotá, Medellín y Cali. Trimestralmente se recalcula la composición del IGBC y se obtiene una nueva canasta de acciones. Ver anexo 5

Las acciones con mayor participación dentro del índice, son: SURAMINV (18.13%), BCOLOMBIA (8.98%), PFBCOLOMB (7.35%), CEMARGOS (6.94%) y PAZRIO (6.77%).²¹

Con base a las consideraciones y exigencias financieras, de constitución, legales, administrativas y técnicas por parte de la dirección de la Bolsa de Valores de Colombia, las empresas que potencialmente podrían ingresar al mercado de capitales local, a través de emisión de acciones, serían²²:

1. Aldor
2. Alianza Team
3. Alquilería (actualmente inscribió bonos de deuda)
4. Baterías MAC
5. Bodytech
6. Colanta

¹⁹ Cuando la tasa de interés no está definida a priori sino que depende del mercado. Tipo de interés, basado en un tipo de interés variable de referencia, tal como un bono del Tesoro con un vencimiento determinado. Se suele agregar un margen fijo al tipo de interés de referencia.

Definición tomada de www.wconomia.cl

²⁰ Concepto tomada de la pagina Web de la BVC; www.bvc.com.co

²¹ Datos tomados al último trimestre del 2007, por tanto las participaciones porcentuales pueden no coincidir con las cifras al día de presentación del trabajo de grado. Los autores no se hacen responsables de variaciones sobre esta, debido a que la elaboración del IGBC depende de variaciones exógenas. Tomado de www.bvc.com.co

²² Datos tomados del informe comercial "La Bolsa" a Diciembre de 2007, de la BVC, los cuales tienen como fuente información del programa Colombia Capital. www.colombiacapital.com.co

7. Colombina (Actualmente inscribió bonos de deuda)
8. Comertex
9. Disan
10. Empresas de energía de Bogota
11. Foscal
12. Friegan
13. Fundación mundial de la mujer
14. Helados Mimo`s
15. Hierros de Occidente
16. Homecenter Sodimac Corona
17. Hoteles Estelar
18. Independence Drilling
19. Inversiones Mundial
20. Marjal
21. Plasticel
22. Propal
23. Refinancia

Las empresas mencionadas anteriormente, según la BVC y el programa Colombia Capital, tienen la capacidad de convertirse en emisores de acciones, sin embargo lo único que requieren es iniciativa en la toma de decisión de iniciar el proceso de estructuración y colocación de acciones en el mercado local.

Si bien es cierto, si una de estas empresas requiere recursos, tendría la posibilidad de emitir una serie de títulos para colocar o vender entre el conjunto de inversionistas que se interesen en financiarla.

1.3.1 Tipos de colocación

Cabe resaltar que, las empresas tienen a su alcance dos formas típicas para vender acciones: colocación privada y colocación pública.

- **Colocación privada:** Esta consiste en captar recursos de un reducido grupo de inversionistas previamente identificados y que están dispuestos a financiar la empresa. Esta contrata los servicios de un intermediario que lleva a cabo la labor de promoción corporativa y la localización de los potenciales inversionistas. Una colocación no trasciende a los mercados ni la invitación de financiamiento se hace a todo el público, mas bien toda la operación de estructuración se ajusta sobre un selecto grupo de inversionistas poderosos.
- **Colocación pública:** Venta masiva de títulos entre el publico inversionista igualmente a través de un intermediario en el mercado de valores. En este caso, se deben seguir estrictamente ciertos esquemas así como cumplir los requisitos que al respecto establezcan las disposiciones legales vigentes. Esta es la forma de captación de

recursos masivos mas utilizados comúnmente, para la cual es necesario tener en cuenta las consideraciones siguientes:

1. La empresa adquiere carácter público, con todas las obligaciones, responsabilidades y ventajas correspondientes.
2. La empresa puede adquirir de nuevo los valores, es decir, retirar las acciones del mercado, bajo las disposiciones respectivas, ya sea para influir en el desarrollo del precio de la acción o en busca de recuperar la propiedad total del capital social.

Por otro lado, a la venta de títulos cuando hay una colocación, se le denomina mercado primario, el cual representa la instancia en que se pone en contacto las tres participantes principales del mercado: emisor, intermediario y publico inversionista. El emisor ofrece y coloca valores, el cliente acude al intermediarios y le trasfiere a cambio de los títulos adquiridos; posteriormente este lo trasfiere al emisor.

En adelante, las negociaciones entre particulares se dan en el mercado secundario.

Es importante anotar, que las colocaciones pueden ser de tres clases:

- Colocación primaria: solo en caso de una venta de valores nuevos. La empresa emite acciones con el fin de aumentar el capital social, siendo el monto de la emisión igual a la diferencia entre el capital social que posee representado en acciones y el monto adicional que requiere de este.
- Colocación secundaria: representa la venta masiva de acciones ya emitidas, la cual se encontraba inactiva en su tesorería, que pertenecía a algún socio con deseo de desprenderse de ella o que la empresa ha colocado en alguna ocasión anterior en el mercado pero ha vuelta a comprar y nuevamente quiere volver a dispersarla en el mercado.
- Colocación mixta: combina las dos anteriores en el monto total que se ofrece al público, una parte del monto a colocar, representa aumento de capital y la restante comúnmente responde a alguno de los casos anteriores.

En el caso del mercado Colombiano, ofrece por lo menos dos posibilidades sujetas según el tamaño, el capital o la proyección que quiera o tenga la empresa, siendo en el caso de las grandes empresas, el de acudir a emitir acciones en el mercado local y para las empresas lideres (mayor participación en su sector y reconocimiento nacional e internacional), la colocación de acciones se efectuaría en mercados de capitales extranjeros tal como Nueva York o Londres.

A continuación, se ilustra el trámite para la colocación de acciones:

- Empresa presenta solicitud de inscripción.
- BVC revisa solicitud e información anexa. —————> 3 días
- BVC solicita puntos pendientes, si procede.

- Programa y desarrollo de un estudio técnico.
- Aclaración de los puntos pendientes. —————> 18 días
- Visita a la empresa.
- BVC, solicita aclaraciones sobre la situación financiera.
- Comentarios del área jurídica.
- Entrega de la respuesta financiera.
- Finalización de estudio técnico.

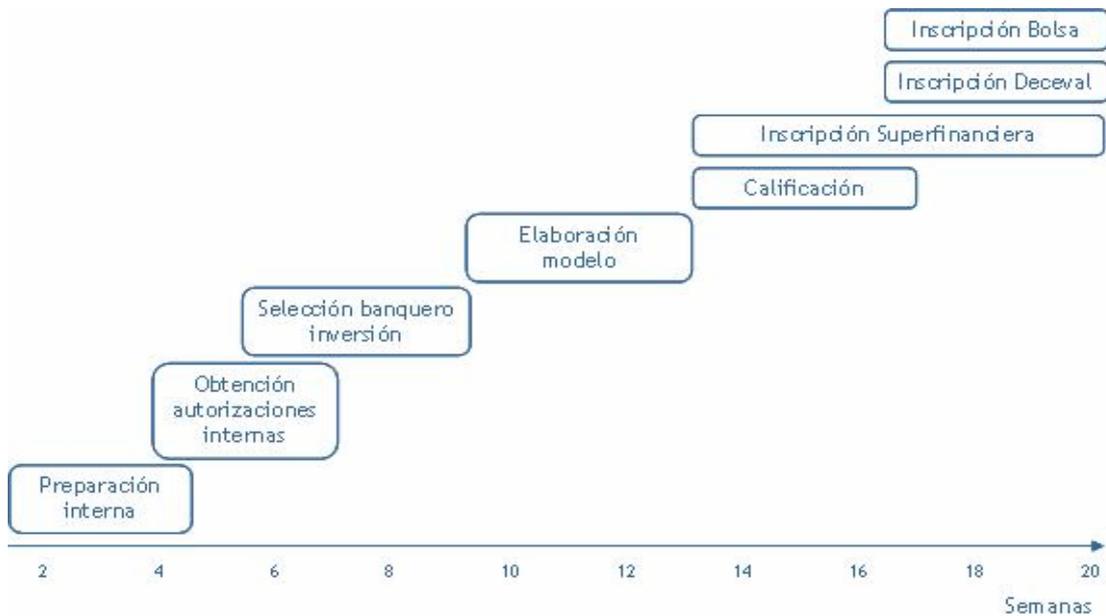
- Consejo de la BVC, emite resolución sobre la solicitud. —————>
- Emisión de aviso de aprobación a las partes. 10 días

- Recepción de oficio de la comisión.
- Empresa entrega información definitiva para la inscripción.
- BVC, envía información a las áreas jurídicas y relacionadas.
- Publicación de aviso de oferta publica. —————> 5 días
- Recepción del dictamen jurídico.
- Inscripción de acciones en la BVC.

- Terminación del proceso ante las autoridades. —————> 36 días

Los 36 días hábiles del proceso de colocación definitiva, dependen, más que nada, de la oportunidad con que la empresa entregue la información y presente las respuestas a las dudas y peticiones de las autoridades.

Grafica 3. Tiempo de emisión de acciones en el mercado local



La BVC, contempla la emisión de acciones dentro de su normatividad, especificando las condiciones, sanciones y código de buen gobierno, lo cual esta especificado en los capítulos a continuación:

1.4 Normatividad

De acuerdo a los estatutos de la Bolsa de Valores de Colombia, los siguientes capítulos contienen la normatividad relacionada con la emisión de acciones.

Capitulo II Capital y Acciones

ARTICULO 7. CAPITAL AUTORIZADO: El capital autorizado de la sociedad **BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA S.A.** es de QUINCE MIL MILLONES DE PESOS (\$15.000.000.000.00) y se encuentra dividido en acciones ordinarias de valor nominal unitario de un peso (\$1.00) cada una.

PARÁGRAFO PRIMERO: Podrá ser accionista de BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA S.A. cualquier persona natural o jurídica siempre que su régimen legal se lo permita.

En ningún caso un mismo beneficiario real podrá tener una participación del capital suscrito de la Bolsa por encima del autorizado por la ley.

Toda transacción de inversionistas nacionales o extranjeros que tengan por objeto la adquisición del diez por ciento (10%) o más de las acciones suscritas, ya se realice mediante una o varias operaciones de cualquier naturaleza, simultánea o sucesivas, o aquellas por medio de las cuales se incremente dicho porcentaje, requerirá so pena de ineficacia, la aprobación del Superintendente de Valores, mientras rija la norma en este sentido.

ARTICULO 8. ACCIONES: Las acciones son nominativas, ordinarias y de capital, y de una sola serie o clase. Su emisión podrá ser física o desmaterializada según lo decida la Asamblea General de Accionistas.

PARAGRAFO PRIMERO: Sin perjuicio de los demás que les otorga la ley o estos estatutos, cada acción conferirá a su propietario los siguientes derechos:

a) El de participar en las deliberaciones de la Asamblea General de Accionistas y votar en ella;

b) El de recibir una parte proporcional de los beneficios sociales establecidos por los balances de fin de ejercicio, con sujeción a lo dispuesto en la ley y en los presentes estatutos;

c) El de negociar libremente las acciones;

d) El de inspeccionar, libremente, los libros y papeles sociales dentro de los quince días hábiles anteriores a las reuniones de la Asamblea General de Accionistas en que se estudien los balances de fin de ejercicio;

e) El de recibir una parte proporcional de los activos sociales al tiempo de la liquidación y una vez pagado el pasivo externo de la sociedad.

PARAGRAFO SEGUNDO: Cuando un accionista se encuentre en mora en el pago de las acciones que haya suscrito, no podrá ejercer los derechos inherentes a ellas.

ARTICULO 9. SUSCRIPCION DE ACCIONES: Las acciones ordinarias que tenga la sociedad en reserva, las que emita posteriormente y las readquiridas, serán colocadas entre los accionistas. Para la colocación de acciones, bien sea de las ya creadas o de las que se emitieren en el curso de la vida social, la sociedad preferirá como suscriptores a quienes sean accionistas el día en que se comunique la oferta y ello en forma proporcional al número de sus acciones. No obstante, la Asamblea General de Accionistas podrá, mediante el voto favorable de no menos del setenta por ciento (70%) de las acciones representadas, modificar la regla anterior en casos particulares, estableciendo un sistema diferente de suscripción. Corresponde a la Asamblea General de Accionistas modificar en cada específico y determinado caso el régimen general de preferencia que tienen los accionistas para la suscripción de sus acciones y, por consiguiente, ordenar que la colocación se haga en proporción distinta o en cabeza de terceros. El reglamento de colocación de acciones será expedido por el Consejo Directivo y contendrá las estipulaciones contempladas en el artículo 386 del Código de Comercio.

Los aumentos de capital se harán en dinero, no menos de la mitad al momento de suscribirse las acciones y el saldo dentro del año siguiente. Toda emisión de acciones podrá revocarse o modificarse por la Asamblea General, antes de que sean colocadas o suscritas, con sujeción a las exigencias prescritas en la ley o en los estatutos para su emisión.

ARTICULO 10 LIBRO DE ACCIONISTAS: La sociedad llevará un libro de accionistas debidamente registrado en la Cámara de Comercio, en el cual se inscribirán las acciones de cada accionista, los traspasos, gravámenes y limitaciones de dominio de que sean objeto, lo mismo que los embargos y demandas judiciales que se comuniquen debidamente a la sociedad por las

autoridades competentes, en cada caso. La sociedad sólo reconocerá como accionistas a quienes figuren inscritos como tales en este Libro. La teneduría del libro de accionistas podrá delegarse en un depósito centralizado de valores.

ARTICULO 11. ENAJENACION DE LAS ACCIONES: La enajenación de las acciones se perfeccionará entre cedente y cesionario por el simple consentimiento o acuerdo de los mismos, pero no producirá efecto alguno en relación con la sociedad, ni con terceros, mientras no se haga la correspondiente inscripción en el libro de accionistas. La inscripción se hará mediante carta u orden escrita del cedente o resolución de la autoridad por cuyo conducto se haga la enajenación. Cuando las acciones se encuentren depositadas en un depósito centralizado de valores, la enajenación de las mismas se perfeccionará con la anotación en cuenta y el registro en el libro de accionistas. Para que el nuevo titular pueda ejercer sus derechos políticos y patrimoniales bastará con la presentación a la sociedad del certificado que para el ejercicio de tales derechos expida el depósito centralizado de valores.

ARTICULO 12. EFECTOS DEL TRASPASO: La cesión comprenderá tanto los dividendos como la parte eventual en la reserva legal y en cualquier otra u otras reservas que se formen, superávit que se presenten o valorizaciones que se produzcan. Los dividendos decretados y pendientes de pago pertenecerán al adquirente de las acciones desde la fecha de la carta de traspaso, salvo pacto en contrario de las partes en cuyo caso lo expresarán en la misma carta de traspaso que se haga conocer a la compañía. Es entendido que quien adquiera acciones de la compañía, por el solo hecho de hacerse la inscripción a su favor, queda obligado a todo lo que disponen los estatutos.

ARTICULO 13. READQUISICION DE ACCIONES POR LA SOCIEDAD: La sociedad no podrá adquirir sus propias acciones, sino por decisión de la asamblea con el voto favorable de la mayoría de los votos presentes. Para realizar esa operación empleará fondos tomados de las utilidades líquidas, requiriéndose, además, que dichas acciones se encuentren totalmente liberadas. Mientras estas acciones pertenezcan a la sociedad, quedarán en suspenso los derechos inherentes a las mismas. La enajenación de las acciones readquiridas se hará en la forma indicada para la colocación de acciones en reserva.

ARTICULO 14. INDIVISIBILIDAD DE LAS ACCIONES Y ACCIONES POSEIDAS EN

COMUN: Las acciones serán indivisibles y, en consecuencia, cuando por cualquier causa legal o convencional una acción haya de pertenecer a varias personas, éstas deberán designar un representante común y único que ejerza los derechos correspondientes a la calidad de accionista. A falta de acuerdo, la autoridad competente del domicilio social designará el representante de tales acciones, a petición de cualquier interesado. El albacea con tenencia de bienes representará las acciones que pertenezcan a la sucesión ilíquida. Siendo varios los albaceas, éstos designarán un solo representante, salvo que uno de ellos hubiere sido autorizado por autoridad competente para tal efecto. A falta de

albacea, llevará la representación la persona que elijan por mayoría de votos los sucesores reconocidos en el proceso.

ARTICULO 15. UNIDAD DE REPRESENTACION Y VOTO: Los votos correspondientes a un mismo accionista son indivisibles, lo cual significa que no es permitido fraccionar sus votos. Esta indivisibilidad del voto no se opone, sin embargo, a que el representante o mandatario de varias personas, o el accionista que a la vez represente acciones ajenas, vote en cada caso siguiendo separadamente las instrucciones de la persona o grupo representado o mandante, pero sin fraccionar el voto correspondiente a las acciones de una persona.

PARAGRAFO: No obstante lo previsto en este artículo se aceptará el fraccionamiento en casos tales como la existencia de prendas, usufructos o anticresis u otros en los que, con sujeción a la ley, haya desmembración del derecho de dominio y por ello otra persona distinta del propietario tenga derecho de voto. En tales casos el titular podrá votar con las acciones respecto de las cuales puede ejercer el derecho de voto en un sentido, y los terceros que puedan ejercer el derecho de voto correspondiente a otras acciones, podrán hacerlo en otro sentido.

ARTICULO 16. EXPEDICION DE TITULOS: De las acciones se expedirá a cada accionista un título consolidado a menos que alguno prefiera títulos unitarios o parcialmente consolidados. Mientras las acciones no estén pagadas en su integridad sólo se expedirán títulos provisionales que serán repuestos por títulos definitivos, a medida que vayan siendo pagadas las acciones representadas en ellos. Cuando las acciones se encuentren depositadas en un depósito centralizado de valores, los titulares podrán solicitar a dicho depósito la expedición de un certificado que los legitime para el ejercicio de los derechos inherentes a su calidad.

ARTICULO 17. USUFRUCTO: Salvo estipulación expresa en contrario, el usufructo conferirá todos los derechos inherentes a la calidad de accionista, excepto el de enajenarlas o gravarlas y el de su reembolso al tiempo de la liquidación. Para el ejercicio de los derechos que se reserve el nudo propietario bastará el escrito o documento en que se hagan tales reservas.

ARTICULO 18. PÉRDIDA, HURTO Y DETERIORO DE TÍTULOS: En caso de pérdida de un título representativo de acciones de la sociedad, éste será repuesto a costa del accionista y bajo su exclusiva responsabilidad. El nuevo título llevará destacadamente su calidad de duplicado. La compañía no asume responsabilidad alguna por la expedición del duplicado, ni ante el accionista ni ante quienes en el futuro sean titulares de las acciones correspondientes. Si apareciere el título perdido, su dueño devolverá a la compañía el duplicado, el cual será destruido en sesión del Consejo Directivo dejando constancia de ello en el acta de la reunión correspondiente. En todo caso, cuando el accionista solicite un duplicado por pérdida del título, dará la garantía que le exija el Consejo Directivo. En el caso de hurto de un título, la sociedad lo restituirá entregándole un duplicado al propietario que aparezca inscrito en el libro de

accionistas, comprobado el hecho ante los administradores y, en todo caso, presentando copia auténtica del denuncia penal correspondiente. En caso de deterioro, la expedición del duplicado requerirá la entrega por parte del accionista de los títulos originales para que la sociedad los anule.

ARTICULO 19. EMBARGO Y ACCIONES EN LITIGIO: No podrán ser enajenadas las acciones cuya propiedad se litigue, sin permiso del Juez que conozca del respectivo juicio, ni tampoco podrán serlo las acciones embargadas sin licencia del Juez y autorización de la parte actora. En consecuencia, la sociedad se abstendrá de registrar cualquier traspaso de tales acciones desde que se haya comunicado el embargo o la existencia de la litis, en su caso. En el evento de embargo de acciones, el propietario conservará los derechos de deliberar y votar en la Asamblea General, así como los demás propios de su calidad de accionista, salvo el de percibir los dividendos.

ARTICULO 20. PIGNORACIÓN DE ACCIONES: La prenda no confiere al acreedor los derechos inherentes a la calidad de accionista, sino en virtud de estipulación o pacto expreso que se haga conocer a la compañía. En consecuencia, cuando las partes no estipulen nada en contrario u omitan notificar sus estipulaciones a la compañía, los dividendos serán pagados al deudor pignorante quien también conservará los derechos de deliberar y votar en la Asamblea General y los demás propios de su calidad de accionista.

ARTICULO 21. IMPUESTO SOBRE EXPEDICIÓN DE TÍTULOS Y TRANSFERENCIAS:

Son de cargo de los accionistas los impuestos que graven o lleguen a gravar la expedición de los títulos de las acciones o de los certificados que de ellas se expidan, así como también las transferencias, traspasos o mutaciones de dominio de ellas por cualquier motivo, salvo decisión del Consejo Directivo en contrario. A la fecha de constitución, ni la emisión ni el traspaso de acciones causa impuesto de timbre en concordancia con lo dispuesto en la Ley.

ARTICULO 22. TRANSMISIÓN DE ACCIONES POR SUCESIÓN O POR SENTENCIA

JUDICIAL: En las ventas forzadas y en las adjudicaciones judiciales de acciones nominativas, el registro se hará mediante exhibición del original o de la copia auténtica de los documentos pertinentes, o mediante orden o comunicación de quien legalmente debe hacerlo.

ARTICULO 23. AUSENCIA DE RESPONSABILIDAD: La compañía no asume responsabilidad alguna por los hechos consignados o no en la carta de traspaso o en el acto de endoso, que puedan afectar la validez del contrato entre el tradente y el adquirente; y para aceptar o rechazar un traspaso, le bastará con el cumplimiento de los requisitos exigidos por la ley y por estos estatutos. Tampoco asume responsabilidad alguna la compañía en lo que respecta a la validez de las transmisiones hechas a título de herencia o legado y las mutaciones de dominio causadas por sentencia judicial, casos éstos en

los cuales se limitará a atender la decisión que acarrea la transmisión o mutación o a apreciar la comprobación misma de una y de otra.

ARTICULO 24. DIFICULTAD PARA LA INSCRIPCIÓN: Si hubiere algún inconveniente o dificultad para la inscripción, como en el caso de embargo, se dará noticia de ello a las partes, por escrito.

ARTICULO 25. TRANSFERENCIA DE ACCIONES NO LIBERADAS: Las acciones suscritas, pero no liberadas completamente, son transferibles de la misma manera que las acciones liberadas, pero el suscriptor y los adquirentes subsiguientes quedan solidariamente responsables ante la compañía por el importe de ellas sin perjuicio de lo dispuesto por el Artículo 397 del Código de Comercio.

ARTICULO 26. TRANSFERENCIA DE ACCIONES GRAVADAS: La compañía hará la inscripción de la transferencia de acciones gravadas en cualquier forma o cuyo dominio está limitado y, después de tal inscripción, dará aviso al adquirente del gravamen o limitación que afecte las acciones. Sin embargo, para la transferencia de las acciones gravadas con prenda será menester la autorización del acreedor pignorante.

ARTICULO 27. ACCIONES DEPOSITADAS EN UN DEPÓSITO CENTRALIZADO DE VALORES: En el evento en que las acciones se encuentren depositadas en un depósito centralizado de valores, además de lo dispuesto en los presentes estatutos, se aplicarán las normas especiales sobre la materia.

CAPITULO VII CLAUSULA COMPROMISORIA

ARTICULO 89. CLAUSULA COMPROMISORIA: Las diferencias que ocurran entre los accionistas o los administradores y la sociedad, así como aquellas que surjan entre accionistas o entre éstos y los administradores, con ocasión de la celebración, interpretación, ejecución, terminación o desarrollo del contrato social o durante la liquidación de la sociedad, serán resueltas por un Tribunal de Arbitramento. El arbitramento se extenderá también a la obligación de indemnizar perjuicios, así como a su cuantificación.

Cuando la cuantía de las pretensiones supere los mil (1000) salarios mínimos legales mensuales vigentes en Colombia, el Tribunal de Arbitramento estará conformado por tres (3) árbitros, los cuales serán designados por acuerdo de las partes, o en su defecto, por el Centro de Arbitraje y Conciliaciones Mercantiles de la Cámara de Comercio de Bogotá. En el caso en el cual la cuantía de las pretensiones sea igual o inferior a mil (1000) salarios mínimos legales mensuales vigentes en Colombia, el Tribunal de Arbitramento estará conformado por un (1) árbitro, el cual será designado por acuerdo de las partes, o en su defecto, por el Centro de Arbitraje y Conciliaciones Mercantiles de la Cámara de Comercio de Bogotá.

El o los árbitros designados serán abogados inscritos, fallarán en derecho y se sujetarán a las tarifas previstas por el Centro de Arbitraje y Conciliaciones Mercantiles de la Cámara de Comercio de Bogotá. El Tribunal de Arbitramento tendrá sede en la ciudad de Bogotá y se regirá por las leyes colombianas.

CAPITULO VIII CODIGO DE BUEN GOBIERNO

ARTICULO 90. ADOPCIÓN DE UN CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO: La sociedad tendrá un Código de Buen Gobierno Corporativo adoptado por el Consejo Directivo que consulte los principios de buen gobierno de las sociedades y desarrolle las políticas éticas que deben orientar las actuaciones de la sociedad, sus accionistas y sus administradores. Los accionistas podrán reclamar el cumplimiento efectivo del Código de Buen Gobierno, presentado por escrito y debidamente sustentada su petición dirigida a la Secretaría de la sociedad.

1.5 Programa Colombia Capital

Este se inicio, a partir de la suscripción del mismo, el 9 de noviembre de 2005 mediante el Convenio Colombia Capital, entre el Banco Interamericano de Desarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia en su calidad de ejecutora y en representación de las entidades socias que patrocinan dicho convenio y los cuales con sus aportes financieros dieron lugar a este proyecto para impulsar el crecimiento del Mercado de Capitales, tales como: Superintendencia Financiera de Colombia, Cámara de Comercio de Bogotá, Cali, Bucaramanga y Medellín, Asociación Nacional de Empresarios (ANDI), Proexport, Asofondos y el Depósito Centralizado de Valores (DECEVAL) Actualmente el convenio cuenta con el apoyo de 11 socios. Ver anexo 6

Este programa es comunmente conocido como la Universidad de los emisores, es un organismo que articula los esfuerzos de entidades, que tienen como objetivo atraer mas empresarios al creciente negocio de bolsa, así mismo, este proceso empieza con capacitaciones y formación en temas de mercado de capitales, con el fin ultimo de prepararlos para afrontar los retos relacionados con su entrada a un nuevo segmento del mercado.

En su misión, el programa ha logrado incorporar a más de dos docenas de empresas desde su creación en el 2005, y algunas de ellas, como Ecopetrol, con acciones; y Alquería y Colombina, con bonos de deuda, ya han logrado inscribir sus títulos en la plaza bursátil colombiana. Hasta el momento, es reconocida por su gestión en la preparación de nuevos emisores, componente desarrollado a través de visitas a los altos ejecutivos de cada organización que contara con las condiciones mínimas requeridas para iniciar el proceso de

solicitud y colocación, y además, cuenta con capacitaciones acerca de cómo se estructura una emisión de títulos.

Sus resultados, a nivel nacional, han sido calificados como un programa altamente alentador, ante todo porque frente a las metas del mismo, en sus inicios, se creyó que no lograrían incorporar nuevos emisores dado el desconocimiento acerca de la dinamización del mercado y el riesgo frente a las externalidades.

Así mismo, el programa colombiano ha servido de facilitador de contactos, propiciando espacios de diálogo, discusión, análisis y capacitación, entre todos los actores vinculados. En este sentido, se han llevado a cabo seminarios y organizando espacios entre los distintos actores participantes bajo el modelo de bancas de inversión para gestores de fondos: “Primera Banca de Evaluación de Fondos de Capital Privado”, con el objetivo de facilitar una zona de encuentro entre inversionistas y gestores, así como elevar el nivel de análisis de fondos en los inversionistas institucionales.

Una alternativa adicional impulsada por dicha organización, es el modelo de inversión a granel, el cual consiste en un fondo de capital privado, el cual está conformado por grupos de inversionistas que buscan empresas con alto potencial de crecimiento, luego de identificarlas, proceden a comprar una participación en ellas, las ayudan a crecer y luego de un tiempo, aproximadamente dentro de 3 y 5 años retiran su inversión con las ganancias que gracias a su ayuda se generaron.

Esta iniciativa ha tenido también como función, capacitar y sensibilizar a inversionistas institucionales, gestores de fondos y empresarios en temas relacionados a la estructuración de fondos, inversiones de FCP (fondos de capital privado).

Para la fecha, se han realizado aproximadamente seis seminarios de sensibilización de empresas en distintas ciudades de Colombia, con una participación de 700 personas.

La intención básica de este programa es que las empresas realicen su primera emisión en el mercado de valores colombiano a través del cumplimiento de requisitos que a continuación serán nombrados:

1. Modelo de carta de admisión, enviada a la gerencia de Colombia Capital, ubicada en la carrera 7 No. 71-21 torre B piso 12.
2. Componentes exigidos por el Instructivo 1, es decir, condiciones mínimas para la admisión:
 - a) No pertenecer al sector financiero o asegurador.
 - b) Estar constituida legalmente y estar funcionando por un período superior a tres (3) años.
 - c) Haber tenido algún ejercicio anual en los últimos tres años, ingresos operacionales positivos.

d) No tener un índice de endeudamiento superior al 70%.

3. Presentación en Power Point, realizada por la empresa y dirigida al correo, info@colombiacapital.com.co, la cual debe incluir lo siguiente:

a) Información acerca de la empresa (año de creación, actividades principales, sector al que pertenece y principales propietarios).

b) La eventual emisión que realizaría la compañía.

c) Objetivo de la financiación, información financiera (incremento en ventas, ingresos operacionales, patrimonio de los últimos 5 años).

d) Instancias de la organización que requerirían el apoyo de asesores y capacitación en temas de gobierno corporativo, acercamiento en diversos temas de mercado de capitales, especialmente lo relacionado con el proceso de emisión e información sobre los diversos agentes del mercado la compañía tendría que interactuar.

4. Una vez admitido por el Comité, el presidente de la compañía deberá suscribir un memorando de entendimiento con el presidente de la BVC en representación de las entidades aportantes. Este documento será suscrito por las empresas que conforman el Convenio, cuando la BVC les informe la fecha para la firma junto con los presidentes de cada una de las empresas que conforman el primer grupo.

Compromisos adquiridos al ser admitida la empresa al programa:

a) Firmar el memorando de entendimiento con la entidad ejecutora.

b) Asistir durante el período en que la empresa forme parte del convenio al 70% de las reuniones y talleres de acompañamiento.

c) Manifiestar por escrito el momento en que decida retirarse del convenio, con el fin de poder incorporar a otra empresa dentro del Convenio.

d) Atender la mayoría de las reuniones que se requieran para hacer seguimiento de los avances en la capacitación de las compañías.

1.5.1 Actividades y beneficios del programa

1. Una vez admitido por el Comité Directivo de Colombia Capital, podrá formar parte del ciclo de capacitaciones y tertulias de discusión que se organizarán en las distintas ciudades del país, especialmente para:

- Juntas directivas.
- Presidentes.
- Vicepresidentes.
- Otras instancias en caso de ser necesario.

2. Participar en las diversas reuniones que se harán con las entidades estatales para analizar diversos temas regulatorios que pueden afectar a los empresarios, siendo entre los temas tratados:

- Requerimientos de información financiera establecidos por la Superintendencia de Sociedades.
- Alternativas de beneficios fiscales para potenciales emisores de acciones.
- El segundo mercado como alternativa de financiación.
- Modelo de código país de gobierno corporativo.
- Mecanismos de elección de las juntas directivas diversos al cuociente electoral.

3. Recibir documentación, presentaciones, boletines e información del mercado y de temas especializados para empresas emisoras.

4. Ser parte de un plan piloto para la utilización de las plantillas de prospectos de emisión que diseñe la Superfinanciera.

5. Diligenciar una encuesta de gobierno corporativo que permite obtener una auto-evaluación de prácticas de gobierno corporativo y posterior retroalimentación con reuniones personalizadas.

6. Acceder a una base de datos de asesores legales y banqueros de inversión, para poder consultar a los que considere más acorde con sus necesidades.

7. Al finalizar el proceso de emisión, el primer grupo de diez empresas que realice una emisión, y colocación de bonos o acciones superior al 65% recibirá por parte del BID, un bono de reconocimiento de \$12.000 si son acciones, y de \$10.000 si son bonos.

8. De acuerdo a la compañía y al proceso de emisión, podrá formar parte de uno de los modelos de estudio de caso de éxito para documentar y difundir a nivel nacional e internacional.

Para estas empresas, la admisión por parte del comité directivo de Colombia Capital, significa el aval definitivo para posteriormente tener contacto con el mercado de capitales bajo el apoyo y acompañamiento de las entidades patrocinadoras del programa. Así mismo, aquellas compañías que alguna vez estuvieron inscritas en el registro de valores, pero que efectivamente no han realizado emisiones o no han participado activamente en el mercado, podrán ser parte del mismo.

Inicialmente, el primer grupo de emisores que aplicaron y están vinculados al programa, reconociendo que algunas ya han realizado la estructuración y posterior colocación en Bolsa, fueron: Bodytech, Hoteles Estelar, Colombina, Fundación Mundial de la Mujer, Alquería, Helados Mimo's, Homecenter, Colanta, MAC S.A., Alianza Team, Marjal y Disan. Mas adelante, el 27 de febrero de 2007, se vincularon formalmente el segundo grupo de 12 empresas a Emisores por Primera Vez, siendo estas: Aldor, Plasticel, ECOPETROL, Energía de Bogota, Comertex S.A., Inversiones Mundial S.A., Fundación

Oftalmológica de Santander, Refinancia S.A., Friogan, Propal, Independence Drilling y Hierros de Occidente.

1.6 Reseña de Bancolombia

1.6.1 Generalidades

En 1875, el actual Bancolombia inicio sus actividades bajo el nombre de Banco de Colombia. Su principio objetivo fue atender a las necesidades de servicios financieros que surgían en la economía colombiana. En ese momento, fue considerada como líder en la promoción del ahorro entre los colombianos.

La institución se consolida en 1998 con la fusión del Banco industrial colombiano y el Banco de Colombia, y con la posterior integración estratégica del Banco y su grupo de filiales, permitiéndole una organización con el conocimiento, tamaño la red y la infraestructura necesaria para asumir una posición de liderazgo en la industria financiera colombiana.

Bancolombia actualmente, es la única empresa en Colombia que cotiza por medio de ADR`s dentro de la bolsa de Nueva Cork (NYSE), el mercado de mayor liquidez y capitalización bursátil del mundo. Este banco goza de un mayor posicionamiento, imagen y acceso a mercados internacionales, siendo esto ultimo una de las ventajas del programa de ADR`s

Con el programa de ADR`s iniciado en 1995, bancolombia se consolido como una opción muy atractiva de inversión para los inversionistas extranjeros y es de esta forma como de 3.5 millones de títulos emitidos en dicho año, se ha llegado a mas de 32 millones hoy día.

Un ADR`s es un titulo negociable que representa acciones de una compañía establecida por fuera de Estados Unidos, en el mercado americano. Para el caso especifico de Bancolombia, un ADR representa cuatro acciones preferenciales y se identifica con el símbolo de CIB.

Para Bancolombia, la emisión de ADR`s le traído numerosas ventajas, tales como permitirle incrementar su patrimonio y ampliar su base de accionistas, así mismo, el banco ha incursionado de manera exitosa, en los mercados de capitales internacionales, ha obtenido reconocimiento y la oportunidad y posibilidad de realizar negocios en esos mercados en el futuro.

Las acciones de Bancolombia, al cotizarse en NYSE, tienen mayor liquidez y en consecuencia una posible mayor valorización.

1.7 Análisis DOFA de Bancolombia

Fortalezas

- Institución Bancaria más grande del país en términos de activos, patrimonio y resultados netos.
- Respaldo del Grupo Empresarial Antioqueño.

- Administración enfocada a la generación de valor.
- Franquicia con buen posicionamiento en el mercado financiero colombiano.
- Altos estándares de Gobierno Corporativo.
- Amplia red de distribución de sus productos y los de sus filiales a través la cobertura de su red de oficinas y cajeros a nivel nacional.
- Conocimiento avanzado del mercado y del segmento bancario.
- Profundización de la base de clientes.
- Apropiadas políticas para la medición y el control de riesgo crediticio.

Oportunidades

- Diversificación de activos e ingresos a nivel internacional, por medio del portafolio de servicios financieros de sus filiales (Panamá, Islas Caimán, Puerto Rico) y de la sucursal de Miami.
- Aprovechamiento de sinergias comerciales y operativas con la adquisición de Banagrícola.
- Desarrollo de productos financieros especializados de alto valor agregado para clientes locales e internacionales.
- Expansión y profundización del mercado de capitales colombiano.
- Profundización de las estrategias comerciales diferenciadas por el perfil del cliente.
- Aumento de los ingresos por comisiones dada la mayor cobertura en los diferentes segmentos.
- Crecimiento de la cartera hipotecaria, como resultado de la dinamización del sector de la construcción.
- Fortalecimiento de la plataforma tecnológica y planes de continuidad y contingencia del negocio.

Debilidades

- Bajo nivel en la eficiencia operacional de la institución.
- Rotación del personal debido a que los empleados son altamente apetecidos por la competencia.
- Falta en la estandarización de todos los procesos tecnológicos terminada la fusión entre Conavi, Corfinsura y Bancolombia.
- Fuerza de ventas sin cobertura de todos los productos del Banco.

Amenazas

- Consolidación del sector financiero local, donde se llevan a cabo procesos de reestructuración y de fortalecimiento patrimonial.
- Fuerte competencia por la entrada de bancos internacionales al mercado local.

- Disminución de márgenes de rentabilidad y de posición competitiva en el nicho de banca personal como consecuencia de las estrategias comerciales agresivas del sector.
- Fluctuaciones en las variables macroeconómicas y altos niveles de volatilidad en el mercado de deuda pública pueden generar una disminución de ingresos en el área de tesorería del banco.
- Cambios adicionales en la regulación vigente respecto a los topes de las tasas de interés.
- Procesos legales en curso.

2. EMISION DE ADR`S

2.1 Bolsa de valores: New York Stock Exchange (NYSE)

Es el mayor mercado de valores del mundo en volumen monetario y el primero en número de empresas adscritas. Su masa en acciones fue superada por la del NASDAQ²³ durante los años 90, pero el capital de las compañías listadas en la NYSE es cinco veces mayor que en el NASDAQ.

Sus antecedentes se remontan a 1792, cuando 24 comerciantes y corredores de Nueva York firmaron el acuerdo conocido como "Buttonwood Agreement", en el cual se establecían reglas para comerciar con acciones.

Fue creada en 1817, cuando un grupo de corredores de bolsa se organizaron formando un comité llamado "New York Stock and Exchange Board" (NYS&EB) con la finalidad de poder controlar el flujo de acciones que en aquellos tiempos se negociaban libremente y principalmente en la acera de Wall Street.

En 1863 cambió al nombre actual, y se establece en Wall Street. En 1918, después de la Primera Guerra Mundial, se convierte en la principal casa de bolsa del mundo, dejando atrás a la de Londres.

Actualmente es administrada por el NYSE Group, que fue formado con la fusión de NYSE y Archipiélago Holdings, una bolsa de valores electrónica. NYSE Group cotiza actualmente en su propia bolsa de valores. En el 2007 formó junto a la bolsa europea Euronext²⁴: NYSE Euronext²⁵.

La bolsa de Nueva York es la plaza mas recurrente, para las plazas latinoamericanas por su cercanía, alta liquidez, bajo costo de arbitraje y por significar proyectarse desde una amplísima vitrina a través de la cual la firma tiene la oportunidad de disponer de un enorme cantidad de recursos para proyectos de expansión, difundir su nombre por todo el mundo (para bien y

²³ NASDAQ (*National Association of Securities Dealer Automated Quotation*). Mercado electrónico y automatizado de acciones en Estados Unidos, donde listan más de 7.000 acciones de pequeña y mediana capitalización. Se caracteriza por comprender las empresas de alta tecnología en electrónica, informática, telecomunicaciones y biotecnología.

²⁴ Euronext: Bolsa de Valores Europea, surgida de la fusión de las bolsas de París, Ámsterdam, Bruselas, Lisboa y Oporto y del LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange).

²⁵ NYSE Euronext, Inc: Es una corporación Americana/Europea con fines de lucro, que opera múltiples valores bursátiles y la cual nació en el 2007 a partir de la fusión del NYSE (New York Stock Exchange) con Euronext. Es actualmente la principal plaza financiera mundial.

para mal) y cuenta con altas posibilidades de acceso al aparador financiero mas importante del planeta, la NYSE.

2.2 Generalidades ADR`s

Con la globalización de la economía, la liberación de barreras a la inversión y el desarrollo tecnológico, se desencadenó una fuerte competencia entre empresas del mismo sector, conllevando esta tendencia a la necesidad de financiamiento para la expansión y desarrollo de las mismas.

Las empresas buscan financiarse en mercados internacionales debido a que estos ofrecen alta concentración de inversionistas (liquidez), el Gobierno y los organismos competentes se abstienen de colocar excesivas restricciones y debido a sus grados de autorregulación y desarrollo técnico, los mercados del exterior proporcionan mayor agilidad en los tramites y procedimientos, es decir, mayor seguridad y eficiencia sobre las operaciones.

Las empresas extranjeras pueden captar recursos de capital en la bolsa de Estados Unidos, siendo esta una gran vitrina para su emisión, mediante la venta de títulos que representan acciones de empresas: los ADR`s

Los ADR`s son títulos negociables emitidos, a nombre del titular, los cuales representan acciones de una compañía establecida por fuera de Estados Unidos y su venta/compra en los Estados Unidos se hace de acuerdo a las leyes norteamericanas, debiendo registrarse ante la Securities and Exchange Commission (SEC), que es la autoridad que regula los mercados de valores estadounidenses, el cual determina que sean depositados en el Depósito Central de los Estados Unidos.

En el caso específico de Bancolombia, un ADR representa 4 acciones preferenciales en la Bolsa de Valores de Colombia.

Los ADR`s fueron emitidos por primera vez en 1927 con el fin de permitir que los inversionistas de los Estados Unidos pudieran invertir fuera de su país. La emisión se hace con el respaldo de acciones que están en custodia en el país de origen de la empresa emisora. Los ADR`s se pueden convertir en las acciones originales (sean ordinarias o preferenciales) en cualquier momento, a solicitud del titular.

En la emisión de los ADR`s participan dos bancos norteamericanos: un banco de inversión que es el que compra las acciones extranjeras y luego las ofrece en los Estados Unidos; y un banco depositario que es el que emite y cancela los ADR`s, ejerciendo todos los servicios como emisor de valores (pago de dividendos, información) y la relación permanente con los inversionistas dueños de los valores, ejerciendo funciones similares a las que conocemos en Colombia como las realizadas por el comisionista de bolsa. Ambas funciones pueden ser cumplidas por un solo banco comercial norteamericano, siendo los tres principales bancos emisores de ADRs en los Estados Unidos: Citibank, J.P.Morgan y el Banco de Nueva York (BONY).

El banco emisor es el que realiza el estudio previo, realiza los trámites para emitir los ADR`s en los Estados Unidos (cumple con los requisitos de la SEC), realiza su promoción por medio de un roadshow²⁶ y luego los emite. En cuanto al depositario, además de ser el responsable de las acciones en el país de la empresa emisora, actúa como enlace entre la empresa y los inversionistas en los Estados Unidos. Es decir, recibe la información sobre la empresa que luego difunde en el mercado norteamericano, paga los dividendos, se comunica con los corredores para asegurar la mejor negociación de los valores y mantiene informados a los dueños de los ADR`s sobre cualquier evento que pudiera afectar el precio de los valores.

El precio inicial de negociación del ADR, será fijado por el banco emisor, quien buscará establecerlo en un nivel que sea adecuado para la negociación en los Estados Unidos, no existiendo ninguna fórmula para su establecimiento. En adelante el precio del ADR será resultado del libre juego de la oferta y demanda, como ocurre para cualquier otra acción.

Los ADR`s son valores diferentes a las acciones que los respaldan, sus precios son similares y en muchos casos, el precio en el mercado estadounidense es determinante en la formación del precio en el mercado origen. En caso de existir una diferencia, esta no tardará en desaparecer pues habrá alguien que aproveche esta oportunidad para el arbitraje²⁷.

Cabe resaltar que los ADR`s se negocian exclusivamente en los Estados Unidos, dado que fuera de este mercado se estaría hablando de los GDR`s (Global Depository Receipts), los cuales se ofrecen en diversos mercados fuera de Estados Unidos, en especial en la Bolsa de Luxemburgo o en la Bolsa de Londres (The London Stock Exchange). Ver anexo 8.

2.3 Formas de ADR`s

Los ADR`s pueden emitirse a través de dos programas, dependiendo del grado de participación de la empresa emisora de las acciones.

- **ADR`s no patrocinados:** son los que crean los bancos internacionales, debido al interés por parte de inversionistas extranjeros de adquirir y participar en el capital de alguna empresa, cuando esta no se ha inscrito en alguna bolsa del exterior y sus acciones solo se cotizan en la bolsa local; no existe acuerdo entre la empresa emisora de las acciones y el

²⁶ Roadshow: forma de promover la colocación a través de presentaciones efectuadas a la prensa y al público, teniendo lugar en algún hotel famoso de las plazas más atractivas como Londres o Nueva York. La presentación consta un análisis macroeconómico del país, de la empresa, perspectivas y detalles de la emisión.

²⁷ Arbitraje se define como comprar en el mercado en el que el precio está bajo y vender luego en el mercado con los precios más altos.

banco depositario. Tanto los costos y gastos en los que se incurra por la colocación, como las gestiones ante las autoridades competentes, van por cuenta de los intermediarios, quienes cobran estos dentro de la comisión a sus clientes. Como los programas no patrocinados no son elegibles para ser listados en las bolsas estadounidenses, existen muy pocos programas de este tipo.

- **ADR`s patrocinados:** la empresa participa en el proceso de emisión con la intención de financiarse y de que sus acciones sean compradas por inversionistas estadounidenses. Para ello, firma un acuerdo con el banco depositario mediante el que se compromete a entregar la más amplia información sobre sus acciones, situación que se refleja en el precio del ADR. La empresa asume los costos, se encarga de los trámites ante las autoridades y toma los recursos captados para su propósito de expansión. En este caso, la participación de la empresa genera confianza entre los inversionistas.

Dentro de cada forma de emisión, existe una subclasificación: para los ADR`s no patrocinados, este se divide en la regla 144A y los GDR`s

En el caso de los ADR`s patrocinados, según los diversos propósitos de la empresa, el monto a captar y la bolsa en donde se listarán los títulos, esta forma se subdivide en: niveles 1, 2, 3. Cada uno con sus respectivas características y propósito. Ver anexo 8 Y 9

2.3.1 Clases de ADR`s

A) ADR`s no patrocinados

- **Regla 144A:** Oferta Privada Primaria²⁸. Se refiere a la emisión de nuevas acciones por parte de la empresa. Sin embargo, los ADR`s no son listados en las bolsas estadounidenses sino que son colocados entre inversionistas institucionales (Qualified Institutional Buyers- QIBs). El emisor debe cumplir con las formalidades exigidas ante la SEC. Los ADRs emitidos bajo este programa sólo podrán venderse al público no institucional después de dos años de su colocación.
- **GDRs:** Oferta Global. Bajo esta modalidad, la empresa coloca sus acciones en los mercados internacionales, especialmente en los europeos dado que sus principales (casi únicos) adquirientes son los inversionistas institucionales europeos. Generalmente el programa es estructurado como una Regla 144^a, es decir, a través de los intermediarios financieros, sin participación directa de la empresa en los Estados Unidos y pasan a ser una oferta pública de GDR`s fuera de los

²⁸ Oferta Privada Primaria: anuncio o invitación realizada por la entidad, autorizada para inscribir los títulos, al público a través de cualquier medio de circulación nacional para dar aviso de la oferta de los títulos.

Estados Unidos sin ninguna restricción. Son depositados en una multiplicidad de filiales de determinada entidad financiera en distintos países, siendo, en consecuencia, emitidos los correspondientes certificados de depósito en tal número plural de países.

B) ADR`s patrocinados

- **Nivel 1:** se crean sin necesidad de cumplir ninguna normatividad o requisito de la SEC (Securities and Exchange Comisión), por tanto es la forma más rápida y sencilla mediante la cual empresas no estadounidenses pueden ofrecer sus acciones en los Estados Unidos, a través de la gestión entre el emisor y la bolsa respectiva por medio de una solicitud o declaración de registro, la cual siempre es aprobada. Estos ADR`s no están listados en una bolsa norteamericana sino que son colocados en el mercado OTC²⁹ (Over The Counter) o en el mercado virtual NASDAQ (Nacional Asociación de Securities Dealers Automated Quotation), donde se listan empresas pequeñas o medianas en el caso de Estados Unidos. Sin embargo, pueden ser adquiridos por norteamericanos por lo que se requiere su registro previo ante la SEC quedando la empresa obligada a entregarle continuamente información relevante para los inversionistas.
- **Nivel 2:** para su creación y colocación, el emisor debe cumplir los requisitos que establece la SEC, la Comisión de Valores de Intercambio y la Asociación Nacional de intermediarios (NASD), los cuales son: elaboración de la solicitud de registro, presentación del informe anual de operaciones y de la información financiera según los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados de Estados Unidos, PCGA. A diferencia del nivel 1, estos ADR`s se listan en una bolsa estadounidense. El emisor debe igualmente proporcionar a la SEC información relevante además de asumir las obligaciones de empresa con valores listados en una bolsa de los Estados Unidos.
- **Nivel 3:** Oferta Pública Primaria. Al igual que la regla 144A, esta modalidad permite a la empresa emitir nuevas acciones y colocarlas mediante ADR`s entre inversionistas estadounidenses en las bolsas norteamericanas. Este nivel es similar a la regla 144A en cuanto a las formalidades que debe cumplir el emisor ante la SEC. La empresa que logra listar ADR`s de este nivel en la bolsa de Nueva York, puede incursionar en cualquier otro mercado sin ningún problema y tener, por ese mismo hecho, posibilidades ilimitadas de obtención de recursos. Por tanto, es necesario satisfacer reglas mas rigurosas incluso

²⁹ OTC: mercado informal en que los clientes corren riesgo dado que la empresa no presenta información sobre su estado operativo y financiero. El éxito de este mercado concluye en "ganar mas con empresas principiantes" ya que estas tienen todas las perspectivas de crecimiento.

estipuladas para las grandes firmas estadounidenses. Los ADR`s de Bancolombia, hacen parte de este nivel, bajo el símbolo CIB.

2.4 Requisitos para la emisión de ADR`s

Las empresas van al público con el fin de acumular capital para su expansión. La prioridad antes de ello, es contratar un banquero de inversión que advierta acerca de que cantidad ofrecer y a que precios vender las acciones, razón por la cual este juega el rol de “underwriter”³⁰.

Para listarse en la NYSE, se deben cumplir ante la SEC, requisitos de mucho peso dado que no toda compañía es candidata a listarse en NYSE. Este mantiene estándares de calidad y financieros para listar compañías y en el caso de no cumplirse con estos, no será apta como candidata mientras si se encuentra listada y falla con algún requisito o lo pierde, será retirada.

Hay que tener en cuenta que, hay dos opciones o tipos de estándares, mundiales y domésticos, para tanto las compañías no pertenecientes a Estados Unidos como las radicadas en dicho país, los cuales dependiendo del caso deben cumplirse. Ambos incluyen criterios de distribución y financiación, los cuales deben cumplir según sus estándares.

El siguiente cuadro es únicamente usado para la evaluación inicial cuando hay una solicitud para ingresar a dicha bolsa. La bolsa trabaja en conjunto con la empresa para determinar cuales cumple o no y en que términos.

Tabla 1. Requerimientos financieros y de distribución

CRITERIOS	REQUERIMIENTOS	MUNDIAL
DISTRIBUCION	Total accionistas	5.000
	Acciones	2.5MM
	Poseer activos de	\$100MM
FINANCIEROS	Utilidades	
	Utilidades antes de impuestos en los últimos 3 años	\$100MM
	Mínimo de utilidades en los	\$25MM

³⁰ Underwriter: Sociedades comisionistas u organizaciones especializadas en las operaciones de colocación de una emisión o parte de ella en el mercado primario. Además, es el responsable de la parte legal del trato a la vez que de vender las acciones al público inversionista.

	últimos dos periodos	
	Valoración de los ingresos Debe satisfacer A o B	
	A. Valoración/ingresos con el flujo de caja de prueba	
	Capitalización en el mercado global	\$500MM
	Ingresos (últimos 12 meses)	\$100MM
	Flujo de caja agregado de los últimos 3 años	\$100MM
	Flujo de caja mínimo de los 2 años anteriores	\$25MM
	B. Valoración Pura	
	Capitalización en el mercado global	\$750MM
	Ingresos en el mas reciente año fiscal	\$75MM
	Afiliación de compañías Para nuevas entidades con interés de listarse en el NYSE	
	Capitalización en el mercado global	\$500MM
	Historia operativa de los ● últimos 12 meses.	si
	Cumplimiento de los ● estándares operativos de la compañía por listarse.	si
	La compañía mantiene ● control sobre si misma.	si

Fuente: NYSE. Los datos están dados en millones de dólares norteamericanos.

Además, según la norma 103.00 para las compañías no norteamericanas, los siguientes son los estándares mínimos de distribución:

Numero de accionistas..... 5.000

Numero de acciones en oferta publica..... 2.5 millones

Valor de mercado de las acciones en oferta publica..... \$100 millones

El underwriter, quien representa a la compañía que lista por primera vez en la bolsa, debe presentar un compromiso escrito por parte para representarla y comunicar por anticipado el valor ofrecido en acciones por la compañía.

Así mismo, según la norma 103.01B, una compañía debe contar con los siguientes estándares financieros:

Utilidades antes de impuestos incluyendo gastos operativos pero después de intereses, amortización e igualdad de ingresos o pérdidas de sociedades debe ser en total al menos \$100.000.000 millones en los últimos tres años fiscales con un mínimo de \$25.000.000 en cada uno de los más recientes 2 años fiscales.

Los ajustes no operativos cuando estén asociados a la transformación de ajustes representados en una devaluación significativa del país en más del 10% por un periodo de seis meses. Los ajustes no deben incluir estas asociaciones con ganancias o pérdidas en moneda corriente.

Las compañías listadas bajo el cumplimiento de estos estándares deben pasar la valoración de ingresos con el flujo de caja de prueba y la valoración pura, es decir, de los ingresos de prueba.

a) La valoración / Ingresos con el Flujo de Caja de prueba:

- (1) al menos \$500.000.000 millones capitalizables en el Mercado global,
- (2) al menos \$100.000.000 millones en ingresos durante los más recientes 12 meses
- (3) al menos \$100.000.000 de los flujos de caja agregados para los tres últimos años fiscales cuando en cada uno de los dos mas recientes sea reportado como mínimo \$25.000.000, de acuerdo a la normatividad del NYSE.

Una compañía debe demostrar que su flujo e caja esta basado en la actividad operativa. El flujo de caja representa los ingresos netos ajustados y excluye los cambios operativos en activos y pasivos.

b) Valoración Pura:

- (1) al menos \$750.000.000 capitalizables en el Mercado global,
- (2) al menos \$75.000.000 en ingresos durante el más reciente periodo fiscal.

En base a los criterios originales de la bolsa, si alguna de la información entregada es inaceptable o contiene errores que no estén en concordancia con las políticas de la SEC, la bolsa reevaluara el estado de lista de la compañía. Esta debe tener la calificación exigida acorde con los estándares de la bolsa, ya que de lo contrario sino lo obtiene al tiempo máximo del plazo estipulado, la

compañía será notificada de que no aplica, según los estándares del NYSE, y por tanto, por seguridad será suspendida su participación (deslistada) o denegada al momento de la solicitud.

Por otra parte, el siguiente es un listado de los estándares financieros según la bolsa de Nueva York:

Tabla 2. Requerimientos financieros

Criterios Financieros	
Al menos el precio de cierre, por seguridad, deber ser de mínimo \$1.00 sobre un consecutivo de 30 días.	
Criterio numérico para capital y acciones ordinarias; para compañías que listan bajo los estándares de ganancias.	
Promedio mundial de la capitalización del mercado, consecutivo a 30 días, debe ser al menos de	\$75 millones
Y	
Total de los accionistas al menos de	\$75 millones
O	
Promedio mundial de la capitalización del mercado, consecutivo a 30 días, debe ser al menos de	\$25 millones
Para compañías listadas bajo la valoración pura con flujo de caja estándar	
Promedio mundial de la capitalización del mercado, consecutivo a 30 días, debe ser al menos de	\$250 millones
Y	
Total ingresos en los 12 meses recientes	\$20 millones
O	

Promedio mundial de la capitalización del mercado, consecutivo a 30 días, debe ser al menos de	\$75 millones
Para compañías que listan bajo el estándar de valoración pura	
Promedio mundial de la capitalización del mercado, consecutivo a 30 días, debe ser al menos de	\$375 millones
Y	
Total ingreso de acuerdo al año fiscal mas reciente de al menos,	\$15 millones
O	
Promedio mundial de la capitalización del mercado, consecutivo a 30 días, debe ser al menos de	\$100 millones

Fuente: NYSE

A continuación, en base a la norma 802.00 se establecen los criterios de listado y según la 802.01, los criterios para continuar en lista:

La bolsa puede considerar la iniciación o suspensión y proceder a retirarla con respecto a la seguridad de otros usuarios domésticos o no, cuando,

802.01A. Criterios de distribución por capital o acciones ordinarias:

Numero total de accionistas debe ser al menos de400

O

Numero total de accionistas al menos de1.200

Y

El volumen promedio mensual debe ser al menos de100.000 acciones (para los últimos 12 meses)

O

Numero de acciones en poder del publico, al menos de600.000

La Exclusión será considerada cuando:

- Numero de acciones en poder del publico sea menor a 100.000

- Numero de accionistas o titulares sea menor a 100, excepto en el caso del Índice de Equidad de Valores, productos básicos-relacionado de Valores o de moneda-Relacionada de Valores
- El total del valor de las acciones en circulación en el mercado sea menor a \$1.000.000.
- Si no cumple con las obligaciones de seguridad.
- La falla de la compañía de entregar a tiempo sus resultados, reportes a los accionistas y toda la información pertinente así como de inversión.
- Observación de inadecuadas practicas sobre los reportes de utilidades y estado financiero.
- Otra conducta no citada en la presente la cual este por fuera de los parámetros políticos aprobados.
- Condiciones y resultados operativos y financieros insatisfactorios.

En síntesis, los requisitos de mayor peso con los cuales debe cumplir a cabalidad una empresa a listarse en el NYSE, son:

- Contar con una base de 5.000 accionistas.
- Poseer activos por 100 millones de dólares.
- Haber obtenido utilidades acumuladas, en los tres ejercicios anteriores, por una cuantía de 100 millones de dólares y al menos, 25 millones de dólares en algunos de los tres.
- Colocar en acciones un monto mínimo de 100 millones de acciones.
- Presentar información financiera acorde con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados de Estados Unidos, PCGA.
- Contar con la autorización de la Comisión de Valores Nacionales.
- Estar listada o listarse, al mismo tiempo, en la Bolsa local.
- Presentar estudio técnico de la empresa.

2.5 Proceso de colocación de ADR`s

Respecto al proceso de estructuración previo a la colocación internacional definitiva de las acciones, es importante mencionar a las partes involucradas y su correspondiente eje de acción en dicho proceso.

Existe un *banco emisor*, el cual lleva a cabo el estudio previo mediante el cual garantiza que las acciones subyacentes son una interesante opción de inversión, al igual que realiza los trámites para emitir los ADRs en los Estados Unidos, previo cumplimiento de los requisitos de la SEC, ejecuta su promoción a través del roadshow y finalmente, los emite.

En cuanto al *depositario*, además de ser el responsable de las acciones en el país de la empresa emisora, actúa como enlace entre la empresa y los inversionistas en los Estados Unidos. Es decir, recibe la información sobre la empresa que luego difunde en el mercado norteamericano; paga los dividendos

que la empresa hubiera decidido entregar; se comunica con los corredores para asegurar la mejor negociación de los valores; y mantiene informados a los dueños de los ADRs sobre cualquier evento que pudiera afectar el precio de los valores.

En resumen, se compone de los siguientes pasos:

- a) El inversionista inscribe y ordena los lugares de inversión con el corredor en los Estados Unidos.
- b) El corredor en los Estados Unidos ordena la colocación a través del corredor del mercado local, es decir, establecido fuera de U.S.A.
- c) El corredor local compra las formas en el mercado local.
- d) Las formas locales son depositadas en custodia del banco comercial autorizado, sea JPMORGAN, CITIBANK.
- e) El banco comercial autorizado recibe la confirmación de forma de depósito.
- f) El banco comercial autorizado emite nuevos ADRs y los entrega al corredor en USA.
- g) Establecimiento y entrega del ADR.

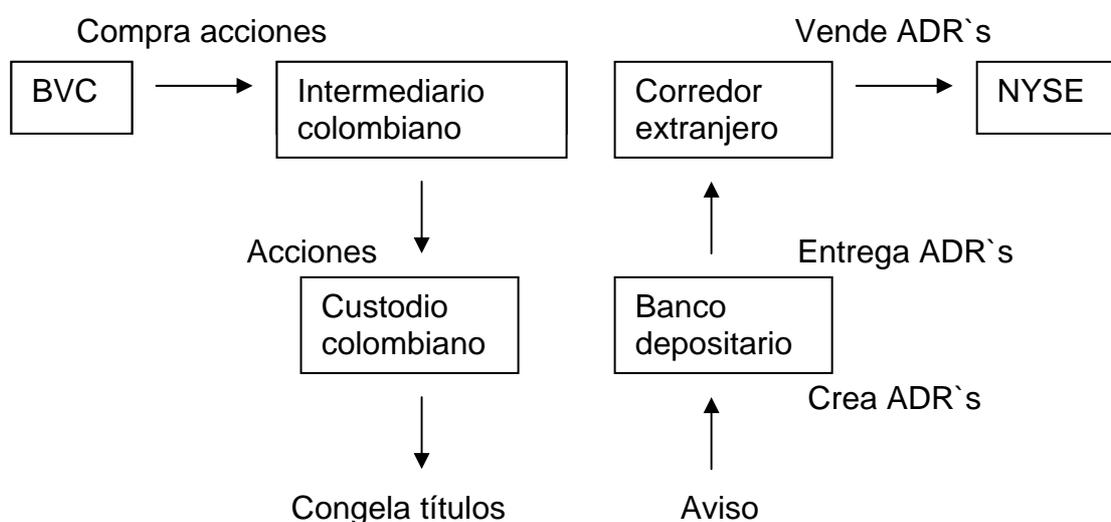
Se instruye a un banco depositario³¹ para realizar la creación de los adr`s y a su vez, los entregue al corredor extranjero, el cual efectuara la liquidación que corresponde a la venta.

Los adr`s por crear, se deben activar, dado que no estaban en circulación en Nueva York y es necesario para la venta a efectuarse en la bolsa. Dichos adr`s se consignan a la cuenta del correspondiente cliente que los haya comprado y a la vez, esta le significa una serie de recibos correspondientes a cierto numero equivalente de acciones en la bolsa local ya que, si no se hiciera así, el total de títulos en circulación de la emisora subirían artificialmente.

El flujo de operaciones tanto de compraventa como de creación de los ADR`s y la inhabilitación de acciones, en el caso de presentarse, se ilustra a continuación:

³¹ Un banco depositario se encarga de crear o cancelar los ADR`s a petición de algún intermediario. Puede ser cualquier banco autorizado para tal efecto.

Grafica 4. Proceso de colocación de ADR's



El proceso de colocación de acciones, en los mercados del exterior, tarda 3 meses y dos semanas en promedio e incluye un conjunto de costos a partir del programa de colocación internacional, el cual aproximadamente es de U\$ 16.000.000 millones, dependiendo del monto de la oferta a colocar en la bolsa internacional y a su vez de la comisión del intermediario colocador.

Tabla 3. Proceso de colocación internacional

DIAS PREVIOS A LA OFERTA	ACTIVIDADES
110 días	<ul style="list-style-type: none"> • Reunión general del equipo para definir la organización, elegir al intermediario y tomar decisiones respecto al prospecto de emisión.
95 días	<ul style="list-style-type: none"> • Redacción de los borradores • Elaboración del documento con todos los requisitos exigidos por la bolsa correspondiente. • Terminación de la auditoria. • Resolución de asuntos legales. • Redacción de la primera versión del prospecto de colocación.
De 60 a 40 días	<ul style="list-style-type: none"> • Realización del registro previo del documento. • Distribución del prospecto preliminar. • Promoción de la colocación

	<ul style="list-style-type: none"> • Road show.
De 2 a 6 días	<ul style="list-style-type: none"> • Recepción del informe de comentarios de la SEC • Se apresuran los trámites pendientes.
1 día	<ul style="list-style-type: none"> • Fijación del precio de colocación.
Día de la oferta	<ul style="list-style-type: none"> • Se firman los acuerdos entre la compañía y la parte interesada. • Distribución del boletín de prensa • Publicación del aviso de oferta pública. • Impresión del prospecto definitivo.
3 días después del registro	<ul style="list-style-type: none"> • Recepción del flujo de efectivo por la colocación. • Colocación de los avisos de agradecimientos.

Fuente: Libro "Para entender la bolsa"

Cabe resaltar que un programa prototipo de capital en el extranjero conlleva a que la compañía incurra en distintos costos, siendo en promedio los siguientes:

Tabla 4. Costos de un programa de colocación internacional

CONCEPTO	IMPORTE EN USD
Cuota de inscripción (depende de la que se elija).	150.000
Gastos legales.	500.000
Honorarios contables.	400.000
Costos de impresión (Documentos de registro, prospecto, certificados, etc.)	200.000
Gastos del Road show	15.000
Comisión del intermediario colocador	3.5% sobre el monto de la oferta

La comisión del intermediario es en promedio del 3.5%,³² siendo aproximadamente unos 14.000.000 de dólares. Si a esto se suman los demás costos, la erogación total por ese programa sería aproximadamente de unos 16.000.000 millones de dólares. Si bien esta cifra puede parecer inmensa en comparación con el total de recursos con posibilidades de captar a partir de la colocación y también, respecto al costo en que se incurriría por alternativas de financiamiento vía deuda, esta resulta pequeña.

³² El porcentaje depende de varias cuestiones: el monto que se va a colocar, la reputación o experiencia del intermediario, el tipo de relación contractual pactada y de otros factores adicionales. Por tanto la comisión del intermediario siempre es el gasto más fuerte.

2.6 Ventajas de los ADR`s

El termino proviene de que las acciones que se van a intercambiar fueron traídas físicamente desde su país de origen y están depositadas en un banco o entidad financiera en Estados Unidos.

Los ADR`s otorgan las siguientes ventajas:

- Permiten a los inversionistas estadounidenses adquirir acciones de empresas extranjeras, pero desde sus propias bolsas y en la manera a la que están acostumbrados a negociar. Como las operaciones se hacen en las bolsas estadounidenses, no se incurre en costos adicionales, como sucedería en el caso de adquirir las acciones en su mercado de origen.
- Otorgan a los inversionistas los mismos derechos (dividendos en acciones o en efectivo, derechos de suscripción, entre otros) que los otorgados por las acciones subyacentes. En la mayoría de los mercados, está permitido que los bancos emisores de los ADRs ejerzan el derecho de voto en representación de los inversionistas dueños de ADRs quienes previamente habrán recibido formularios para manifestar su decisión.
- Permiten a las empresas emisoras latinoamericanas acceder a los mercados de capitales de los Estados Unidos a un bajo costo y ganar visibilidad.
- Establecen una historia para la empresa preparando el camino para futuras ofertas de acciones o bonos en los mercados de valores mundiales.
- Para los inversionistas, los ADRs son un vehículo efectivo para comprar acciones por fuera de los Estados Unidos.
- Los inversionistas ahorran dinero al reducir los costos de administración y evitar cargos, como por ejemplo, los impuestos externos sobre cada transacción.
- Las compañías no incorporadas en Estados Unidos tienen la posibilidad de financiarse con los recursos disponibles en los mercados norteamericanos.
- Es poco probable que se presente el arbitraje sobre los precios de los ADR`s por parte de algún inversionista, debido a que el mercado de capitales norteamericano es constantemente vigilado y regulados los precios de las acciones en el mercado de origen y extranjero.
- Amplía sustancialmente el radio de acción de la empresa, lo cual puede estabilizar el precio.
- Brinda status empresarial, factor clave para el futuro, ya que en muchas ocasiones se convierte en la llave para colocaciones de otros instrumentos financieros como obligaciones negociables y papeles comerciales, entre otros.
- Mejora imagen de empresa, sus productos y sus instrumentos financieros en USA.

- Estimula a empleados americanos a invertir en la compañía filial.
- La empresa obtiene mayor liquidez y dado que su riesgo es mayor al del mercado se esperaría una mayor rentabilidad reflejada sobre un mayor valor de las acciones.
- Un factor clave para la empresa, antes que salga el ADR, y hasta un mes después, es que sus acciones en el mercado local obtienen un exceso de retorno sobre el rendimiento general del mercado.
- La empresa tiene la oportunidad de acceder a mayor número y calidad de inversores, como los fondos de pensión estadounidenses.

2.7 Desventajas de los ADR`s

Los ADR`s otorgan las siguientes desventajas:

- Al emitir ADR`s la empresa se enfrenta al riesgo político³³ y al de cambio³⁴. El riesgo político es el asociado con el movimiento en el precio de los ADR`s originado en la inestabilidad política del país de origen de la empresa que los emite. Para el caso de Colombia, la rentabilidad de los ADR`s Bancolombia en NYSE, aumentó luego que los presidentes de Colombia, Ecuador, Nicaragua y Venezuela dialogaran e hicieran las paces en la Convención de Río ya que las utilidades de la acción así como el índice se vieron afectadas a raíz de la muerte de Raúl Reyes en un campamento en el Ecuador. Sin duda la inestabilidad del Gobierno es uno de los riesgos políticos que enfrenta Colombia, eso sin mencionar la subversión armada. Igualmente, el riesgo de tasa de interés que es el asociado a los cambios en el valor de la moneda en que están denominadas las acciones originales afecta la estabilidad de negociación de los adr`s. Si bien, una devaluación del tipo de cambio del país de origen tenderá a reducir el precio en dólares del ADR, pero para nuestro caso, hay revaluación del peso, por tanto, el precio de la ADR no se ha visto afectado.
- La operación en el mercado extranjero significa altos costos de cotización por lo cual esta opción no es atractiva para pequeñas empresas solamente para aquellas bien constituidas y que se desenvuelvan en un amplio mercado globalizado.
- Existen múltiples costos, de emisión, asesoramiento intervención de bancos de inversión, documentación, colocación, publicidad y pago de una cuota de participación a la SEC para hacer parte del mercado de

³³ Riesgo político: Posibilidad de que eventos futuros e inciertos, originados por la situación política o la adopción de políticas por parte del Estado receptor de la inversión, modifiquen las condiciones en que un negocio ha sido establecido, y por consiguiente cambien sus perspectivas sobre ganancias y actividades futuras.

³⁴ Es el riesgo financiero que surge ante posibles pérdidas por los permanentes cambios en el precio o cotización de una moneda frente a una divisa base (USD).

capitales objetivo. A esto se le suma, el costo que implica convertir su contabilidad según los requerimientos contables que también impone la SEC.

- Muchos requerimientos de información, lo cual suele molestar a algunas empresas, ya que es engorroso tener que actualizar datos constantemente, y dado que a muchas no les agrada estar bajo el permanente escrutinio porque pueden quedar expuestas en manejos poco claros.
- Falta de liquidez, en el caso que la acción no represente atraktividad a los inversionistas mundiales.
- Falta de análisis, es decir, dificultad para encontrar comentarios y calificaciones por parte de analistas, los cuales sirvan como guía para llevar a cabo la respectiva compra o venta de la misma.
- Mayor riesgo político, social, económico, de cambio de moneda, de crédito, regulatorio y natural.
- Por razones de diversificación geográfica de riesgo no es muy lógico invertir en ADR's de empresas latinoamericanas por parte de inversionistas norteamericanos y europeos, sin embargo esto depende del tipo de empresa, sector, posicionamiento internacional y resultados de su actividad económica.

Por otro lado, teniendo en cuenta al inversor individualmente, la emisión de ADR's, ofrece una buena oportunidad de diversificar las tenencias de títulos o de colocar sus fondos en empresas de distintos países del mundo, con la seguridad jurídica del mercado accionario norteamericano. De esta manera, evita los costos de trasladar el capital desde el país de origen hasta la bolsa en donde cotice la empresa buscada al igual que en general, este al poseerlos evade costos adicionales originados al comprar en mercados no nacionales y en los que existe riesgo de divisa. Al igual, otorgan los mismos derechos que los ofrecidos por las acciones que subyacen a los ADR's.

Además, el inversor puede convertir su cartera en un porfolio global, diversificando no solo los países, si no también las industrias de distintas regiones en función del ciclo económico en el cuál cada una de ellas se encuentra inmersa.

Si bien la desventajas de una emisión de adr's latinoamericanas en comparación con las acciones de empresas norteamericanas, son relativamente pequeñas en la Bolsa Internacional (NYSE), por lo que se espera mayor riesgo y volatilidad en su cotización.

Cabe destacar que, Bancolombia, cuenta con adr's que representan crecimiento y rentabilidad sostenible desde su colocación en la Bolsa de Nueva York, por lo cual es atractiva dentro del grupo de inversionistas.

2.8 ADR BANCOLOMBIA

Con el programa de ADR's iniciado en 1995, Bancolombia se ha consolidado como una alternativa atractiva de inversión para los inversionistas americanos e internacionales y es así como de 3.5 millones de títulos emitidos en dicho año se ha pasado a más de 32 millones en la actualidad.

El siguiente es el emblema que distingue a Bancolombia como una de las 2.800 compañías, dentro de las cuales hay sólo 465 internacionales, que cotizan sus acciones o ADR's en la Bolsa de Nueva York (NYSE), el mercado de mayor liquidez y capitalización bursátil en el mundo. Bancolombia goza de un mejor posicionamiento, imagen y acceso a los mercados internacionales con el Programa de ADR's.



Si bien participar como emisor en la Bolsa de Nueva York, es una satisfacción que comparte la compañía con sus clientes, pues gracias a la confianza de estos, han logrado que Bancolombia incursione con éxito en los mercados internacionales.

El proceso histórico de la colocación de los adr's bancolombia se remonta al 26 de julio de 1995, cuando el antiguo BIC (Banco Industrial Colombiano) emitió acciones en la Bolsa de Nueva York en forma de ADR's. Se emitieron 3.375.000 Recibos de Depósito Americano (ADR's) colocados exitosamente en el mercado internacional mediante el registro de las acciones del Banco ante la Comisión de Valores de los Estados Unidos y la Bolsa de Valores de Nueva York.

A partir de allí, el programa de ADR's ha crecido sustancialmente llegando a más de 30 millones de ADR's emitidos en la Bolsa de Valores de Nueva York por empresas colombianas. En el caso de Bancolombia, un ADR representa 4 acciones preferenciales en el mercado accionario de Colombia.

2.8.1 Ventajas para Bancolombia

- Ha permitido incrementar su patrimonio y ampliar su base de accionistas.

- Con la emisión de ADR's, Bancolombia ha incursionado exitosamente en los mercados de capitales internacionales, obteniendo reconocimiento y la posibilidad de realizar futuros negocios en estos mercados es más viable.
- Las acciones de Bancolombia al cotizarse en NYSE, cuentan con mayor liquidez y consecuentemente una posible mayor valorización.
- El comportamiento de los adr's ha influido sobre el precio y volumen negociado de las acciones ordinarias y preferenciales en la BVC.
- Mayor crecimiento y desarrollo para la empresa y el mercado de capitales colombiano ya que la cotización internacional influye directamente sobre el comportamiento de las acciones en el mercado accionario colombiano.
- Se ha incrementado su patrimonio a partir de las exitosas colocaciones de títulos como acciones y bonos subordinados denominados en dólares por USD400 millones, con vencimiento en 2017.
- Luego de 12 años de tener listada la acción en la Bolsa de Nueva York, Bancolombia logró una emisión importante en el mercado internacional, lo que representó un incremento en la participación accionaria del 21% al 25% del Programa de ADRs. Adicionalmente, se estima que existe una participación accionaria de alrededor del 8% correspondiente a inversionistas extranjeros, independientes a este programa.
- Participación accionaria de inversionistas nacionales e internacionales.
- Mayor flujo de capital disponible para la expansión de la compañía y su radio de acción.
- Exitoso proceso de capitalización nacional e internacional, a partir de la suscripción y posterior oferta pública de acciones ordinarias y preferenciales por 60 millones.
- La operación internacional le representó una sobre demanda de 5.5 veces lo ofrecido y un valor cercano a los USD314 millones.
- Respaldo importante sobre su crecimiento interno, fortalecimiento de la capacidad patrimonial e incremento del número de inversionistas. Esta capitalización contribuye al desarrollo de nuestra economía, la cual presenta retos y oportunidades importantes en los próximos años y le permite a la entidad continuar con sus planes de despliegue en sus negocios locales e internacionales.

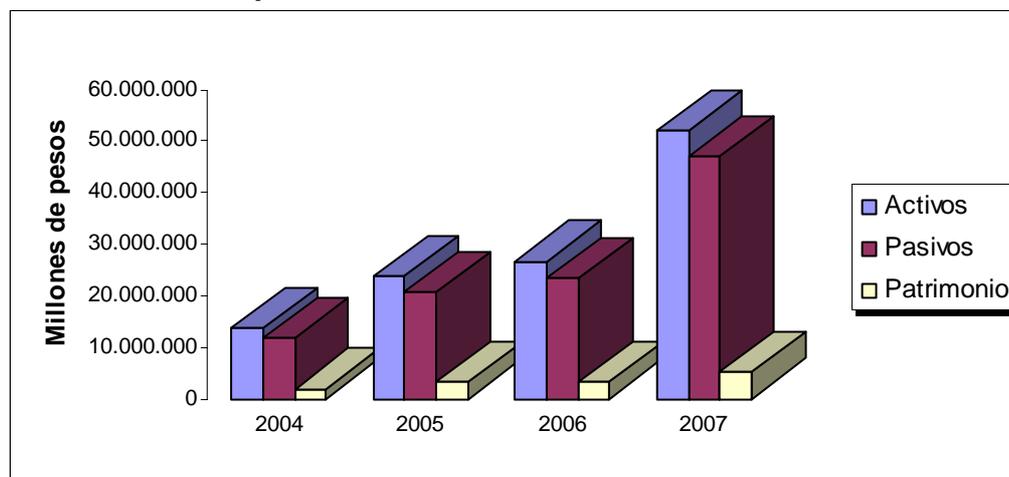
- Adquisición de Banagrícola, el conglomerado financiero más importante de El Salvador, lo cual permitió a Bancolombia incursionar en la región centroamericana, con muy buenas perspectivas de crecimiento e integración comercial, lo que contribuirá al acercamiento de empresarios salvadoreños y colombianos, bajo el marco del TLC.
- Adquisición de compañías anexas y complementarias a la actividad de esta como Banagrícola, siendo Bancolombia, hoy, una entidad con 45 billones de pesos en activos. Teniendo en cuenta la reciente capitalización, reflejada en los balances a diciembre del 2007, el patrimonio del Grupo estaría alrededor de los \$4,5 billones.

Al igual que los resultados positivos y rentables para la empresa respecto a los inversionistas internacionales, el ADR es un mecanismo más simple, cómodo, económico y de fácil acceso para invertir en compañías extranjeras, por tanto las acciones gozan de mayor liquidez.

2.9 Resultados Bancolombia

A lo largo de los años, Bancolombia ha presentado un buen desempeño financiero que se ha basado en el favorable desarrollo de las diferentes áreas de negocios así como en los buenos resultados de sus filiales. Por otra parte, la buena calidad de la cartera ha permitido al Banco mantener un gasto en provisiones bajo. La rentabilización de la operación así como las ventajas tributarias con las que cuenta el Banco le han permitido fortalecerse financieramente y mantener adecuados niveles de rentabilidad. Así mismo, se debe destacar el comportamiento y las cifras manejadas dada la rentabilidad y efectivo movimiento de los precios de los títulos emitidos, ya sean acciones ordinarias y preferenciales, ADR's y de deuda. Ver anexo 10 Y 11.

Grafica 5. Participación de mercado



Fuente: Superintendencia Financiera y cálculos de los autores.

2.9.1 Activos

Los activos totales de BANCOLOMBIA ascendieron a \$52.152 miles de millones al 31 de diciembre de 2007, incrementando 7,1% en comparación con los \$48.684 miles de millones al tercer trimestre de 2007. Esta cifra representa además un incremento de 20,5% comparado con los \$43.262 miles de millones al 31 de diciembre de 2006. Ver anexo 12.

2.9.2 Cartera de Créditos

La cartera de crédito y el leasing financiero de BANCOLOMBIA representó el 69,5% de los activos totales al 31 de diciembre de 2007, totalizando \$36.245 miles de millones e incrementándose 6,0% en comparación con las cifras del trimestre anterior y 24,1% comparado con las cifras al cuarto trimestre de 2006.

La cartera corporativa ascendió a \$18.244 miles de millones al 31 de diciembre de 2007, incrementando 2,1% en comparación con el trimestre anterior. Esta cifra representa también un incremento de 15,7% comparado con los \$15.768 miles de millones pro forma al 31 de diciembre de 2006. La cartera empresarial representa el 48,4% del total de la cartera de crédito de BANCOLOMBIA.

El portafolio de la cartera de crédito de personas y PYMES (Pequeñas y medianas empresas) ascendió a \$11.876 miles de millones al 31 de diciembre de 2007, incrementando 16,2% en comparación con el trimestre anterior y 40,8% a lo largo del año, marcado principalmente por el incremento de la demanda en el consumo y su efecto directo en el apetito de crédito. La cartera de personas y PYMEs representa el 31,5% del total de la cartera de crédito del Banco.

Las operaciones de leasing financiero totalizaron \$4.699 miles de millones, incrementando 8,4% comparado con el trimestre anterior y 32,2% en comparación con las cifras al finalizar el 2006. Las operaciones de leasing financiero representan 12,5% del total de la cartera de crédito.

La cartera hipotecaria del Banco totalizó \$2.884 miles de millones, representando 7,6% del total de la cartera del Banco. Durante el año 2007, BANCOLOMBIA titularizó cartera hipotecaria por aproximadamente \$729 miles de millones. De esta cifra, \$439 miles de millones se titularizaron durante el cuarto trimestre del año. Después de tener en cuenta las titularizaciones que se realizaron tanto durante el último trimestre, como durante todo el año, la cartera hipotecaria incrementó 5,4% en comparación con el tercer trimestre y 25,3% en comparación con las cifras al 31 de diciembre de 2006.

2.9.3 Portafolio de Inversiones

Al 31 de diciembre de 2007, el portafolio de inversiones de BANCOLOMBIA ascendió a \$5.774 miles de millones, lo que representa un incremento de 8,3%

en comparación con las cifras al 30 de septiembre de 2007, y una disminución de 19,3% comparado con las cifras a 31 de diciembre de 2006.

Las inversiones en títulos de deuda representaban 96,9% del total del portafolio de inversiones de BANCOLOMBIA al 31 de diciembre de 2007. Estas inversiones en títulos de deuda ascendieron a \$5.596 miles de millones (10,7% del total de activos) al finalizar el cuarto trimestre, incrementando 8,2% comparado con las cifras al 30 de septiembre de 2007, cuando dichas inversiones totalizaron \$5.174 miles de millones (10,6% del total de activos) y disminuyendo 20,1% comparado con las cifras a 31 de diciembre de 2006, cuando las inversiones en títulos de deuda totalizaron \$7.004 miles de millones (16,2% del total de activos). El cambio que se presenta durante el último trimestre de 2007 se dio principalmente por un incremento de 29,3% en TIPS, como resultado de la recompra de parte de la cartera titularizada por el Banco. Comparado con las cifras al 31 de diciembre de 2006, las inversiones en títulos de deuda disminuyeron como consecuencia de la recomposición de activos que comenzó durante el 2006, fenómeno impulsado por el crecimiento de la cartera, unido al ambiente de precios decreciente en el mercado de bonos colombianos.

TIPS es el nombre que se le da en Colombia a los títulos respaldados por cartera hipotecaria. Estos títulos son emitidos por Titularizadora Colombiana S.A., entidad que compra y titulariza cartera hipotecaria en el país. Dichos títulos poseen un beneficio tributario en Colombia, ya que no son sujetos de impuesto de renta, lo que ha contribuido al desarrollo de estos instrumentos en el mercado. Es importante mencionar que la mayoría de los TIPS que BANCOLOMBIA adquiere, son títulos respaldados por créditos hipotecarios originados por el Banco de acuerdo con sus políticas y estándares de crédito.

2.9.4 Calidad de los Activos

Al 31 de diciembre de 2007, la cartera vencida como porcentaje del total de la cartera llegó a 2,9%, incrementándose con respecto al 2,8% registrado el 30 de septiembre de 2007. Este incremento se debe principalmente al aumento en las tasas de interés en la economía colombiana, principal mercado de BANCOLOMBIA y a la mayor participación de la cartera de personas y PYMES dentro del portafolio de créditos total del Banco. Sin embargo, el nivel de cobertura medido como las provisiones sobre la cartera vencida finalizó el trimestre en 134,9%, cifra que está por encima del promedio mostrado por el Banco durante los últimos tres años.

Los préstamos clasificados como C, D y E representaron 3,1% del total de la cartera, aumentando con respecto al 2,6% registrado al 30 de septiembre de 2007, mientras que las provisiones sobre la cartera clasificada como C, D y E llegaron a 127,4%.

2.9.5 Pasivos

Los depósitos se incrementaron 12,2% en comparación con las cifras del trimestre anterior y 20,5% comparado con las cifras al 31 de diciembre de 2006, totalizando \$34.374 miles de millones al 31 de diciembre de 2007. Los depósitos que no generan intereses incrementaron 24,9% durante el trimestre como consecuencia de la estacionalidad que se presenta durante los últimos meses del año. Los depósitos que generan intereses incrementaron 9,9% durante el trimestre y 22,8% durante el año, comparados con las cifras pro forma al 31 de diciembre de 2006.

La mezcla de depósitos cambió durante el año pasado, específicamente, los CDTs ganaron participación, convirtiéndose en el 41,6% del total de depósitos, incrementando su participación desde el 35,2% presentado el año pasado. Por otra parte, cuentas de ahorro representaron 36,9% del total de depósitos, disminuyendo su participación en comparación con el 41.1% del año pasado. Estos cambios se explican principalmente por el encaje marginal impuesto por el regulador durante la primera mitad del año 2007, ya que los encajes requeridos para las cuentas corrientes y para las cuentas de ahorros son mayores a las de los CDTs, cambiando la preferencia por estos, entre las entidades captadoras de recursos.

2.9.6 Patrimonio

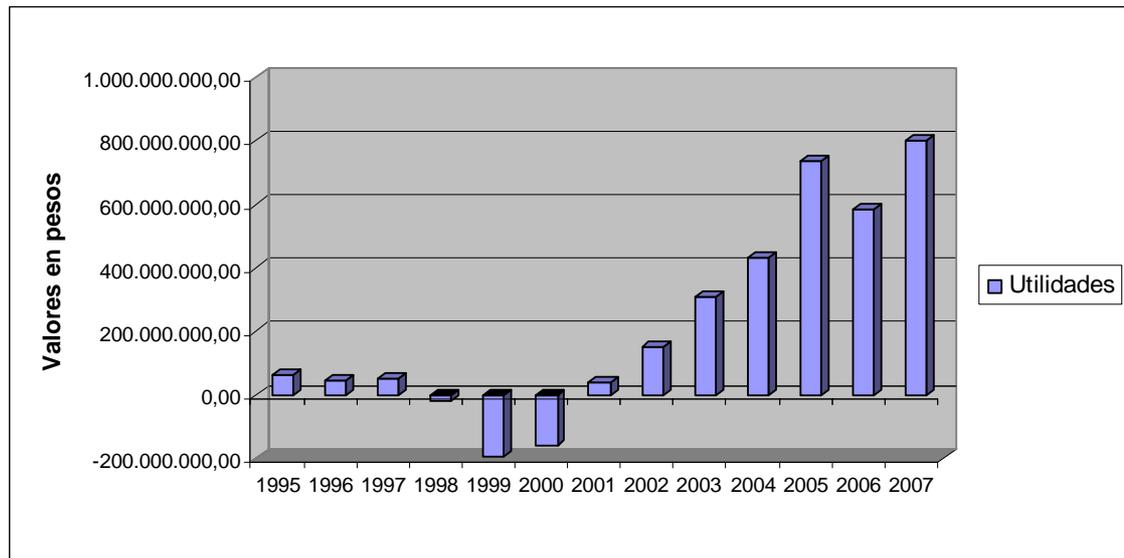
Al 31 de diciembre de 2007, el patrimonio de BANCOLOMBIA totalizó \$5.199 miles de millones, lo que representa un incremento de 9,0% en comparación con las cifras del trimestre anterior y 20,5% comparado con las cifras al diciembre de 2006. Este incremento se debe a los resultados financieros del Banco y a la emisión de acciones que se llevó a cabo durante el mes de Julio de 2007 (\$927.6 miles de millones) en la Bolsa de Valores de Colombia.

Al finalizar diciembre de 2007, el índice de solvencia de BANCOLOMBIA consolidado fue de 12,67%, presentando una pequeña disminución en comparación con el 13,28% del tercer trimestre del año 2007. Esta disminución se debe al crecimiento de los activos durante el trimestre.

2.9.7 Estado de Resultados

La utilidad neta BANCOLOMBIA para el cuarto trimestre de 2007 ascendió a \$322,5 miles de millones y \$1.087 miles de millones para todo el año, terminado el 31 de diciembre de 2007, incrementándose en un 31,0% en comparación con los \$829.5 miles de millones al 31 de diciembre de 2006.

Grafica 6. Variación de utilidades anual, 1995-2007



Fuente: Superfinanciera, Grupo Bancolombia y cálculos de los autores.

2.9.8 Resumen de los principales resultados financieros de Bancolombia

- La utilidad neta a diciembre de 2007 totalizó en \$1.086,9 miles de millones de pesos colombianos, lo que representa un incremento del 31,0% en comparación con los \$829,5 miles de millones al 31 de diciembre de 2006.
- Al 31 de diciembre de 2007, la cartera neta de BANCOLOMBIA ascendió a \$36.245 miles de millones, incrementando 6,0% durante el último trimestre de 2007 y 24,1% en comparación con los \$29.208 miles de millones al 31 de diciembre de 2006.
- El Retorno sobre el patrimonio promedio al finalizar el año 2007 fue de 24,41%.
- Los gastos operativos totales a diciembre de 2007 fueron \$2.201,3 miles de millones, incrementándose en un 6,1% en comparación con los \$2.074,6 miles de millones al 31 de diciembre de 2006. La eficiencia de BANCOLOMBIA medida como la razón entre egresos operacionales sobre ingresos operativos netos llegó a 53,0% para el año 2007.
- Al 31 de diciembre de 2007, la cartera vencida como porcentaje del total de la cartera de BANCOLOMBIA llegó a 2,9%, mientras que la cobertura de la cartera vencida llegó a 134,9%.

2.10 ANALISIS FUNDAMENTAL Y TECNICO DEL ADR BANCOLOMBIA

Sitio Web	www.grupobancolombia.com
Industria	Bancos
Tipo de edición	ADR`s comunes
País de origen	Colombia
Día de colocación	26 de Julio de 1995

Grafica 7. Comportamiento anual ADR Bancolombia



Fuente: Big charts

2.10.1 ANALISIS FUNDAMENTAL

El ADR de Bancolombia en términos generales ha tenido tendencia alcista, durante el último año, con acepción de contadas caídas que se reflejan en la grafica.

La primera caída de la acción del banco se presenta a inicios del 2007, debido al escándalo causado por el llamado a juicio por parte de la Fiscalía a Jorge

Londoño, actual presidente de Bancolombia y su vicepresidente, Federico Ochoa Barrera por los cargos de presuntos delitos de estafa, utilización de fondos captados al público y operaciones no autorizadas con accionista. La investigación está relacionada con la depreciación de unas acciones del grupo Gillinski dueños del Banco Industrial Colombiano, entidad que se fusionó con el Bancolombia en 1997.

Esta noticia, una vez fue conocida en la Bolsa de Nueva York, la cotización de la acción del Bancolombia cayó en ese mercado un 6,16%, paso de US\$ 31,96 a US\$ 29,99, sin embargo, el banco como entidad, supo sortear la situación en equipo con la Superfinanciera y los diferentes gremios económicos del país. Los anteriores agentes, expresaron la plena garantía y seguridad sobre los recursos invertidos de los clientes e inversionistas de Bancolombia que ante la noticia sintieron pánico.

Seguido a lo anterior, la acción registró un alza, a mediados de Abril del 2007, debido a que BANCOLOMBIA S.A. asumió créditos con entidades financieras del exterior por valor de USD 590 millones, con el propósito de realizar operaciones de compra de cartera en moneda extranjera. Los recursos provenientes de estas operaciones de compra de cartera serán utilizados por BANCOLOMBIA (PANAMÁ) S.A. en el proceso de adquisición de Banagrícola S.A. El otorgamiento de estos créditos demuestra la confianza en BANCOLOMBIA S.A. por parte de la banca internacional, lo cual impulso el precio de las acciones.

Aproximadamente en Julio del 2007, a causa del anuncio de Bancolombia S.A. del inicio de la oferta hasta de 13.043.478 Certificados de Deposito Americanos ("ADR`s") que representan 52.73.12 acciones preferenciales, se presento un alza en las acciones. Se presento una alta demanda de estos títulos lo cual fortaleció el valor de las acciones y los ADR`s de Bancolombia.

Una nueva caída del titulo, se dio a mediados del mes de Agosto, esta baja fue causada por la renuncia del Vicepresidente administrativo Hernán Darío Ramírez Giraldo, el cual llevaba laborando en Bancolombia cerca de veintidós años.

Para finales del año 2007, se dio presento una alza en las acciones, debido a la noticia del incremento de participación de Bancolombia en Banagrícola, por medio de la bolsa de Panamá. Al terminar la transacción la participación que tendrá Bancolombia sobre dicho Banagrícola será de un 98,900429 %, lo cual le da solidez a Bancolombia como entidad financiera.

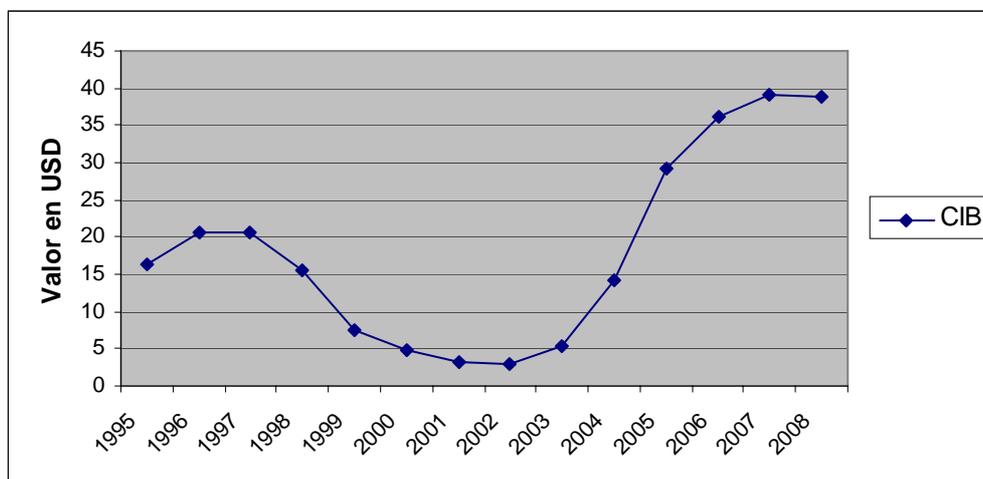
En términos generales, las acciones de Bancolombia se mantienen con tendencias a la alza, sin embargo nunca ha estado exenta de problemas que se reflejan en la baja de sus acciones, sin embargo, la rápida recuperación del precio de las acciones demuestra la solidez que tiene Bancolombia dentro del mercado nacional e internacional.

2.10.2 ANALISIS TECNICO

En términos generales, los ADR`s de Bancolombia son atractivos y rentables para los inversionistas. Según el análisis técnico, a corto plazo la tendencia de la acción es alcista, con la posibilidad de alcanzar un precio de USD 38.80 llegando a estar sobrevenida. Igualmente, la tendencia a mediano plazo es alcista; el valor mantiene un comportamiento relativo superior 21.60 al S&P 500.

Su volatilidad ha descendido en el último mes, por lo cual, los indicadores técnicos, diarios y semanales, alertan sobre la proximidad de un TECHO en el mercado.

Grafica 8. Variación del precio del ADR, 1995-2007



Fuente: Yahoo Finance

A partir del análisis de la grafica del ADR Bancolombia, en un periodo de tiempo de un año, se observa:

- **Tendencia:** los ADR`s han presentado una tendencia alcista, lo cual coincide con las estimaciones, a corto plazo, de los analistas de que el comportamiento se mantendrá al alza trayendo como consecuencia una sobreventa de estos. A la vez consideran, que el precio de la acción podría alcanzar un precio entre los USD 38.80 y los USD39.98 en lo corrido del año. Lo anterior, es una señal de que la acción tiene suficiente fuerza para aumentar su rentabilidad en el mercado bursátil, a través, del incremento en su precio promedio y del volumen tranzado de acciones, por lo cual, los analistas recomiendan realizar una compra semifuerte, es decir, adquirir en promedio tres ADR`s, lo que equivale a 12 acciones preferenciales en la BVC, debido a que el precio objetivo promedio es de USD 39, siendo su mínimo, USD 33 y el máximo, USD 45. En el último año, la acción tuvo dos bajas representativas, causadas por problemas al interior de la estructura organizacional, entre el presidente de la entidad bancaria y los antiguos propietarios del mismo.

La tendencia del precio de la acción osciló entre USD 32 Y USD 36 para el 2007 e iniciando el año, se mantuvo hasta mediados del primer mes en el mismo rango exceptuando la caída presentada a mediados del mismo periodo. En adelante, rompió la barrera de los USD 36 finalizando el mes de marzo, llegando a estar entre USD 36, 5 y USD 40.

- **Promedios móviles:** los promedios móviles tienen una tendencia muy parecida, lo que indica que no van a haber grandes cambios en esta.
- **Volumen/tendencia:** el volumen promedio negociado de la acción ha cumplido las expectativas de la empresa emisora y esto se hace evidente en la tendencia alcista del título, por lo cual se recomienda a los inversionistas conservar la tenencia de sus acciones. Su tendencia, se ilustra mediante la imagen de un toro³⁵, lo cual define que el ciclo corresponde a una tendencia al alza. Este se interpreta como un momento robusto y creciente es decir muy favorable para el ADR Bancolombia. Cabe resaltar que, el ADR Bancolombia es una acción de alta bursatilidad donde se negocian frecuentemente grandes volúmenes de negociación de esta, a diario.
- **Q-Tobin:** al 28 de Abril de 2007, esta es igual a 2.49. Este valor surge de la relación entre el valor patrimonial de cada acción y su valor de mercado, siendo en este caso, subvalorada, ya que el precio de cotización se encuentra por debajo de su valor en libros. En el caso de los mercados internacionales, es muy normal que los precios se encuentren por encima del valor patrimonial.
- **RPG³⁶:** en promedio, el número de periodos que requiere un inversionista en recuperar el capital invertido, al nivel de utilidades del último año 322.496 millones de pesos, es de 12.5 meses.
- **Beta:** En el caso, es mayor que 1, por lo cual indica que la rentabilidad de la acción de la empresa es más riesgosa que la del mercado.
- **Capitalización bursátil:** el valor de la empresa en el mercado internacional es de 7.45 Billones de dólares, esto comparado con el promedio de la industria que es de 11.85 billones de dólares, demuestra que Bancolombia es una empresa sólida y competitiva frente a otros grupos financieros mundiales ya que no está muy alejado de la media.

³⁵ La imagen del toro forma parte indisoluble del mercado de valores; este toro es símbolo de Wall Street, siendo su contrario el oso. La adopción del toro como emblema del mercado al alza tiene sentido porque el rumiante, cuando embiste, levanta la cabeza.

³⁶ **RPG:** Indicador que resulta de dividir el precio de mercado de una acción entre la utilidad por acción reportada por el emisor. Representa el número de periodos que se requieren, a este nivel de utilidades, para recuperar lo invertido.

Se evidencio mayor crecimiento en el precio de la acción en el 2003, 2004 y 2002 y en el caso contrario, decreció en 1998, 2000 y 1999, principalmente.

Tabla 5. Crecimiento del ADR Bancolombia, 1995-2008.

Año	Precio de los adrs	Variación (%)
1995	16,37	26,76
1996	20,75	0,00
1997	20,75	-25,30
1998	15,5	-52,39
1999	7,38	-33,88
2000	4,88	-34,02
2001	3,22	-10,56
2002	2,88	85,76
2003	5,35	166,36
2004	14,25	105,26
2005	29,25	23,69
2006	36,18	7,79
2007	39	-0,59
2008	38,77	

Fuente: Yahoo Finance y calculos de los autores.

Por su parte, las caídas más representativas durante el 2007, fueron en enero y agosto, a razón del escándalo Gillinski y de la renuncia del vicepresidente financiero de Bancolombia, respectivamente. Por el contrario, un alza fuerte se observo, tanto en el precio de cotización como en el numero de adr`s negociados a mediados de julio del 2007, cuando se colocaron un paquete mas de adr`s en la Bolsa de Valores de Nueva York.

Según el grupo de investigación de Merrill Lynch y UBS, asignan unánimemente, una calificación alta a comportamiento del ADR de Bancolombia, recomendando la compra y/o retención de estas, esto refleja los óptimos resultados operativos y financieros de la empresa y el reconocimiento de la participación de la empresa entre otras del mismo sector.

Tabla 6. Análisis de riesgo

ANALISIS DE RIESGO	
Última transacción:	39,10 \$
Cambio:	↑0,99 (2,60%)
Cierre anterior:	38,11
Apertura:	37,69
Rango día:	37,25 - 39,11
Rango anual:	26,15 - 39,95

Volumen:	192.460
Volumen medio (3 meses):	506.319
P/E:	12,50 x
Alfa:	0,0077
Beta:	1,0607
Varianza	0,2079
Comportamiento relativo:	21.5892%
Volatilidad trimestral:	32.5904%
Desde 31 Dic.:	11.1993%
Último mes:	9.8751%
Correlación:	0,456
Soporte:	34.38
Resistencia:	39.93

En comparación con otras empresas, a nivel internacional, del mismo sector, Bancolombia hace parte de las entidades bancarias extranjeras con mayor capitalización en el mercado, 7.46 billones de dólares. Así mismo, es considerada la empresa líder en el sector bancario colombiano, dada su alta capitalización en el mercado, nacional y extranjero, su crecimiento de ingresos y ganancias, ausencia de deudas a largo plazo y crecimiento a largo plazo del 8.3%

Además, se caracteriza por ser líder según su margen neto de utilidad frente a entidades bancarias internacionales, ya que este es de 29.12% siendo incluso mayor a bancos como el BBVA (15.44%) y el FIRST NATL BK ALASKA (27.17%).

2.10.3 Indicadores Financieros

Teniendo en cuenta que una razón financiera obedece a la relación entre dos cuentas o grupos de cuentas del mismo estado financiero o de distintos, consideramos las siguientes razón de liquidez, endeudamiento, rentabilidad y de eficiencia, para determinar si en base a la emisión de acciones, por parte de Bancolombia, en el mercado de valores local y extranjero, esta ha tenido buenos resultados en términos financieros, para tres periodos, dado el dinámico y eficiente comportamiento de las mismas.

2.10.3.1 Razones de Liquidez

De acuerdo a la razón corriente, se encontró que, en el año 2004 la entidad bancaria contaba con \$0,12 por cada peso de deuda a corto plazo, para el año 2005 se mantuvo en \$0,12 y en el 2006, disminuyó a \$0,11. "Por cada peso del pasivo corriente, la empresa tiene 0,12 para cubrir los activos corrientes".

La razón corriente esta entre, 0 y 0,99, por tanto es ilíquida para responder ante esto.

Si bien, cuando la razón corriente es menor a 1, el capital neto de trabajo debe ser negativo, demostrándose en este caso siendo para el 2004 de - 4,746.823 y en el 2006 de -9,104.847. En términos generales, la empresa se enfrenta para estos periodos, a una situación de iliquidez mantenida en el tiempo evaluado.

2.10.3.2 Razones de Endeudamiento

El endeudamiento total de la empresa con terceros en el 2004 alcanzo el 85,96% del rotal de activos, en el 2005 el 86,55% y en el 2006, el 87,34%. Esta situación evidencia que tiene un alto endeudamiento externo ya que la relación se incrementado en mas de 1 pp., anualmente.

El endeudamiento esta financiado en gran parte por deuda a largo plazo y baja deuda al corto plazo, esto evidencia que, en menos de un año, la empresa no cuenta con exigencias que puedan afectar su desempeño. “Por cada peso que se tiene en el activo, debe \$87, 34”

Además, la deuda esta bajamente respaldada por el patrimonio de la compañía. Sus principales alternativas de financiación son a largo plazo, mas aun dada su actividad y la envergadura financiera y operativa de sus proyectos de expansión, por lo cual le resulta muy beneficioso el apalancamiento a través de la emisión de acciones ya que obtiene en corto tiempo, la cantidad de recursos monetarios que requiere, se fortalece a nivel de participación en el mercado y garantiza, eficaz retorno del capital.

Cabe mencionar que, las acciones son títulos de alto riesgo así como en igual o mayor proporción se vera reflejada, su rentabilidad. El endeudamiento será mayor siempre y cuando la rentabilidad del capital financiero sea mayor que el costo del mismo capital.

En términos de concentración de endeudamiento, encontramos que por cada peso del pasivo total debe a corto plazo, \$0,83 centavos, es decir, todo se debe a largo plazo, lo cual indica un mayor costo, en términos de intereses. Según el leverage, su nivel de endeudamiento es creciente pero consideramos que corresponde a las inversiones realizadas en la compra de entidades financieras o afines a su actividad, tal como Banagricola, a la vez que obedece a la ampliación de cobertura local e internacional, con nuevas sucursales.

2.10.3.3 Razones de Rentabilidad

En el 2004, el rendimiento neto sobre la inversión fue de 0,019%, en el 2005 de 0,015% y en el 2006 correspondió a 0,011%, disminuyendo notablemente.

El rendimiento neto sobre el patrimonio en el 2004 fue de 0,132%, en el siguiente año, 0,111% y para el 2006, de 0,088%, yendo en detrimento. “Por cada peso que se tiene del patrimonio, genera 0,008 pesos en la utilidad neta”. El margen de utilidad neta, en el 2004 fue de 0,26%, 0,21% y 0,18%, correspondientemente a los años analizados antes; “Por cada peso de ventas netas la empresa cuenta, al 2006, con 0,18 centavos en utilidad neta”. Por su parte, el margen operacional, en el 2004 fue de 3,99%, luego en el 2005 de 3,42% y en el 2006, de 1,95%; “Por cada peso de venta neta se tienen, al 2006, 1,95 centavos de utilidad operativa”. En el caso presenta, la utilidad operativa es mayor a la neta, es decir, los ingresos operacionales no son tan significativos siendo que la compañía se dedica, exclusivamente a atender su segmento del mercado, ampliando constantemente su estructura y portafolio de productos y servicios para los clientes bancarios o relacionados con las empresas complementarias, que hacen parte del mismo grupo financiero.

2.10.3.4 Razones de Eficiencia o Rotación

Significa que las veces que la inversión en activos se convirtió en ventas en el año 2004 fueron de 0,072 veces, en el siguiente periodo de 0,071 y finalmente, al 2006 de 0,063, lo cual muestra que ha disminuido progresivamente en estos tres años, contrario a lo esperado ya que cada peso del activo total generó en ventas por productos y prestación de servicios bancarios, un \$0,063. Siendo menor que 1, es normal.

Si bien es cierto, el éxito de la compañía en términos financieros y de negociación en bolsa, depende en gran medida de su historia, competencia, posicionamiento frente a las demás en su sector, y sus proyecciones, lo cual se vera reflejado en el volumen de negociación de las acciones, locales o internacionales así como en su precio, en cada mercado, respectivamente. Por tanto, la eficiencia en su actividad y presencia en la Bolsa de Valores, se vera reflejada en el valor en el mercado de la empresa para los inversionistas al igual que en su Good Will³⁷, el cual al 2007, cerro en 977.095 millones de pesos. Ver anexo 13 Y 14.

2.10.4 Indicadores Bursátiles

De acuerdo a los principales indicadores bursátiles, se encontró que la utilidad neta a razón de la tendencia al alza del adr Bancolombia, esta aumento, en el 2007, en 7,93% respecto al año anterior. Así mismo, la utilidad neta por adr se situó en el 2007 en 0,813% y la relación precio/ganancias disminuye, lo cual indica que cada vez es menor el tiempo que se requiere para recuperar el capital invertido en dichos títulos como consecuencia de su rentable comportamiento en la Bolsa de Valores. Al igual, el promedio de las acciones

³⁷ Good Will: También llamada “Buen nombre”, se adjudica según el posicionamiento de la empresa frente a su competencia en el mercado que participa, siendo la capacidad de generar recursos a futuro.

ordinarias en circulación, tipo adr en Estados Unidos, es de 787.827.003 millones, equivalentes, cada una, en 4 acciones preferenciales en el mercado de valores colombiano. Ver anexo 15 y 16.

2.10.5 Resultados Econométricos

Los resultados que se muestran a continuación son producto de una regresión hecha con el fin de verificar si existe empíricamente una relación directa o indirecta entre variables asociadas al comportamiento de las acciones locales al igual que de los ADR's, es decir, determinar si una variable influye sobre la conducta de otra.

Tabla 7. Relación IGBVC – NYSE.

Resultado de las Regresiones Econometricas
Las regresiones se realizaron mediante un OLS

Variable	Modelo 1
IGBVC	0.366*** (87.6)
Constante	5246*** (162.2)
R2-adj	0,872
OBS	1125

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, Yahoo Finance y cálculos de los autores.

*** Significativo al 1%

El modelo explica el 87,6% de las variaciones en el Índice de la Bolsa de Nueva York, por tanto existe una relación directa entre ambas variables, NYSE e IGBVC.

Si, el valor dado por la probabilidad, es menor a 0.05, se dice que la otra variable, en este caso el IGBVC, es estadísticamente significativo para explicar el NYSE.

"Por cada 1% de incremento del IGBVC, el NYSE aumentara 0.36%, manteniendo todas las demás variables constantes".

Tabla 8. Relación Producto Interno Bruto – Precio ADR Bancolombia.

Resultado de las Regresiones Econometricas
Las regresiones se realizaron mediante un OLS

Variable	Modelo 1
PIB	0,00000057*** 1,07

Constante	-30,98
	-0,76
R2-adj	0,014
OBS	11

Fuente: DANE, Yahoo Finance y cálculos de los autores.

*** Significativo al 1%

El modelo explica el 1,40% de las variaciones en el precio de la acción de Bancolombia en NYSE, por tanto existe una relación directa entre ambas variables, aunque no muy significativa.

El valor dado por la probabilidad, es menor a 0.05, corresponde a 0.31 por lo cual, no es estadísticamente significativo para explicar el precio del ADR.

"Por cada 1% de incremento del PIB, el precio del ADR Bancolombia aumentara en 0,00000057%, manteniendo todas las demás variables constantes".

Tabla 9. Relación NYSE – CIB.

Resultado de las Regresiones Econometricas

Las regresiones se realizaron mediante un OLS

Variable	Modelo 1
NYSE	0,0030***
	95,61
Constante	0,983
	4,04
R2-adj	0,891
OBS	1125

Fuente: Yahoo Finance y cálculos de los autores.

*** Significativo al 1%

En este caso, el modelo explica el 89,1% de las variaciones en el precio del ADR Bancolombia en NYSE, evidenciándose que si existe una relación directa y muy marcada entre ambas variables, Índice de la Bolsa de Valores de Nueva York y el precio del ADR latinoamericano. El valor dado por la probabilidad es menor a 0,05 por lo que explica estadísticamente la relación.

"Por cada incremento del 1% en el NYSE, el precio del ADR Bancolombia aumentará en un 0,0030%, manteniendo todas las demás variables constantes.

Tabla 10. Relación IGBVC – CIB.

Resultado de las Regresiones Econometricas
Las regresiones se realizaron mediante un OLS

Variable	Modelo 1
IGBVC	0,007***
	69,48
Constante	-35,05
	-42,16
R2-adj	0,811
OBS	1125

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, Yahoo Finance y cálculos de los autores.

*** Significativo al 1%

El modelo explica el 81,0% de las variaciones en el precio del ADR Bancolombia en NYSE, demostrando que verdaderamente existe una relación directa entre un cambio del Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia y el precio de la acción en el mercado internacional.

Dado que la probabilidad es de cero se conoce que si es estadísticamente significativa la relación entre variables.

Por cada incremento del 1% en el IGBVC, el ADR Bancolombia aumentara en 0.007%, manteniéndose las demás variables constantes.

Tabla 11. Relación CIB – Utilidad.

Resultado de las Regresiones Econometricas
Las regresiones se realizaron mediante un OLS

Variable	Modelo 1
CIB	0,00000002***
	1,75
Constante	10,63
	3,96
R2-adj	0,172
OBS	11

Fuente: Grupo Bancolombia, Yahoo Finance y cálculos de los autores.

*** Significativo al 1%

El modelo explica el 1,72% de las variaciones en el nivel de utilidad de Bancolombia, demostrándose que existe una relación positiva entre las variables analizadas más no tan significativa. Si bien, la rentabilidad de la acción incide sobre la eficiencia y credibilidad de las operaciones de la empresa mas no a manera de explicación sobre los resultados de ganancias.

Dado que la probabilidad es de 0,1% se deduce que no es estadísticamente significativo como para explicar el comportamiento entre las variables ni adjudicar la explicación de sus efectos a las mismas.

“Por cada incremento del 1% en el precio del ADR, variara un 0,00000002% el nivel de utilidades percibidas por la empresa a razón de sus actividades y negociaciones en mercados internacionales, siempre y cuando las demás variables constantes permanezcan constantes.

Tabla 12. Relación volumen negociado de ADR – Utilidad.

Resultado de las Regresiones Econometricas
Las regresiones se realizaron mediante un OLS

Variable	Modelo 1
Volumen	-0,000057
	-0,82
Constante	679,541,5
	2,24
R2-adj	-0,122
OBS	4

Fuente: Grupo Bancolombia, Yahoo Finance y cálculos de los autores.

*** Significativo al 1%

En este caso, se demuestra que el modelo no explica las variaciones en el nivel de utilidades de Bancolombia ya que estas obedecen a los resultados según su operatividad en el mercado financiero nacional e internacional mas no están relacionadas con el volumen transado de acciones en la Bolsa de Nueva York. Claro que, el volumen negociado de acciones incide sobre el valor y la dinámica de este en la bolsa internacional mas no es estadísticamente significativo ya que la probabilidad obedece a 0,49%.

“Por cada incremento del 1% en el volumen transado de acciones en el NYSE, variara en -0,000057% las utilidades de la entidad bancaria”. El modelo explica el -1,2% de las variaciones de la utilidad de Bancolombia.

Por tanto, las únicas relaciones significativas que surgieron y se demostraron mediante la regresión realizada, fueron aquellas entre índices bursátiles como el NYSE y el IGBVC, que obedecen al presente caso, al igual que la existente entre el comportamiento del precio del ADR sobre el índice que le corresponde según donde esta listada al igual que entre el precio del ADR y el índice del país de origen de la compañía donde se emitieron acciones locales de tipo ordinaria y preferencial.

En base a los resultados anteriores y a reformas económicas dentro de los planes de gobierno de países vecinos³⁸, se afirma que es necesario y

³⁸ CARDENAS, Mauricio. El crecimiento económico en América Latina, Teoría y Política. Notas sobre el crecimiento económico del Perú. Primera edición, Colombia: 1996. 245 p.

saludable que el Gobierno incluya como modificación a sus políticas, la modernización del mercado nacional de capitales, fomentando el incremento del mismo. Se debe garantizar la viabilidad de planes de desarrollo en virtud del mercado de capitales nacional a través de programas tales como Colombia Capital en compañía de los distintos grupos de corredores de bolsa y otras entidades competentes.

CONCLUSION

El proceso económico actual, de libre mercado, global, esta sujete a numerosos condicionantes internas y externas, tales como la amplitud y seguridad del sistema financiero al igual que del mercado de capitales, en el caso de las empresas, el tipo de tasa de interés, fija o variable, el monto del préstamo, plazo de financiación, forma de amortización de la deuda, nivel operativo de la firma, nivel de ventas, variables macroeconómicas (inflación, nivel de desempleo, etc.) y otras referentes a la estructura del mercado y de la empresa misma, internamente. De acuerdo a esto, las empresas determinan si contratan créditos, si toman financiamiento a mediano o largo plazo, si amplían su capital para expandirse, si optan por captar recursos en el extranjero o si eligen, según la estructura y el futuro económico, postergar sus planes.

Si bien para comprender el estado de la economía y las oportunidades que ofrece a los empresarios, ya sea de crecimiento a través de la financiación vía crédito o por medio de la inversión o emisión de títulos en el mercado de valores, es necesario estudiar los riesgos que competen a cada alternativa de expansión empresarial, es decir, toda circunstancia que afecte o pueda incidir sobre la decisión tomada respecto a cumplir con las metas organizacionales. Por tanto, a través de la anterior guía de emisión, utilizando como insumo un ejemplo actual, se evidenciaron los beneficios así como riesgos que acarrearía una emisión de acciones, ordinarias o preferenciales, por parte de una empresa en la Bolsa de Valores nacional así como posteriormente, en una extranjera, de tal manera que esto sirva como herramienta de decisión para una empresa, al momento de concluir si financia sus proyectos de crecimiento organizacional, por medio del sistema financiero o del mercado de capitales.

Si bien es cierto, el mercado de capitales pone a disposición de los agentes económicos recursos de capital líquidos a mediano y largo plazo con el fin ultimo de ser destinados a financiar la inversión, dado que los recursos otorgados por el sistema financiero deben ser retornados en términos de capital e intereses a corto plazo constituyendo endeudamiento, lo cual retardara el cumplimiento del objeto de crecimiento y expansión empresarial a razón de que se debe cumplir con los plazos y cuotas de amortización de la obligación financiera adquirida, según las condiciones fijadas por las partes involucradas. Además, este provee control y transparencia en el intercambio de información, diversifica el riesgo y los productos ofrecidos en términos de plazo, riesgo y rendimiento al igual que, la opción de captar mayores recursos para optimizar la operatividad de la empresa bajo la incurrancia de menores costos de selección.

Cabe resaltar que, al no ser considerada esta alternativa por parte de las empresas colombianas cumplidoras de las condiciones que exige el mercado de valores nacional, en el caso de requerir alto financiamiento para sus proyectos de expansión productiva y comercial, se estaría yendo en detrimento

del crecimiento económico nacional al igual que del sector y a nivel individual de la empresa a razón de que esta oportunidad brinda como resultados mayor participación mundial para las empresas emisoras, alcance del nivel óptimo de desarrollo económico del país frente a otros países a través del mejoramiento sobre el bienestar colectivo, es decir, de inversionistas y organizacional, eficiencia en los procesos productivos, mayores utilidades organizacionales, incremento del PIB como contribución del mercado de capitales a partir del incremento en el índice general de la bolsa y del mayor volumen de transacciones en ella, aumento de la capitalización bursátil, disminución del desempleo, expansión empresarial, mayor capacidad financiera para el desarrollo de nuevos proyectos, incremento de activos y patrimonio, altos dividendos para los beneficiarios de la emisión, rentabilidad sobre el título y la firma, mayor capital para respaldar proyectos sociales, mayor valoración de la empresa en el sector, credibilidad para ser eje de inversión extranjera dado el mejoramiento de la imagen organizacional, no hay involucramiento de riesgo de cambio, fortalecimiento institucional con mejores prácticas de buen gobierno, mayor estabilidad del mercado gracias a herramientas de gestión más transparentes, aumento de las ventas, diversificación internacional, mayor liquidez y así mismo, este flujo adicional de recursos permite creer en el país como fuente de capital para incentivar la inversión y la puesta en marcha de mas proyectos empresariales de tipo pequeño, mediano y grande.

Así mismo, a través de programas como el de Colombia Capital, cuyo objetivo es desarrollar mecanismos alternativos de financiación e inversión de largo plazo para empresas e inversionistas, así como incrementar el número de agentes del mercado, incluyendo emisores, actores institucionales y administradores de fondos de capital privado³⁹, se busca acrecentar la participación de entidades gubernamentales y privadas competentes, que permitan respaldar la iniciativa de hacer parte de la dinámica bursátil ya sea como empresa emisora o inversionista, pero igualmente con el fin ultimo de que el mercado de capitales se constituya en fuente efectiva de financiación de proyectos de inversión que conlleven a garantizar las condiciones mínimas del sector productivo para generar crecimiento económico sostenible.

En Colombia la preocupación por profundizar el mercado de capitales ha rondado la agenda económica en los últimos años, con avances importantes en algunas áreas como la creación de programas formadores de potenciales empresas emisoras de títulos, de deuda o acciones, y la efectiva coordinación y transparencia del funcionamiento del mismo frente a sus participantes nacionales y extranjeros. Aun así, el camino todavía es largo dado que es necesario promover la cultura del ahorro y la inversión al igual que el interés por conocer el efecto real de cada factor interviniente en las opciones de financiación que tiene una empresa, de manera que esta autónomamente y a conciencia resuelva cual es la alternativa de financiamiento que de veras, esta acorde a las políticas, funciones y objetivos organizacionales.

³⁹ La semana económica, edición 606 de Asobancaria.

Teniendo en cuenta, los resultados obtenidos y los factores de condicionamiento analizados, es importante destacar que aquellos que, en mayor medida, inhiben a las empresas de acudir al mercado de capitales son su resistencia a revelar su situación financiera, el desconocimiento de esa alternativa o el temor de no cumplir con los requisitos; en el caso de la emisión de acciones, pesa muchísimo el temor de los dueños de perder el control de la empresa.

Cabe mencionar que, en la Bolsa de Valores se estiman diariamente de modo objetivo todas las empresas cotizadas. En esta valoración se tiene en cuenta no tanto la situación actual o pasada de la empresa sino su capacidad de generación de beneficios en el futuro dado que esta valora expectativas y las confirma cada día con los datos reales.

Se debe considerar que, la estabilidad o no y los riesgos que involucra hacer parte como emisor en la Bolsa, conlleva a la atractiva valorización de esta o en el caso contrario, a ser objeto de inversión riesgosa para los inversionistas, por ello la administración de la Bolsa de Valores nacional, publica periódicamente los beneficios empresariales a la vez que los compara con los beneficios pasados e igualmente con otras empresas del sector siendo un dato básico para las partes involucradas en una negociación. Así mismo, puesto que las valoraciones que hacen los analistas de los precios de las compañías se basan en general en métodos de descuento de flujos financieros, habrán de tenerse presente las previsiones de beneficios proporcionadas por las propias empresas, junto con las estimaciones realizadas por los analistas.

Por otra parte, la evolución de los tipos de interés es un factor clave para entender el comportamiento de la Bolsa. Como regla básica, hay que recordar que la subida de tipos provoca bajadas en los precios de los valores cotizados y viceversa. Además, el clima económico del país influye y refleja simultáneamente el comportamiento de las empresas. El sentimiento de los inversores sobre la posible evolución de la economía del país en su conjunto se deriva en una tendencia a comprar y vender valores en el mercado, lo que presiona al alza o a la baja sobre los precios. Este entorno económico se resume periódicamente en la publicación de datos macroeconómicos por parte de distintas organizaciones. Las cifras de paro, la inflación, el comportamiento de los consumidores, la cartera de pedidos de las empresas y otros muchos indicadores han de manejarse a la hora de aventurar una previsión del comportamiento de la Bolsa.

Si bien, las inversiones en proyectos empresariales deben contar con un marco de estabilidad y confianza en el que desarrollarse en el largo plazo. La incertidumbre es enemiga de la inversión. Cuando las circunstancias políticas y sociales no son capaces de garantizar un cierto clima de estabilidad en las políticas económicas y en la legislación que afecta a las empresas, éstas eluden afrontar proyectos de inversión que les permitan incrementar su competitividad y sus beneficios.

Finalmente, Jorge H. Botero⁴⁰, afirma que, “La solución de esta problemática requiere una estrategia integral que ataque tanto los problemas de oferta como de demanda; y que contemple medidas regulatorias y acciones de promoción. Por fortuna, las circunstancias son propicias: La inflación es baja al igual que las tasas de interés; la economía muestra signos francos de reactivación; los sistemas de transferencia y custodia de títulos son hoy de primera clase; las empresas necesitan mejorar sus estructuras financieras para competir en contextos más abiertos; y, ante todo, tenemos ahorro disponible: el portafolio de los fondos de pensiones representa el 9% del PIB y crece al 30% anual. La Superintendencia de Valores está comprometida con esta causa pero requiere aliados. Es importante, para bien del país, que los consiga”.

Se debe reconocer, en todo este proceso, que a el mercado de capitales tiene significancia para el PIB, a razón de que su variación implica la evolución positiva o negativa de dicho mercado a la vez que variables macroeconómicas como la tasa de interés pueden conllevar a provocar mayor interés sobre la inversión o financiamiento mediante la emisión de títulos de valores, en este caso de acciones. Así mismo, la bonanza por parte de las empresas nacionales, provocaría la compra de acciones en la bolsa, lo cual a su vez impulsa los precios y el índice, repercutiendo sobre los resultados financieros de las empresas emisoras en la Bolsa de Valores. Si bien, el mercado de capitales hace parte de uno de los tantos ciclos que comprenden el flujo circular de la economía.

La economía tiene etapas de crecimiento así como de estancamiento y mientras, se optimizan todas las potenciales y/o reales actividades que conforman los ciclos del flujo circular, los negocios prosperan, las empresas se expanden y reportan utilidades, se realizan nuevas inversiones, se genera mayor empleo y se fortalece el aparato económico del país.

Referente a lo anterior, en la actualidad, los bancos y los comisionistas de bolsa se disputan el dinero ahorrado de los colombianos, dado el fortalecimiento del mercado accionario a partir del ingreso de nuevas empresas, con reconocimiento y fuerza corporativa, al mercado de capitales a través de la emisión y colocación de acciones, tal es el caso de Ecopetrol. Las alternativas presentes para los ahorradores son la toma de un Depósito a Terminio Fijo o la compra de acciones, conllevando a la disminución del dinero captado por los bancos en el último año ya que con la aparición en la BVC de nuevas empresas, se ha desviado el interés por mantener “el dinero bajo el colchón”. La fuerte sustitución del ahorro se ha reflejado significativamente en el elevado número de personas que han optado por la adquisición de acciones en la BVC en busca de un mejor rendimiento para sus recursos en comparación con los productos ofrecidos por el sistema financiero.

El mercado de capitales colombiano se prepara para entrar, en el transcurso del año, a un nuevo escenario que promete revolucionar la negociación en el

⁴⁰ Columnista del Diario El Tiempo y Ex ministro de Comercio, Industria y Turismo.

mismo, mediante mayor capital humano y la adquisición de la tecnología necesaria para operar en excelentes términos de eficacia y eficiencia. Por tanto, la BVC, ha logrado conseguir dos socios tecnológicos fuertes a nivel mundial, OMX y Tibio Software Inc, con el fin de lograr crecimiento exponencial en el mercado interno de la demanda y oferta de títulos de valores a la vez que, en miras de alcanzar mayor integración regional, en términos de bolsas.

En lo corrido del año, el índice de la Bolsa de Valores de Colombia, se ha mantenido inestable, a razón de los distintos factores internos y externos que influyen sobre el comportamiento de los precios y volúmenes negociados de las acciones inscritas y en lista, pero aun así, se reconoce que una colocación de acciones por parte de una empresa local genera mayor credibilidad ante los inversionistas extranjeros por lo cual, crece el interés de inversión extranjera en el país, a la vez que esto conlleva a crear mayores puestos de trabajo, informal y formal, el aporte al PIB es mas significativo en términos porcentuales, la empresa adquiere una mejor imagen corporativa a nivel internacional al igual que posicionamiento en su segmento ya que cada emisor esta en la obligación de publicar sus estados financieros y por tanto, a diario se puede consultar transparentemente todas las operaciones y movimientos sobre los títulos en circulación, además, como beneficio adicional para los potenciales inversionistas y colombianos ahorradores encontramos el de la liquidez de las acciones y de tipo tributario ya que están exentas estas operaciones, de compra y venta, del impuesto al patrimonio a la vez que la utilidad generada no constituye ganancia ocasional, por lo que se hace también atractivo y lucrativo para los consumidores del mercado, es decir, es recíprocamente satisfactorio y benéfico.

Juan Pablo Córdoba, Presidente de la Bolsa de Valores de Colombia, afirma que, “hasta que no se presente una mayor claridad con el tema de los impactos sobre los balances de las principales entidades financieras a nivel internacional y en la medida que se vaya materializando o no el riesgo de recesion en Estados Unidos, los mercados bursátiles van a estar muy sensibles”.

Finalmente, a partir de todo lo expuesto teórica y empíricamente, se afirma que, el crecimiento interno del mercado de capitales colombiano mediante el ingreso de nuevas empresas emisoras de acciones con fines de emitir en mercados accionarios internacionales, si aportan al crecimiento económico del mismo así como del país, ya que a través de este mecanismo se financia el crecimiento de las empresas colombianas, se fomenta el empleo, ayuda a mejorar la calidad de vida de las empresas, de los inversores e intermediarios pero si de todos aquellos que participan de su dinámica diaria, e igualmente, propicia posibilidades de crecimiento en las pensiones de los trabajadores.

De acuerdo a lo mencionado antes, se exalta el caso chileno, de prosperidad económica, encontrando que dentro de las reformas económicas realizadas, se beneficio el mercado de valores, destacándose la reforma de capitalización individual en que los ahorros provisionales son administrados por entidades privadas: las administradoras de fondos de pensiones (AFP). Dentro del marco

de crecimiento económico que predominó en Chile, desde la década de los 80, el mercado de valores chilenos experimentó un desarrollo extraordinario, caracterizado por un crecimiento sustancial de las operaciones bursátiles, de las emisiones de valores, la diversificación de los instrumentos transados y la apertura de nuevos mercados.

Propiamente para la empresa, esto conlleva a garantizarle importante respaldo sobre su crecimiento interno, fortalecimiento de la capacidad patrimonial e incremento del número de inversionistas, a nivel local de emisión y en sentido internacional, mediante emisión de ADR's, le otorga prestigio y visibilidad en los mercados internacionales, mayor reconocimiento por parte de los clientes, proveedores, inversionistas y empleados, gran liquidez de sus acciones mejorando consecuentemente en el precio de las mismas al igual que un "efecto incremento", es decir, al listar las acciones en los mercados internacionales, el volumen transado y el valor de la acción a nivel local se incrementa proporcionalmente, siendo esta una fuente efectiva no costosa de financiación, ejerciendo a su vez efectos sobre los estándares de gobernabilidad y de visibilidad para la empresa. Esta capitalización contribuye al desarrollo de nuestra economía, la cual presenta retos y oportunidades importantes en los próximos años y le permite a la entidad continuar con sus planes de despliegue en sus negocios locales e internacionales.

En términos generales, las empresas no acuden al mercado de capitales en búsqueda de recursos con el fin de llevar a cabo sus tareas corrientes sino para expandirse o reestructurarse. El crecimiento que estas logran, a través de incrementos de capital entre el público inversionista, afecta el flujo circular de la economía, activa las actividades económicas, incide en el nivel de empleo y el consumo, e influye en la evolución del Producto Interno Bruto (PIB).

RECOMENDACIONES

- Las empresas colombianas que cumplan con los requisitos exigidos por la Bolsa de Valores de Colombia, deben informarse adecuadamente, para tener la oportunidad de acceder a una gran fuente de financiación como es la emisión de acciones.
- Considerar la normatividad propia de la Bolsa de Valores de Colombia, en caso de una emisión de acciones en la bolsa nacional, con el fin de cumplir con todas las condiciones exigidas por la BVC y las entidades reguladores, y así evitar inconvenientes de tipo legal.
- El Gobierno Nacional debería destinar recursos considerables a la creación de programas como el actual “Colombia Capital” con el fin de incentivar a las empresas nacionales a emitir títulos valores, lo cual en el mediano plazo se traduciría en crecimiento económico para las empresas y el país en general.
- El Gobierno Nacional, dentro de sus planes económicos, debe promover políticas y reformas en busca de modernizar el mercado de capital colombiano, con el fin de facilitar el ingreso de mayor número de empresas a este, sin olvidar las exigencias para garantizar la estabilidad y transparencia de las operaciones y hacer este mercado más eficiente y dinámico.
- La emisión de ADR`s sin duda es rigurosa debido a sus exigentes requisitos, pero es importante que las empresas que estén en capacidad técnica y financiera de emitir este tipo de títulos lo haga, debido a que es una inigualable oportunidad de mostrarse en una gran vitrina como es la bolsa de Nueva York, lo cual representa una fuerte fuente de financiación para proyectos de crecimiento y expansión y al tiempo permite a la empresa mostrarse en le mercado internacional, mejorando su imagen.
- Considerar las ventajas y desventajas de emitir ADR`s pues no todas las empresas tienen las mismas necesidades y perspectivas, por tanto, es esencial considerar minuciosamente cada aspecto propio de la posibilidad de realizar una emisión.

- Evaluar los resultados, comportamientos y ventajas que ha traído para empresas que se han decidido a emitir ADR`s, con el fin de conocer el procedimiento que siguieron y la experiencia que han vivido estas empresas.
- La Bolsa de Valores de Colombia y entidades afines, deben promover conferencias, charlas, seminarios y otros medios de comunicación efectivos para informar a las empresas sobre las oportunidades que tienen de obtener recursos, posicionarse y expandirse en mercados extranjeros, pues sin duda, en muchos casos, las empresas se abstienen de emitir tanto en la bolsa nacional como en la internacional por desconocer las oportunidades y los requisitos para listar.

BIBLIOGRAFIA

Banco Interamericano de Desarrollo. Desarrollo más allá de la Economía, Progreso económico y social en América Latina. Informe 2000. Washington, D.C.: IDB Bookstore, 2000. 2 p.

CARDENAS, Mauricio. El crecimiento económico en América Latina, Teoría y Política. Notas sobre el crecimiento económico del Perú. Primera edición, Colombia: 1996. 245 p.

DINERO, Revista. Edición especial, 5000 empresas. 278 ed. Bogota: Dinero LTDA, 2007. 44 p.

FABOZZI, Frank & MODIGLIANI, Franco. Mercados e Instituciones Financieras. Ed Prentice Hall.

GONZALEZ, Sara. Mercado de divisas y análisis del mercado financiero. Ed Piramide.

HOMMES, Rudolf. Banca de Inversión. Documento de Corfivalle. Bogota.

LA BOLSA, Diario. Colombia Capital, Universidad de los emisores. 12 ed. Bogota: Bolsa de Valores de Colombia, 2007. 6 p.

LA BOLSA, Diario. Una bolsa de talla mundial. 12 ed. Bogota: Bolsa de Valores de Colombia, 2007. 10 p.

LEVINE, Ross. Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth.. 1 ed. Estados Unidos: World Bank, 1996. 7 p.

MERCADO DE DINERO, Diario. Invertir en la bolsa es más fácil de lo que se imagina. 12 ed. Bogota: Bolsa de Valores de Colombia, 2007. 11 p.

MISAS Arango, Gabriel. Desarrollo económico y social en Colombia. 1 ed. Bogota: Universidad Nacional de Colombia, 2001. 147 p.

RUEDA, Arturo. Para entender la bolsa, Financiamiento e inversión en el mercado de valores. 1 ed. México D.F.: Thomson Learning, 2002. 27 p.

www.adr.com

www.adrbny.com/

www.asobancaria.com

www.bvc.com.co

www.bancainversionbancolombia.com
www.banrep.gov.co
www.bigcharts.marketwatch.com
www.capitales.eia.edu.co/Glosario.htm
www.colombiacapital.com.co
www.dinero.com
www.econlink.com.ar
www.elinversionista.tv
www.fedesarrollo.org.co
www.finance.yahoo.com
www.finanzasdigital.com
www.gacetafinanciera.com
www.grupoaval.com
www.grupobancolombia.com
www.grupocoril.com
www.larepublica.com.co
www.marcasymercados.com
www.mercadoycapital.com
www.nyse.com
www.portafolio.com.co
www.sec.gov
www.site-by-site.com/adr
www.superfinanciera.gov.co
www.valoresbancolombia.com

www.wikipedia.com

ANEXOS

ANEXO 1. Partes involucradas en el proceso de emisión y colocación

- **Banquero de inversión:** Estructura la emisión y el modelo financiero. Se encarga de llevar a cabo los trámites ante las distintas entidades
- **Colocador:** Se encarga de comercializar y vender los valores que forman parte de la emisión
- **Asesores legales:** Estructura legalmente el proceso y realiza los contratos que sean necesarios. Su papel puede ser realizado por abogados internos de la empresa
- **Superintendencia Financiera:** Es el organismo gubernamental encargado de administrar el Registro Nacional de Valores y Emisores en el cual deben estar inscritas todas las emisiones que circulen en el país
- **Bolsa de Valores:** Administra el sistema de negociación donde se inscriben las emisiones para darles liquidez secundaria
- **Deceval:** Dado que ya no circulan títulos físicos y la negociación se realiza de manera electrónica, el Depósito Centralizado de Valores DECEVAL se encarga de transferir electrónicamente la propiedad de los títulos y el dinero producto de la negociación de los mismos.
- **Calificadoras de Valores:** Son entidades autorizadas por la Superintendencia Financiera para proferir conceptos sobre la calidad de las emisiones y la posibilidad de repago de los valores. Solo es obligatorio calificar para las emisiones diferentes de acciones.
- **Representante legal de tenedores de títulos:** Son fiduciarias que se encargan de administrar la relación entre el emisor y los compradores de la emisión. Solo opera en las emisiones diferentes de acciones.

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

ANEXO 2. Quiénes pueden convertirse en emisores.

TIPO DE EMISOR	Acciones	Bonos	Boceas	Papeles Comerciales	Originar Titularización
Sociedad anónima	SI	SI	SI	SI	SI
Sociedad en comandita simple	NO	NO	NO	NO	SI
Sociedad en comandita por acciones	SI	SI	SI	SI	SI
Sociedad limitada	NO	SI	NO	SI	SI
Sociedad colectiva	NO	NO	NO	NO	NO
Cooperativa	NO	SI	NO	NO	SI
Entidad sin Animo de Lucro	NO	SI	NO	NO	SI
Persona Natural	NO	NO	NO	NO	SI
Entidades públicas	NO	SI	NO	SI	SI
Patrimonios Autónomos	NO	SI	NO	SI	SI

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Anexo 3. Tipo de acciones existentes

CLASE DE ACCIÓN	DEFINICIÓN	DERECHOS QUE CONFIERE	VENTAJAS
Ordinaria	Acción que tiene la característica de conceder a su titular derechos económicos y políticos provenientes de la participación en el capital de la entidad emisora.	Derechos económicos que están relacionados con la posibilidad de percibir dividendos de acuerdo con las utilidades que genere la empresa y los derechos políticos que permiten a su titular tener derecho a voto en la asamblea general de accionistas.	Permiten vincular nuevos accionistas, ampliar el flotante y así financiar los planes de desarrollo de la entidad.
Preferencial sin derecho a voto	Acción que da a su poseedor prioridad en el pago de dividendos y/o en caso de disolución de la empresa, el reembolso del capital. Estas Acciones no podrán representar más del 50 % del capital suscrito.	Da derecho económico a percibir utilidades pero no da derechos políticos, es decir que no da derecho a voto en las Asambleas de los accionistas, excepto cuando se especifica este derecho o cuando ocurren eventos especiales como la no declaración de dividendos preferenciales.	Ayudan a capitalizar la compañía sin perder el control de la empresa. Se cuenta con esta alternativa, en la que los nuevos accionistas no tendrán la intención de interferir en el manejo de la sociedad y en contraprestación obtendrán por su inversión un dividendo mínimo definido por la empresa que emita.
Acción privilegiada	Esta clase de acciones otorga a su titular, además de los derechos consagrados para las acciones ordinarias, los siguientes privilegios: <ul style="list-style-type: none"> Un derecho preferencial para su reembolso en caso de liquidación hasta la concurrencia de su valor nominal. 	Conceden los mismos derechos que las acciones ordinarias, sin embargo, en cuanto a los derechos económicos conceden beneficios adicionales para hacerlas comercialmente más atractivas	Se crearon con el propósito de hacerlas más atractivas que las acciones ordinarias y así satisfacer, en parte, el anhelo de todo inversionista de tener seguridad económica para su inversión; estas acciones conceden, exclusivamente, beneficios económicos.

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Anexo 4. Requisitos para emitir acciones

Requisitos		Se subsana con:
Accionistas	100	
Patrimonio	\$7.000 millones	Programa de ajuste
Flotante	10%	
Utilidades	Alguno de los tres últimos años	Plan de ajuste para generar utilidades operacionales
Tiempo de operación	Tres años	Plan de negocios
Gobierno corporativo	Informe anual	
Página Web	Ver circular	

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Anexo 5. Participación porcentual por acción en el IGBC

Acción	Participación %
SURAMINV	18.13
BCOLOMBIA	8.98
PFBCOLOM	7.35
CEMARGOS	6.94
PAZRIO	6.77
ISA	6.56
FABRICATO	6.42
COLINVERS	6.39
TABLEMAC	6.32
EXITO	5.65
INVERARGOS	4.73
CORFICOLCF	3.27
CHOCOLATES	2.82
BVC	1.82
ETB	1.70
GRUPOAVAL	1.47
INTERBOLSA	0.86
BOGOTA	0.78
ENKA	0.58
PROMIGAS	0.45
COLTEJER	0.44
MINEROS	0.38
PROTECCION	0.32
ISAGEN	0.29
ODINSA	0.23
VALOREM	0.15
PFCORFICOL	0.13
CARTON	0.05

Fuente: BVC

ANEXO 6. Tabla de presupuesto del Programa Colombia Capital

Convenio ATN/MT-9452-CO
PRESUPUESTO MODIFICADO 2007
Dólares Americanos

COMPONENTE	Actividad	FOMIN-BID	APORTE LOCAL			PPTO TOTAL
			ESPECIE	EFFECTIVO	TOTAL	
1	EMISORES POR PRIMERA VEZ	284.100	40.480	136.320	176.800	460.900
	1. Fase pre-operativa	14.000	2.000	19.000	21.000	35.000
	Conformación Comité Emisores	0	0	0	0	0
	Ratificar reglamento operativo (criterios de elegibilidad adicional)	0	0	0	0	0
	Selección de Gerente	0	0	0	0	0
	Plantillas para elaboración de Prospectos (Super) (Plantilla Bon	0	2.000	19.000	21.000	21.000
	Elaboración de documentos atinentes al trámite de autorización	14.000	0	0	0	14.000
	2. Selección de empresas potenciales (trabajo téc	0	0	0	0	0
	Seleccionar las empresas potenciales partiendo de diversas ba	0	0	0	0	0
	Complementar / conseguir información de las empresas	0	0	0	0	0
	Armar línea de base (información básica del mercado inicio pro	0	0	0	0	0
	3. Contacto con las empresas potenciales - sensi	23.400	29.480	26.400	55.880	79.280
	Talleres para empresas potenciales (Bogotá)	0	0	0	0	0
	Conferencistas	0	2.000	0	2.000	2.000
	Conferencista Internacional	0	1.000	0	1.000	1.000
	Logística evento Bogotá	5.500	1.500	0	1.500	7.000
	Talleres para empresas potenciales (Medellín, Cali)	0	0	0	0	0
	Conferencista	0	7.720	0	7.720	7.720
	Conferencista (Externo)	2.000	1.920	0	1.920	3.920
	Logística eventos Cali, Medellín (seminarios)	0	2.500	4.500	7.000	7.000
	Taller para empresas potenciales en Pereira (Contratación de s	0	0	0	0	0
	Visitas a empresas potenciales (Fuera de Bogotá) - 20 Visitas	15.000	7.970	21.300	29.270	44.270
	Visitas a empresas potenciales (Bogotá) - 20 Visitas	0	370	600	970	970
	Firma de documentos de intención 20 Emisores potenciales	900	2.500	0	2.500	3.400
	Diseño de talleres / visitas segunda ronda	0	2.000	0	2.000	2.000
	4. Capacitación de emisores por primera vez	99.300	7.000	69.320	76.320	175.620
	Capacitación emisores (2 talleres, 20 personas, Bogotá, honora	92.300	2.000	37.700	39.700	132.000
	Traslado de emisores a Bogotá (2 días) (10 Personas)	0	5.000	29.820	34.820	34.820
	Capacitación inversionistas, banqueros, asesores, intermediari	7.000		1.800	1.800	8.800
	5. Selección y vinculación de otros agentes del m	700	1.000	900	1.900	2.600
	Tertulias con Calificadoras de riesgo taller, 6 personas, Bogotá,	0	500	500	1.000	1.000
	Tertulias con consultores financieros, legales y Banqueros de Ir	700	500	400	900	1.600
	Creación y actualización de un directorio de asesores financier	0	0	0	0	0
	6. Seguimiento a 20 procesos de inscripción de e	0	0	0	0	0
	Seguimiento a los procesos (a cargo del Gerente y Comité Emis	0	0	0	0	0
	7. Entrega del bono de emisión	90.000	0	0	0	90.000
	Bono de emisión acciones ordinarias (5 bonos de US\$12.000 c	60.000	0	0	0	60.000
	Bono de emisión bonos (3 bonos de US\$10.000 c/u)	30.000	0	0	0	30.000
	8. Reuniones del Comité de Emisores (3 miembro	0	1.000	20.700	21.700	21.700
	9. Trabajo Técnico del Gerente	56.700	0	0	0	56.700
2	IMPULSO AL CAPITAL DE RIESGO Y AL CAF	290.600	50.020	152.780	202.800	493.400
	1. Coordinación técnica ruedas de negocios	42.100	0	58.800	58.800	100.900
	Consultor especializado (medio tiempo 36 meses / US\$ 1500 m	27.000	0	27.000	27.000	54.000
	Consultor internacional (incluye desplazamiento a Colombia a 2	15.100	0	31.800	31.800	46.900

2. Capacitación	97.100	20.020	43.980	64.000	161.100
Talleres para empresas potenciales (Bogotá)	0	0	0	0	0
Conferencista	0	2.000	0	2.000	2.000
Conferencista (Externo).	1.000	0	0	0	1.000
Logística evento	0	1.500	1.500	3.000	3.000
Talleres para empresas potenciales (Medellín, Cali)	0	0	0	0	0
Consultor en temas regulatorios y procesos de emisión para pro	0	11.520	0	11.520	11.520
Conferencista (Externo). Asesor en Planes de negocio y sensibi	0	2.000	3.080	5.080	5.080
Logística evento	0	3.000	3.000	6.000	6.000
Capacitación inversionistas, banqueros, asesores, intermediarid	41.200	0	14.800	14.800	56.000
Capacitación a 40 gerentes de empresas en planes de negocio	50.400	0	21.600	21.600	72.000
Pasantía Brasil - equipo técnico del proyecto	4.500	0	0	0	4.500
3. Ruedas de Negocios	119.000	30.000	50.000	80.000	199.000
Asistencia fondos extranjeros	50.000	0	4.000	4.000	54.000
Logística rueda de negocios	69.000	30.000	46.000	76.000	145.000
4. Trabajo Técnico del Gerente	32.400	0	0	0	32.400
3 DESARROLLO DE INSTRUMENTOS DE DIVU	103.300	8.500	37.000	45.500	148.800
1. Sitio Web	11.500	3.500	9.000	12.500	24.000
Consultor especializado (dominio, diseño y desarrollo de base d	10.000	0	0	0	10.000
2. Material Promocional (imagen y diseño)	0	2.500	25.500	28.000	28.000
Pendones, volantes, banner pagina web....	0	2.500	14.000	16.500	16.500
Desarrollo de instrumentos de divulgación	0	0	11.500	11.500	11.500
3. 5 Cartillas temas de mercado (casos modelo in	12.500	0	0	0	12.500
Documentación de cartillas	12.500	0	0	0	12.500
4. Guía mercado capitales	10.000	2.500	2.500	5.000	15.000
Documentación de cartillas	0	0	0	0	0
5. Estudio de Casos	45.000	0	0	0	45.000
Estudio de casos (2) - Exitosos actuales	12.500	0	2.500	2.500	15.000
Estudio de casos (2) - Casos Componente 1	12.500	0	2.500	2.500	15.000
Estudio de casos (2) - Casos Componente 2	12.500	0	2.500	2.500	15.000
6. Trabajo Técnico del Gerente	24.300	0	0	0	24.300
4 DIFUSIÓN DE RESULTADOS Y LECCIONES A	31.100	10.000	54.900	64.900	96.000
1. Organización foro internacional Cartagena (2 día	23.000	10.000	54.900	64.900	87.900
Logística	15.500	10.000	34.600	44.600	60.100
Asistencia de ponentes internacionales (3 empresas, 2 fondos y	7.500	0	12.300	12.300	19.800
Asistencia de ponentes nacionales (10 empresas)	0	0	8.000	8.000	8.000
2. Trabajo Técnico del Gerente (0%)	8.100	0	0	0	8.100
5 ADMINISTRACIÓN	40.900	90.000	5.000	95.000	135.900
Coordinador - Gerente (10%)	40.900	0	0	0	40.900
Equipo - portátil	0	0	5.000	5.000	5.000
Gastos administrativos	0	63.000	0	63.000	63.000
Coordinación administrativa del proyecto (salario Carolina Pacheco	0	27.000	0	27.000	27.000
6 OTROS	40.000	0	0	0	40.000
Evaluación Proyecto (2)	30.000	0	0	0	30.000
Auditoría Proyecto	10.000	0	0	0	10.000
Imprevistos	0	0	0	0	0
TOTAL PROYECTO	790.000	199.000	386.000	585.000	1.375.000

ANEXO 7. Beneficios de establecer adrs y gdr

Para los emisores	Para los inversionistas	Para el mercado como un todo
Ampliación y diversificación de la base de inversionistas	Diversificación del portafolio de inversión mediante títulos de emisores extranjeros.	Aumento de la competencia respecto a los intermediarios locales
Mayor liquidez en las acciones.	Permiten a los inversionistas institucionales a los cuales se prohíbe la inversión en títulos extranjeros la exposición a dichos tipos de títulos	Mayor liquidez y potencialidad de expansión del mercado local

ANEXO 8. Niveles para la implementación de ADR's: principales características

Tipo	Nivel 1 (sin inscripción en bolsa)	Nivel 2 (con inscripción en bolsa)	Nivel 3 (inscripción en EUA y oferta pública)	Nivel 4 (colocación privada en EUA)	Nivel 5 (colocación privada fuera de EUA)
Publicidad/Contabilidad	Mercado local	US GAAP	US GAAP	Mercado local (US GAAP opcional)	Mercado local
Requisitos de EUA sobre reportes	Exención. Regla 12g3-2(b)	Forma 20-F	Forma 20-F	N.A.	N.A.
Registro SEC	Forma 6	Forma 6	Forma F-1 y F-6	N.A.	N.A.
Negociación	OTC	NYSE, Amex o NASDAQ	NYSE, Amex o NASDAQ	PORTAL	Londres, Luxemburgo

ANEXO 9. Cifras financieras de interés

Millones de pesos	Cifras financieras de interés				
	jun-06	jun-07	dic-06	dic-07	Variación (%)
Total activos	25.331.145	29.180.176	43.261.976	52.151.649	20,55
Total pasivos			38.947.295	46.952.379	20,55
Patrimonio	3.001.246	3.521.909	4.314.681	5.199.270	20,50
Utilidad neta	290.934	357.288	298.827	322.496	7,92
Índice de solvencia (%)	11.5	15.0	11.12	12.67	
Good will			731.019	977.095	

Fuente: Superintendencia Financiera. Cálculos de los autores

ANEXO 10. Balance CIB

BALANCE CIB			
Cifras en millares	Al 31 de dic 06	Al 31 de dic del 05	Al 31 de dic 04
Activos			
Activos corrientes			
Efectivo y equivalentes	802.546	692.002	499.744
Inversiones a CP	...	...	...
Efectos a cobrar netos	327.155	371.203	135.618
Inventarios	...	...	...
Otros activos corrientes	...	...	...
Total activos corrientes	1.129.701	1.063.205	635.362
Inversiones a LP	12.024.052	10.596.179	6.004.502
Planta y equipamiento	361.673	321.743	286.165
Sobreestimación	233.331	2.477	48.382
Activos intangibles	234.860	140.832	...
Amortización acumulada	...	...	...
Otros activos	141.574	439.757	82.069
Cargas a LP diferidas del activo	31.249	58.058	5.797
Total activos	14.156.440	12.622.251	7.062.277
Pasivos			
Pasivos corrientes			
Cuentas a pagar	519.531	625.294	364.104
Deuda a CP	...	...	...
Otros pasivos corrientes	9.715.017	7.911.208	5.018.081
Total pasivos corrientes	10.234.548	8.536.502	5.382.185
Deuda a LP	1.927.651	2.230.345	662.693

Otros pasivos	155.079	121.056	74.488
Gastos a LP del pasivo	...	62.931	18.114
Intereses minoritarios	19.556	21.025	17.311
Divergencias de adquisición	...	...	570
Otros activos	141.574	439.757	82.069
Gastos a LP del activo	31.249	58.058	5.797
Total pasivos	12.336.834	10.971.860	6.155.362
Patrimonio			
Opciones de acción	...	...	...
Acciones privilegiadas redimibles	...	...	...
Acciones privilegiadas	...	...	40.632
Acciones ordinarias	...	...	101.416
Beneficios no distribuidos	1.230.094	1.134.451	677.347
Acciones de tesorería	...	...	...
Exceso de capital	172.274	172.274	...
Otros capitales propios de los accionistas	417.240	343.674	87.520
Total patrimonio	1.819.608	1.650.399	906.915
Activo neto	1.351.416	1.507.090	858.532

Fuente: Yahoo Finance

... Cifras nulas o con poca significancia

ANEXO 11. Resumen de principales rubros de Bancolombia

	Activos	Pasivos	Patrimonio
dic-04	13.847.437	11.903.472	1.943.966
dic-05	23.906.501	20.690.609	3.215.892
dic-06	26.683.748	23.306.483	3.377.265
dic-07	52.151.649	46.952.379	5.199.270
	análisis vertical		
dic05-dic04	10.059.064	8.787.137	1.271.927
dic06-dic05	2.777.246	2.615.874	161.372
dic07-dic06	25.467.901	23.645.896	1.822.005
	análisis horizontal		
variación 1	72,64	73,82	65,43
variación 2	11,62	12,64	5,02
variación 3	95,44	101,46	53,95

Fuente: Superintendencia Financiera, Grupo Bancolombia y Cálculos de los autores.

ANEXO 12. Indicadores Financieros

Indicadores Financieros			
Indicadores de rentabilidad	dic-04	dic-05	dic-06
Ingreso Neto Int/Total Activos	0,09	0,09	0,08
Gtos Oper/Total Activos (Eficiencia)	-0,05	-0,06	-0,06
Margen Operacional	0,04	0,03	0,02
Rentabilidad sobre Patrimonio	0,22	0,23	0,17
Rentabilidad sobre Activos	0,03	0,03	0,02
Margen de utilidad neta	0,26	0,21	0,18
Relación de solvencia	0,13	0,12	0,12
Indicadores de Endeudamiento			
Endeudamiento total	85,96	86,55	87,34
Leverage	612,33	643,39	690,10
Concentración de endeudamiento a corto plazo	0,87	0,78	0,83
Indicadores de liquidez			
Activos Líq/Total Activos	0,20	0,24	0,14
Activos Líq/Depósitos+Exigib,	0,26	0,30	0,17
Cartera Bruta/Depósitos+Exigib,	0,68	0,68	0,80
Cuentas Corrientes/Total Pasivos	0,23	0,17	0,21
CDT/Total Pasivos	0,20	0,14	0,15
Cuenta Ahorros/Total Pasivos	0,29	0,36	0,43
Bonos/Total Pasivos	0,03	0,06	0,03
Indicadores de rotación/actividad			
Rotación de los activos	0,07	0,07	0,06

Fuente: Grupo Bancolombia y Cálculos de los autores.

ANEXO 13. Principales Indicadores

PRINCIPALES INDICADORES	4T 06	3T 06	4T 07	Al corte de Dic 06⁽²⁾	Al corte de Dic 07⁽³⁾
Rentabilidad					
Margen neto de interés ⁽⁴⁾	6,90%	6,99%	7,17%	5,54%	6,80%
Retorno sobre activo total ⁽⁵⁾	2,80%	2,70%	2,57%	1,92%	2,30%
Retorno sobre patrimonio ⁽⁶⁾	29,26%	28,81%	25,99%	19,22%	24,41%
Eficiencia					
Egresos operacionales como porcentajes de intereses, comisiones, servicios y otros ingresos operacionales	63,20%	50,29%	47,44%	62,47%	53,01%
Egresos operacionales/Activo total ⁽⁷⁾	5,99%	4,70%	4,80%	5,00%	4,82%
Solvencia					
Periodo final del patrimonio como porcentaje del periodo final de total de activos	9,97%	9,79%	9,14%		
Índice de solvencia	11,12%	13,28%	12,67%		

Fuente: Grupo Bancolombia

(1) Se calcula como el promedio entre las cifras a septiembre de 2006 y a diciembre de 2006.

(2) Se calcula como las cifras pro forma a diciembre de 2006.

(3) Se calcula con las cifras pro forma a diciembre de 2007

(4) Definido como ingreso neto por intereses dividido por el promedio mensual de activos que generan interés.

(5) Utilidad neta dividida por el promedio mensual de activos totales.

(6) Utilidad neta dividida por el promedio mensual de patrimonio

ANEXO 15. Indicadores Bursátiles

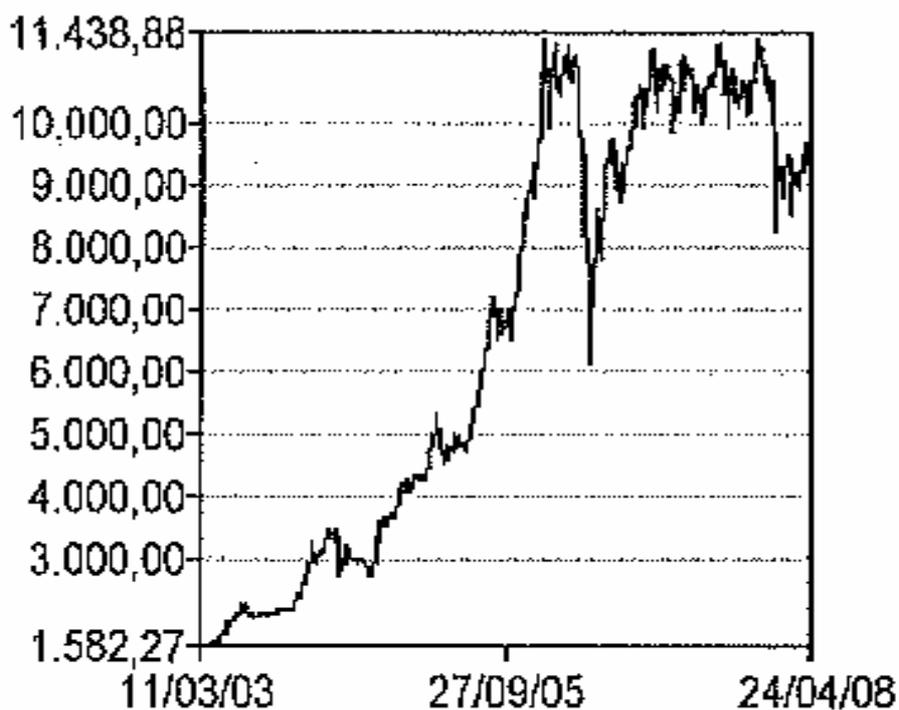
Indicadores Bursátiles			Al corte	
Millones de pesos	dic-06	dic-07	dic-06	dic-07
Utilidad neta	298.827	322.496	829.488	1.086.923
Utilidad neta por ADR`s	0.678	0.813	1.881	2.739
Retorno sobre el prom de activos totales	2.80%	2.57%	1.92%	2.30%
Retorno sobre el promedio del patrimonio	29.26%	25.99%	19.22%	24.41%
P/BV ADS	3.18	2.61		
P/BV Local	3.17	2.56		

P/E	11.47	10.39
Precio adr	31.13	34.20
Promedio ponderado de acciones en circulación comunes y preferenciales	787.827.003	787.827.003

Fuente: Grupo Bancolombia.

- 1) Definido como la utilidad neta trimestral anualizada dividido por el promedio mensual de los activos totales.
- 2) Definido como la utilidad neta trimestral anualizada dividido por el promedio mensual del patrimonio.
- 3) Definido como precio del ADS dividido por su valor en libros
- 4) Definido como el precio de la acción ordinaria dividido por su valor en libros.
- 5) Precios de la acción ordinaria en la Bolsa de Valores de Colombia.
- 6) Definido como capitalización del mercado dividido por los resultados trimestrales anualizados.
- 7) Egresos operacionales por el promedio mensual de activos totales.

ANEXO 16. Índice histórico de la Bolsa de Valores de Colombia.



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia