

**MERCADO ACCIONARIO EN COLOMBIA. UN ACERCAMIENTO A SU
DESARROLLO TRAS LA CONSTITUCIÓN DE LA BVC**

MILY FOENG VERGEL

**UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA DE BOLIVAR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
PROGRAMA DE FINANZAS Y NEGOCIOS INTERNACIONALES
CARTAGENA, D.T y C.
2010**

**MERCADO ACCIONARIO EN COLOMBIA. UN ACERCAMIENTO A SU
DESARROLLO TRAS LA CONSTITUCIÓN DE LA BVC**

MILY FOENG VERGEL

**Trabajo de grado presentado para optar al título de Profesional en Finanzas y
Negocios Internacionales**

Director

RAFAEL ESCALANTE CORTINA

**Profesional en Finanzas y Relaciones Internacionales, Magíster en Economía
Universidad de Cartagena**

Asesor

ROBERTO CARLOS FORTICH MESA

**Economista, Magíster en Economía
Investigador UTB**

**UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA DE BOLÍVAR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
PROGRAMA DE FINANZAS Y NEGOCIOS INTERNACIONALES
CARTAGENA, D.T y C.
2010**

DEDICATORIA

Este trabajo lo dedico con especial cariño a:

Dios, por iluminar mi mente y corazón, permitiendo con gran sabiduría y concentración iniciar y culminar con éxito la elaboración del presente trabajo de grado, alcanzando así una meta más en mi vida profesional.

A mi familia por su apoyo, paciencia y entusiasmo para acompañarme a lo largo de todo el proceso y en mi formación como estudiante y como persona. Gracias, por confiar en mis capacidades.

Muchas Gracias,

Mily Foeng Vergel

AGRADECIMIENTOS

Para la realización del presente trabajo, conté con los conceptos y asesoría académica del Economista, Roberto Fortich Mesa, a quien le agradezco por su colaboración, acompañamiento y motivación para hacer de este trabajo un éxito en mi formación profesional.

A Rafael Escalante, quien fue mi guía en la idea de este estudio y motivador desde el curso de Mercado de Capitales, brindándome las bases para proyectar y organizar mis ideas. Gracias por tus conceptos y tus aportes.

Muchas Gracias,

Mily Foeng Vergel

Nota de aceptación:

Firma del Presidente del jurado

Firma del jurado

Firma del jurado

MERCADO ACCIONARIO EN COLOMBIA. UN ACERCAMIENTO A SU DESARROLLO TRAS LA CONSTITUCIÓN DE LA BVC

RESUMEN	15
INTRODUCCIÓN	16
1. CARACTERÍSTICAS DEL ACTUAL MERCADO ACCIONARIO EN COLOMBIA	20
1.2 TAMAÑO	20
1.2 LIQUIDEZ	23
1.3 CONCENTRACION ACCIONARIA.....	24
1.4 COSTOS DE OPERACIÓN	28
1.5 CULTURA CORPORATIVA.....	30
2. AGENTES DINAMIZADORES DEL MERCADO ACCIONARIO EN COLOMBIA.....	34
2.1 ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES (AFPs).....	34
2.2. INVERSIÓN EXTRANJERA DE PORTAFOLIO.....	44
2.2.1 Caso del Control de Capitales.....	46
2.3 PERSONAS NATURALES.....	51
2.4 GOBIERNO CORPORATIVO	55
2.4.1 Tendencia mundial	57
2.4.2 Políticas implementadas en Colombia.....	57
3. DESEMPEÑO DE LA BVC DESDE SU CONTITUCIÓN.....	61
3.1 DESEMPEÑO DE LA BVC 2001-2005.....	62
3.2 CAÍDA EN 2006	66
3.3 HISTÓRICO RECORD DE EMISIONES EN 2007.....	67

3.4 DESEMPEÑO EN 2009	67
3.5 DESEMPEÑO EN 2010	68
4. DESEMPEÑO BVC. VS DESEMPEÑO MERCADOS EXTRANJEROS	73
5. ESTRATEGIAS A MEDIANO PLAZO	78
5.1 INTEGRACIÓN REGIONAL.....	78
5.2 MULTIFONDOS	87
5.3. EDUCACIÓN FINANCIERA.....	91
CONCLUSIONES	93

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1	.....	22
Tabla 2	.....	24
Tabla 3	.....	25
Tabla 4	.....	26
Tabla 5	.....	29
Tabla 6	.....	37
Tabla 7	.....	74
Tabla 8	.....	88
Tabla 9	.....	88
Tabla 10	.....	89
Tabla 11	.....	90

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	.....	21
Gráfico 2	.....	21
Gráfico 3	.....	23
Gráfico 4	.....	24
Gráfico 5	.....	25
Gráfico 6	.....	26
Gráfico 7	.....	27
Gráfico 8	.....	27
Gráfico 9	.....	31
Gráfico 10	.....	31
Gráfico 11	.....	36
Gráfico 12	.....	38
Gráfico 13	.....	39
Gráfico 14	.....	40
Gráfico 15	.....	40
Gráfico 16	.....	41
Gráfico 17	.....	41
Gráfico 18	.....	45
Gráfico 19	.....	47
Gráfico 20	.....	48
Gráfico 21	.....	51
Gráfico 22	.....	52

Gráfico 23	53
Gráfico 24	53
Gráfico 25	54
Gráfico 26	62
Gráfico 27	63
Gráfico 28	63
Gráfico 29	64
Gráfico 30	65
Gráfico 31	65
Gráfico 32	65
Gráfico 33	66
Gráfico 34	67
Gráfico 35	69
Gráfico 36	70
Gráfico 37	70
Gráfico 38	71
Gráfico 39	72
Gráfico 40	72
Gráfico 41	73
Gráfico 42	75
Gráfico 43	76
Gráfico 44	76
Gráfico 45	78

Gráfico 46	.....	79
Gráfico 47	.....	79
Gráfico 48	.....	80
Gráfico 49	.....	82
Gráfico 50	.....	83
Gráfico 51	.....	83
Gráfico 52	.....	84
Gráfico 53	.....	84
Gráfico 54	.....	85
Gráfico 55	.....	85
Gráfico 56	.....	86
Gráfico 57	.....	89

RESUMEN

En la última década se han realizado varias reformas al sistema financiero, al sistema de seguridad social y a la misma bolsa de valores con el fin de darle mayor dinamismo al mercado accionario en Colombia. Dichas reformas han dado resultados de forma mixta, pues se han mayores avances en la dotación del marco legal y jurídico, especialmente con la Ley 964 de 2005, que en la profundización del mercado.

La creación de los Fondos de Pensiones y Cesantías con la reforma de seguridad social de 1991 le ha dado gran impulso al mercado, canalizando gran parte de los ahorros de la economía hacia la inversión productiva. Adicionalmente, la eliminación del control de capitales a la inversión de portafolio en 2008 ha traído nuevos agentes y más recursos a la plaza local, lo que sin duda le ha dado liquidez.

En particular, 2007 fue un hito en colocaciones, donde las emisiones de empresas estatales mostraron el potencial del mercado de valores en Colombia, así como la existencia de un apetito por invertir a través de la bolsa. Actualmente existe el consenso de que la demanda inversionista no sólo está en aumento, sino que excede la oferta disponible. Sin embargo, este apetito inversor aun está restringido por el escaso número y diversificación de emisores, y los altos costos de transacción.

INTRODUCCIÓN

El principal objetivo del mercado de capitales enmarca las funciones de asignación y distribución de los recursos de capital disponibles en una economía. La configuración de este mercado puede tomar distintos matices, inclinándose en mayor medida por actividades “intermediadas” o por otras “no intermediadas”, que en ningún caso son esquemas mutuamente excluyentes, sino que, por el contrario, son complementarios.

Así mismo, las actividades no intermediadas que comprende el mercado de valores son importantes al ofrecen mayores oportunidades de financiación para proyectos innovadores de alto riesgo y altos beneficios esperados. También porque permiten la diversificación del riesgo, posibilitan la disminución de los costos de intermediación y facilitan una mejor coordinación entre los agentes superavitarios y deficitarios a la hora de equilibrar las decisiones de ahorro e inversión.

Siendo así, no es de extrañar que el desarrollo del mercado de valores, y en general del sector financiero, sea determinante para el crecimiento económico nacional. En Colombia, sin embargo, el sistema financiero se ha orientado tradicionalmente hacia el mercado intermediado, donde predominan los bancos, y donde el mercado de valores es poco profundo. Por eso no sorprende que a lo largo de nuestra historia este último haya sido rezagado.

En las últimas décadas se han realizado varias reformas al sistema financiero, al sistema de seguridad social y a la misma Bolsa de Valores, generando resultados mixtos. Observamos que el mercado accionario ha crecido en los últimos años, especialmente desde el nacimiento de la BVC. La Bolsa colombiana ha avanzado en términos de liquidez y tamaño. La capitalización bursátil hoy representa cerca del 60% del PIB, mientras que en 2008 era un 37%. Buen ejemplo de estas mejoras, son la emisión y masificación de acciones como Ecopetrol, Davivienda o Pacific Rubiales; títulos que han obtenido una demanda significativa por parte de las AFPs y las personas naturales, incentivando una mayor participación de agentes en el mercado. Este aumento en los montos transados por la vía del mercado de valores ha llevado al IGBC a cifras récord por encima de los 15.000 puntos en 2010. De esta forma, existen muchos indicios que llevan a pensar que la demanda por inversiones no sólo está en aumento, sino que excede la oferta disponible. De hecho, la positiva evolución en el tiempo de la plaza colombiana ha sido tal, que hoy día ya no se trata de un mercado rezagado a nivel latinoamericano, sino de un mercado con nivel de desarrollo comparable en términos relativos con los de México y Perú, que supera a los de Buenos Aires y Caracas.

No obstante, a pesar de los buenos signos de crecimiento y avance, el mercado de valores en Colombia sigue estando en desventaja frente al mercado intermediado. Y no solo eso, sino que además, parece estar fallando en su misión de complemento como canalizador eficiente de recursos, dado que presenta ciertas condiciones de atraso relativo a nivel mundial. Así las cosas, el mercado no intermediado puede no estar respondiendo a las demandas de financiación del sector real, entorpeciendo la adecuada apropiación de los beneficios que trae su desarrollo (Uribe, 2007).

En otras palabras, los beneficios que debería traer a las empresas el mercado de renta variable no se cumplen en Colombia, pues se trata de un mercado que adolece de iliquidez, alta concentración y pequeño tamaño, poco expuesto a la competencia internacional, que opera en un contexto de elevados costos de transacción y aspectos culturales que menoscaban su desarrollo y profundización.

Y si bien es cierto que la Ley 964 de 2005 mejoró el entorno legal para emisiones de renta variable, todo parece indicar que las empresas continúan prefiriendo la deuda corporativa como vehículo de fácil acceso a los recursos de financiación para sus proyectos. Esto se evidencia más desde 2008 en adelante, donde ha habido récord de colocaciones de bonos privados: solo en 2009 hubo un aumento de 49,35% en las transacciones de deuda privada, pasando así de 77 billones negociados en 2008 a 115 billones de pesos en 2009. En contraste, el volumen negociado de acciones se mantuvo en 40 billones de pesos entre 2008 y 2009. Esto debido a que no hubo nuevos emisores y aún estaba la sombra de la crisis.

Así pues, muchas empresas acuden al del mercado de capitales solo cuando los recursos que necesitan para adelantar sus proyectos exceden los límites de apalancamiento y sostenibilidad exigidos por los bancos, y cuando lo hacen, prefieren adquirir capital con deuda corporativa en lugar de acciones. De aquí se desprende que históricamente el mercado financiero colombiano se ha basado en bancos sólidos, sin dar mucha importancia al mercado de renta variable (Arbeláez et al, 2002).

Lo cierto es que un mercado grande está positivamente correlacionado con la habilidad de éste para movilizar y diversificar el riesgo; un mercado más líquido permite a los agentes que se desenvuelven en él realizar operaciones de forma más eficiente y con menores costos, tanto en tiempo como en dinero. De igual modo, un mercado menos concentrado es mejor por cuanto disminuyen los conflictos de intereses entre grandes y pequeños accionistas (Uribe, 2007).

En cambio, los mercados pequeños como el colombiano, que adolece de las características planteadas anteriormente, pueden enfrentar trampas de iliquidez que eventualmente los llevarían a ser cada vez más concentrados e ilíquidos. Todo esto en últimas se traduce en que no servirían de forma eficiente como herramienta para el desarrollo de las economías.

En la década de los noventa las investigaciones más destacables en la materia se agrupan en la Misión de Estudios del Mercado de Capitales de 1996, cuya conclusión fue que el mercado no intermediado en Colombia era, a la fecha, poco profundo, ilíquido y bastante concentrado, y que a pesar de los avances en el contexto legal y jurídico de finales de los ochenta y principios de los noventa, las reformas implementadas por el gobierno para potenciar su desarrollo hasta ese entonces no habían resultado como se esperaba.

Posteriormente Arbeláez et al (2002) retoma el tema, complementando la investigación con un análisis detallado sobre la evolución financiera de las firmas comisionistas de bolsa del país. El estudio infiere que a pesar del crecimiento que ha experimentado el mercado de valores en años recientes, su participación en la economía sigue siendo pequeña, aun más de lo que era diez años antes del estudio debido a que la participación de los TES en el total transado ha crecido.

Bernal y Ortega (2004) apuntan a que a pesar de haber ganado en términos de tamaño y liquidez, el mercado de valores colombiano aun permanece muy por debajo de la media internacional y a que la concentración accionaria, en lugar de disminuir ha aumentado considerablemente.

Entre tanto, Uribe (2007) hace una aproximación detallada a la situación del mercado accionario en Colombia entre 2001 y 2006 con la construcción de los indicadores estándar de profundidad del mercado y de un análisis comparativo entre dichos indicadores con indicadores de otros países. El autor encuentra que, a pesar de que persiste la brecha con otras bolsas de la región y del mundo, la Bolsa de Valores de Colombia ha presentado el crecimiento más dinámico en Latinoamérica entre 2001 y 2005. Concluye que el principal problema para la profundización de la plaza colombiana es la limitada oferta de títulos y la creciente concentración accionaria. Cabe anotar que las comparaciones internacionales, como las vitas en su estudio, son claves a la hora de fijar el grado de desarrollo del mercado accionario local, permitiendo contextualizarlo a nivel regional y global.

Con estos antecedentes se ha realizado el presente trabajo, que busca entender el mercado de valores en Colombia, identificando los factores y agentes que influyen en su dinámica y desarrollo a través de un análisis a su desempeño desde la constitución de la BVC, y delinear algunas recomendaciones que promuevan dichos factores y agentes.

La organización de este documento es la siguiente: primero se hará una introducción donde se discute la motivación del trabajo. Segundo, se estudia el estado actual del mercado de valores colombiano, analizando el comportamiento de variables como el tamaño, liquidez, concentración y costos de transacción. Tercero, se evaluará el papel de algunos agentes que influyen en el desempeño del mercado accionario. Cuarto, se explorará el comportamiento del mercado

desde la conformación de la BVC, analizando las variables de la segunda sección a través del tiempo. Quinto, se harán comparaciones entre el mercado colombiano y algunos mercados extranjeros. Sexto, se exponen algunas de las estrategias de desarrollo del mercado a mediano plazo. Por último, se harán las conclusiones y recomendaciones pertinentes.

1. CARACTERÍSTICAS DEL ACTUAL MERCADO ACCIONARIO EN COLOMBIA

El mercado accionario en Colombia ha presentado un creciente dinamismo en los últimos años, especialmente desde la constitución de la BVC. La creación de las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías (AFPs), con la reforma de seguridad social de 1991, le ha dado impulso al mercado de capitales, canalizando gran parte de los ahorros de la economía hacia la inversión productiva por medio del mercado accionario, convirtiéndose desde entonces en actor principal en el desarrollo del mismo. Por otra parte, la eliminación del control de capitales a la inversión de portafolio en 2008 y las recientes emisiones primarias han incentivado la entrada de nuevos agentes al negocio bursátil, lo que sin duda le ha dado liquidez a la plaza local.

No obstante, el mercado parece estar fallando en su misión como canalizador eficiente de recursos al presentar ciertas condiciones de atraso relativo a nivel mundial, en términos de tamaño, liquidez y concentración.

Hablamos entonces de un mercado que cuenta con un marco legal adecuado para el desarrollo de la renta variable, pero que adolece de características negativas como:

- **Concentración:** la capitalización del mercado se explica por la valorización de unas pocas acciones.
- **Tamaño:** hay pocas empresas listadas.
- **Poca liquidez:** Los diferenciales de compra y venta son amplios y los volúmenes transados son bajos.

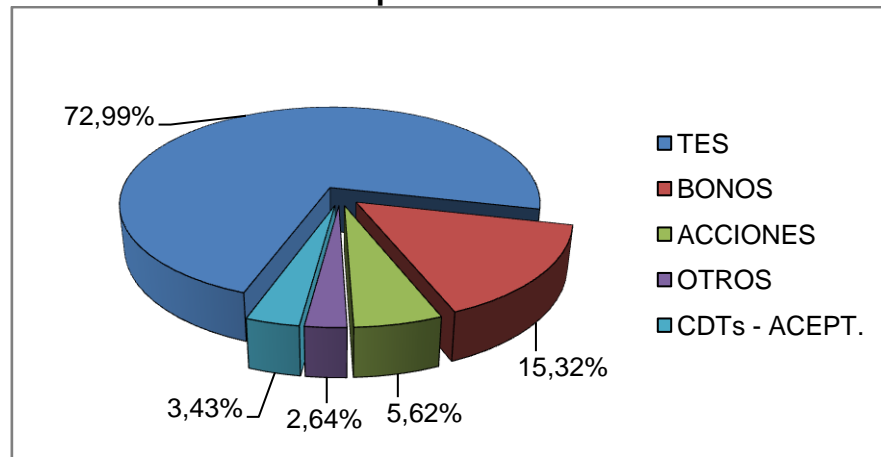
Sin embargo, la tendencia parece estar cambiando en años recientes con importantes repuntes en algunos de los indicadores. He aquí por qué la importancia de su estudio.

1.2 TAMAÑO

Para financiar las grandes empresas del país y las Pymes, así como los megaproyectos de infraestructura, es esencial contar con un mercado de capitales realmente profundo, que brinde las posibilidades de desarrollo del sector financiero y el crecimiento económico en general.

Nuestro mercado en términos relativos es muy pequeño, más aun si se compara con el mercado de renta fija. Encontramos que está circunscrito a un número reducido de agentes, sobretodo de emisores; hoy el número de empresas que operan de forma constante es limitado, incluso aquellas que hacen parte del Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC).

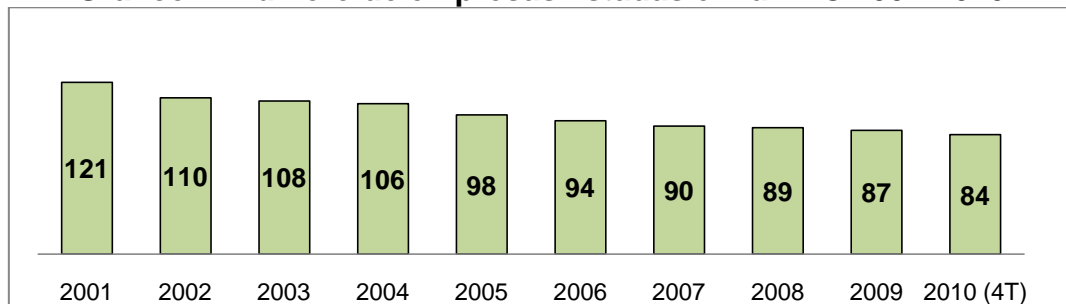
Gráfico 1. Participación en el total transado



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Boletín mensual Septiembre 2010.

De hecho, Colombia tiene el menor número de empresas inscritas en bolsa en América Latina (84 en total), y en los últimos años son más las firmas que han salido de la rueda como resultado de grandes ventas a multinacionales como el caso de Coltabaco, Bavaria y Banco Colpatria, que las nuevas listadas. Y si bien las emisiones de renta variable marcaron un verdadero hito en 2007 al sumar 8 billones de pesos, en 2008 y 2009 han sido escasas.

Gráfico 2. Número de empresas listadas en la BVC 2001-2010



Fuente: World Federation of Exchanges (WFE)

En 2009 por ejemplo, tan solo se inscribieron dos compañías: Biomax y Sociedad de Inversiones de Energía (SIE), mientras que en 2008 lo hicieron unas pocas como la Empresa de Energía de Bogotá (EEB), Transportadora de Gas del Interior (TGI) y Brío de Colombia.

Entre los factores que ha contribuido a este atraso se encuentran: el alto nivel de canalización del ahorro y financiación de sectores productivos a través del mercado de capitales tradicional (intermediado) y la financiación del sector público con títulos de renta fija (TES). (Barrios y Beltrán, 2007).

Hacia finales de 2009 la profundidad de nuestro mercado alcanzaba el 60% del PIB, cifra que dista mucho de la observada en países desarrollados y otros mercados emergentes.

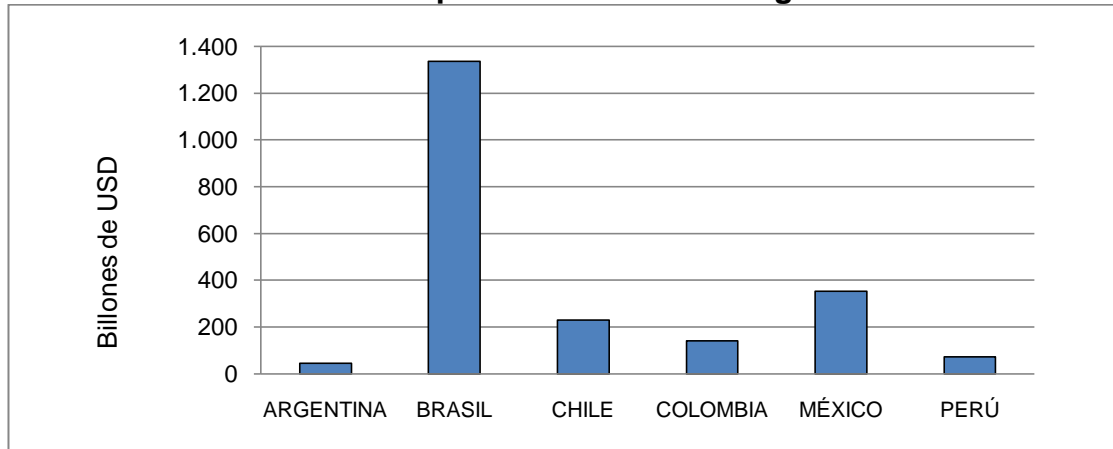
Tabla 1. Comparativo de mercados de valores

País	Capitalización Relativa¹ 2009 (USD)
ALEMANIA	38,71%
ARGENTINA	14,75%
BRASIL	84,96%
CANADÁ	68,90%
CHILE	142,76%
CHINA (Shanghai)	54,26%
COLOMBIA	60,46%
EEUU (NYSE)	83,84%
ESPAÑA	97,73%
INDIA (NSE)	99,02%
JAPÓN	65,22%
MÉXICO	40,24%
PERÚ	56,53%
REINO UNIDO	128,34%

Fuente: World Federation of Exchanges (WFE)

¹ Corresponde al número de participaciones transadas por su precio en la bolsa de valores de cada país, o sea la capitalización bursátil, dividida entre el PIB nominal del período.

Gráfico 3. Capitalización bursátil regional 2009



Fuente: Federación Interamericana de Bolsas (FIAB)

1.2 LIQUIDEZ

Al hablar de liquidez nos referimos a la facilidad de comprar y vender títulos en el mercado de valores. Este es un tema clave en el mercado accionario colombiano.

Un mercado de capitales líquido y profundo, en general, sirve de colchón de seguridad a las economías en épocas de crisis, reduciendo los riesgos cambiarios y de liquidez con el fomento de la canalización de recursos domésticos de largo plazo hacia actividades productivas. Sin ese colchón de seguridad el sector empresarial se torna altamente vulnerable a coyunturas crediticias restrictivas, a la vez que aumenta el riesgo sistemático para las empresas.

En el presente estudio trabajaremos con dos razones fundamentales: la Razón de Volumen (volumen transado sobre el PIB nominal) y la Tasa de Rotación (volumen transado sobre la capitalización bursátil). Demirgüç-Kunt y Levine (1995) los describen como índices complementarios; mientras el primero es un indicador amplio de liquidez, el segundo se relaciona tradicionalmente con bajos costos de transacción en el mercado bursátil.

Hacia 2009 el monto total de acciones transadas en la BVC alcanzó aproximadamente un 8,02% del PIB nominal y un 13,26% de la capitalización bursátil de la plaza. Sin embargo, de los 107 títulos listados actualmente, solo 32 poseen alta liquidez, lo que significa que el resto no transa todos los días. De ahí que, la poca liquidez en la rueda colombiana se convierte en un obstáculo para el inversionista de corto plazo y en algunos casos también para el de mediano plazo. Esto constituye una limitante para el crecimiento del mercado y genera retos en la implementación del mercado de derivados.

Tabla 2. Liquidez de títulos de renta variable listados en la BVC

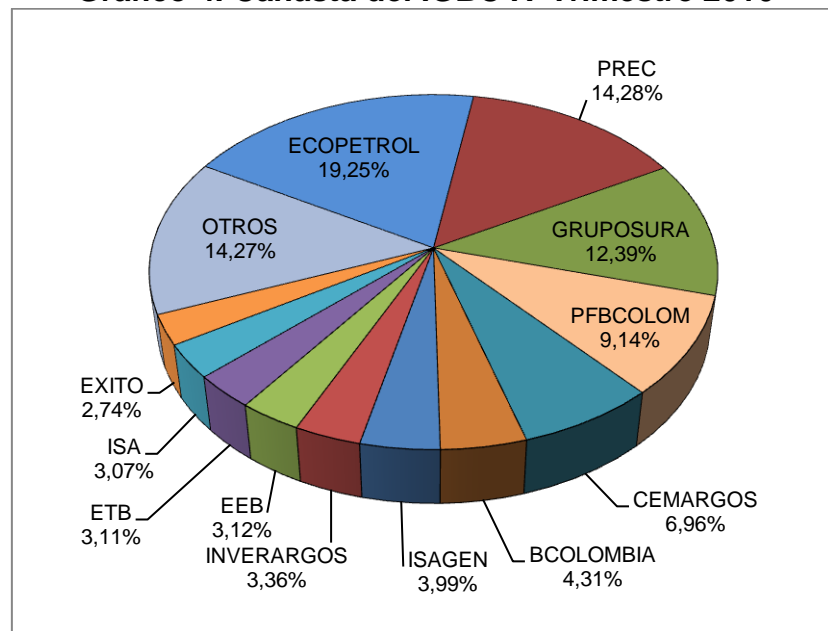
Liquidez	Número de títulos	Porcentaje
Alta	32	29,91%
Baja	75	70,09%
Total	107	100,00%

Fuente: cálculos del autor con base en datos de la BVC

1.3 CONCENTRACION ACCIONARIA

Otro de los factores que afecta negativamente el desarrollo de nuestro mercado accionario es el alto grado de concentración. Hoy la capitalización bursátil de las diez empresas más grandes inscritas en la BVC asciende al 74% de la capitalización bursátil del mercado, ubicando a nuestra plaza entre las más concentradas de América Latina. (ver Tabla 3)

Gráfico 4. Canasta del IGBC IV Trimestre 2010



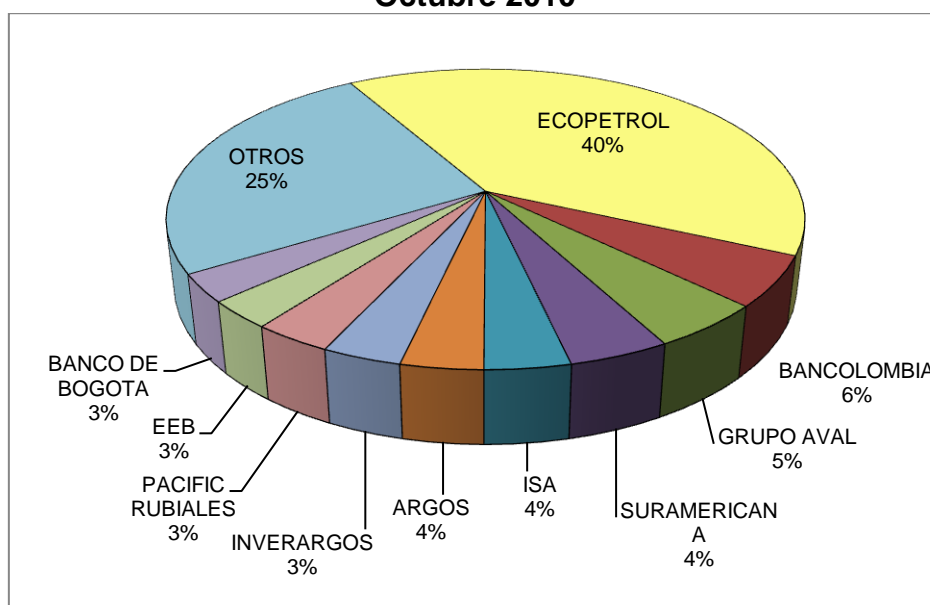
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

Tabla 3. Indicadores de concentración en América Latina 2009

Bolsa	5% capitalización bursátil	5% volumen negociado	Número de empresas
BM&FBOVESPA	64,8%	62,7%	19
Buenos Aires SE	56,8%	49,1%	5
Colombia SE	50,6%	48,3%	4
Lima SE	65,8%	48,0%	10
Mexican Exchange	50,1%	61,0%	6
Santiago SE	52,6%	64,8%	12

Fuente: WFE. Se tomaron las bolsas más representativas de la región.

**Gráfico 5. Capitalización bursátil de las 10 empresas más grandes de la BVC
Octubre 2010**



Fuente: Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

De hecho, cifras de la World Federation of Exchanges (WFE) revelan que en 2009 solo 4 empresas representaron cerca del 50,6% de la capitalización bursátil del mercado y el 48,3% del monto total negociado.

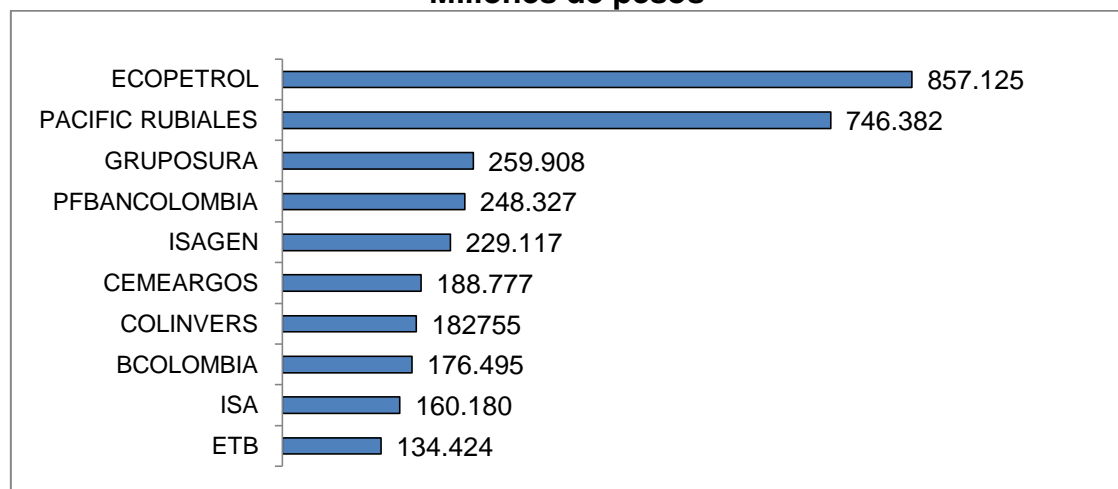
Tabla 4. Concentración accionaria América 2009

Mercado	5% empresas más capitalizadas	5% empresas más transadas	Número de empresas
BM&FBOVESPA	64,81%	62,71%	19
Buenos Aires SE	56,80%	49,08%	5
Colombia SE	50,57%	48,34%	4
Lima SE	65,79%	47,96%	10
Mexican Exchange	50,13%	61,00%	6
NASDAQ OMX	73,52%	24,30%	128
NYSE Euronext (US)	48,81%	79,50%	92
Santiago SE	52,60%	64,81%	12
TSX Group	81,94%	88,66%	188

Fuente: World Federation of Exchanges (WFE)

A septiembre del presente año seis de las diez acciones más transadas de nuestra plaza pertenecen a alguno de los emisores más grandes del mercado, que en su mayoría son empresas pertenecientes a Grupos empresariales dominantes en el país (Grupo AVAL y Grupo Empresarial Antioqueño).

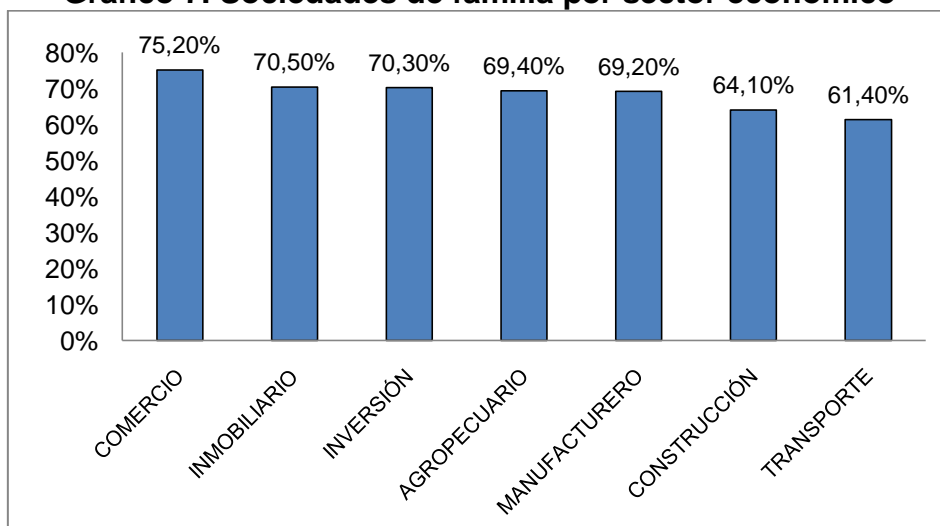
Gráfico 6. Acciones más transadas en Septiembre de 2010
Millones de pesos



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

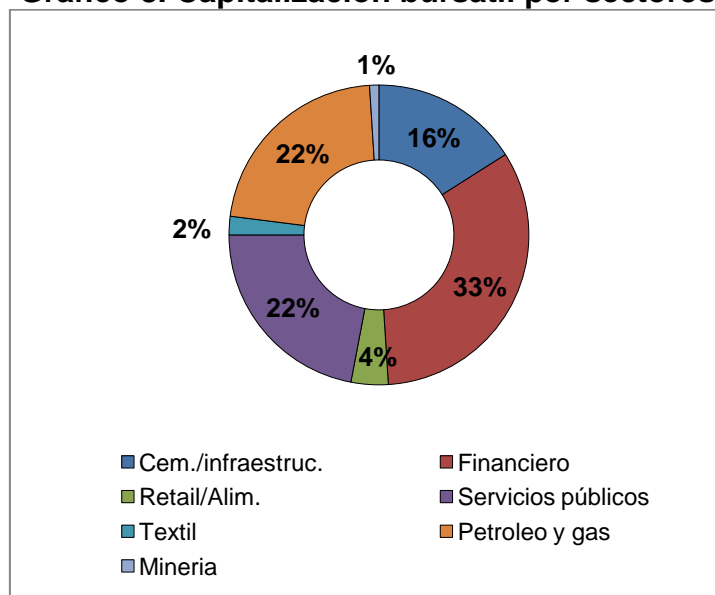
Por otro lado, cerca del 70% de las sociedades colombianas sigue siendo sociedades de familia, sobre todo, en los sectores con mayor capitalización dentro de la bolsa.

Gráfico 7. Sociedades de familia por sector económico



Fuente: Superintendencia de Sociedades

Gráfico 8. Capitalización bursátil por sectores



Fuente: Corredores Asociados

Por otra parte, el hecho de que las ofertas de acciones primarias y secundarias son adquiridas en su mayoría por los actuales accionistas de las empresas o su círculo de influencia, es otro factor que contribuye al mantenimiento de los altos niveles de concentración accionaria en Colombia.

1.4 COSTOS DE OPERACIÓN

En el escenario internacional, un mercado dinámico y competitivo es aquel que es accesible para el inversionista, sobre todo para el inversionista minoritario; y una de las variables más importantes de dicha condición de accesibilidad son los costos de operación. En el caso de nuestro mercado accionario, sin embargo, se observa que los costos operativos dificultan esa condición de accesibilidad.

Las comisiones que cobran los puestos de bolsa por transacción aun son muy altas. Actualmente una operación en la BVC por menos de cinco millones de pesos cuesta entre 90.000 y 100.000 pesos, que en su mayoría son originados por la intervención de las casas de bolsa y los entes de regulación que participan en la operación (BVC, Deceval, AMV, regulación, extractos), más un IVA del 16%.

De hecho, durante la más reciente Asamblea General de Ecopetrol, una de las principales quejas de los accionistas minoritarios estuvo relacionada con los altos cobros en las transacciones bursátiles, que identifican como una falencia del mercado colombiano y equivale a un problema de circularidad, puesto que las altas tarifas le restan rentabilidad a la inversión, lo que desincentiva la entrada de nuevos inversionistas al mercado, y por ende su masificación. Entonces, si no hay masificación de los productos que se ofrecen en el mercado, las tarifas siguen siendo altas, y las comisionistas no pueden trasladar el beneficio a sus clientes.

De esta forma, si un inversionista quiere comprar o vender 5 millones de pesos en acciones, debe descontarle a este monto los 116.000 pesos que en promedio cuesta la comisión (100.000 pesos fijos más IVA del 16%), de tal forma que comprará o venderá 4.884.000 de pesos. Y si en vez de sacar los 5 millones de pesos de una vez, decide sacar del mercado la mitad hoy y la mitad en dos semanas, cada una de las dos operaciones le costará 116.000 pesos, con lo cual esos 5 millones se reducirán a 4.768.000 de pesos.

Ahora bien, algunas firmas comisionistas ofrecen tarifas preferenciales a pequeños inversionistas de empresas democratizadas como Ecopetrol. No obstante, sigue siendo muy oneroso diversificar un portafolio², y aunque los libros de texto recomiendan diversificar, en muchos casos el inversionista no lo puede hacer.

² Costos de entrar y salir del mercado

Tabla 5. Tarifa promedio para inversionistas de Ecopetrol³

Firma Comisionista	Tarifa por operación
Valores Bancolombia	Entre \$60.000 y \$70.000 pesos por montos inferiores a 10 millones. Las operaciones vía internet tienen un 20% de descuento en la comisión.
Davivalores	\$95.000 pesos más IVA (16%) por monto hasta \$9.5 millones de pesos. De ahí en adelante, la comisión es de 1% de la transacción.
Casa de Bolsa (Grupo Aval)	\$100.000 pesos más IVA (16%)
Santander	1% de la transacción (el monto mínimo a transar es de 5 millones de pesos).
Correval	\$100.000 pesos la tarifa mínima. En el sistema de negociación de acciones por internet hay una tarifa fija que va entre \$5.000 y \$15.000 mas una comisión entre 0.2% y 0.3% del monto negociado.
Corredores Asociados	\$105.000 pesos la tarifa mínima.
Proyectar Valores	\$120.000 pesos por las primeras mil acciones. \$60.000 por cada mil acciones adicionales.
BBVA Valores	1% del valor de la transacción más IVA (16%). En la medida en que aumentan los montos se reduce el porcentaje de comisión.

Fuente: Elaboración del autor con base en datos de El Tiempo

Una alternativa que ha surgido en los últimos años para disminuir las tarifas de operación son los sistemas de negociación de las firmas comisionistas, donde las operaciones de compra y venta se realizan de forma directa vía internet. Con esta nueva opción, el costo de una transacción por un monto inferior a cinco millones de pesos puede oscilar entre 25 mil pesos y 30 mil pesos.

Aun así, son muy pocas las compañías que cuentan con dichas plataformas. Además, este tipo de operaciones requieren un mayor conocimiento de las variables del mercado bursátil, por lo que no son recomendables para los inversionistas menos experimentados.

Así mismo, no hay que olvidar los costos⁴ de las empresas participantes en el mercado. Para inscribirse en la bolsa hay costos financieros, costos de contratar una banca de inversión, un asesor legal, y un auditor independiente. Según Colombia Capital, una emisión por menos de 20 mil millones de pesos no justificaría los costos financieros. Esta regla general implica que una empresa tiene que contar con patrimonio total mayor de 40 mil millones para retener control después de la emisión.

³ Se tomó la acción de Ecopetrol como ejemplo por ser la más representativa y masificada del mercado.

⁴ En Colombia, las tarifas de inscripción son explicadas en el Artículo 1.3.2.2 del Reglamento General de la BVC.

Hoy Colombia Capital ofrece un bono de 12 mil dólares a los emisores de acciones para aliviar los costos financieros (aproximadamente 10 puntos básicos para una emisión de 20 mil millones de pesos).

Podemos decir entonces que los altos costos de operación en nuestro mercado accionario desincentivan al inversionista; y no sólo eso, la situación se agrava cuando consideramos el alto costo que representa la democratización para las empresas, no sólo en términos de implementación de nuevas políticas de gobernabilidad y capacitación del recurso humano, sino también en términos del poder de decisión.

1.5 CULTURA CORPORATIVA

Hay factores estructurales de fondo que permiten que posibilitan el desarrollo de los mercados de renta variable. La cultura corporativa es uno de esos factores, que sirve de promotor de la democratización y la emisión de títulos de propiedad.

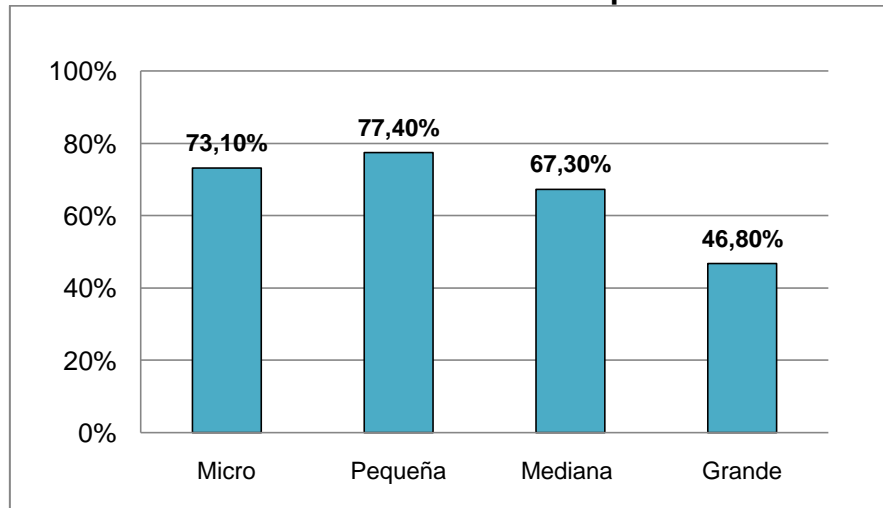
En Colombia la falta de profundidad del mercado accionario se debe en parte a la renuencia de las empresas a abrirse al público, sobre todo las sociedades familiares, que constituyen cerca del 70% del total de sociedades a nivel nacional. Las empresas no emiten acciones, entre otras razones, por los altos requerimientos de divulgación de información, las buenas condiciones que ofrece el crédito en el mercado no intermediado (incluyendo los costos de evaluación crediticia, asumidos por las entidades bancarias), la poca ambición de crecimiento, los costosos, largos y complicados trámites y, en general, porque ignoran las ventajas del mercado de valores.

Sobre todo temen perder el control, por lo que perciben mucho riesgo en la emisión de acciones. Esto demuestra el alto grado de desconocimiento del mercado; ignoran la existencia de las acciones preferenciales, que enajena derechos políticos a cambio de mejores derechos económicos (aprovechando que el inversionista prefiere recibir buenos dividendos a tener voto). Tampoco les es claro que no se necesita el 100% de la propiedad de la firma para tener el control. Y algunas, si bien reconocen las ventajas de capitalizarse a través del mercado público de valores en términos de menores tasas y mayores plazos, consideran que la emisión debe tener amplias ventajas financieras y ser lo suficientemente grande para justificar los costos.

Otras firmas carecen de agresivas estrategias de expansión; al ser la reinversión de utilidades su principal fuente de financiación, se han acostumbrado a crecer a tasas moderadas, argumentando no necesitar más recursos.

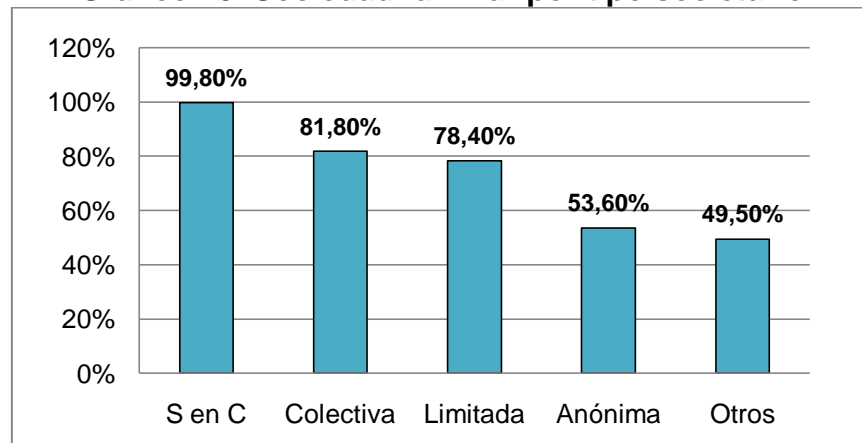
Y como mencionamos anteriormente, la mayoría de empresas del país tiene una estructura de gobierno corporativo muy incipiente, salpicada por una cultura patriarcal y la subordinación familiar, que le teme a la transparencia de sus estados financieros y no cuenta con procesos de gestión que aseguren la eficiencia. Por ende, los accionistas creen que, al manejar accionistas minoritarios y el alto grado de revelación de información que implica la emisión, los procesos de toma de decisiones y gobernabilidad de la empresa serían más complicados.

Gráfico.9 Sociedades de familia por tamaño



Fuente: Superintendencia de Sociedades

Gráfico 10. Sociedad familiar por tipo societario



Fuente: Superintendencia de Sociedades

La realidad es que ignoran las múltiples ventajas que ofrece la emisión de títulos de renta variable, tanto financieras como organizacionales, que pueden compensar ampliamente los posibles riesgos que conlleva la exposición al mercado público de valores.⁵

A nivel financiero los accionistas podrían conseguir recursos, bien sean para capital de trabajo, financiación de proyectos u optimización de la estructura de capital, mas barato que en el mercado intermediado, puesto que la empresa estaría negociando directamente con los ahorradores y se estaría obviando el proceso de intermediación.

A nivel organizacional, al contar la empresa con más accionistas, se estaría transfiriendo parte del riesgo inherente a la actividad empresarial, de manera que se podría diversificar el portafolio de inversión, destinando los nuevos aportes a nuevas inversiones o al crecimiento de la compañía a largo plazo. Adicionalmente, la empresa recibiría nuevas ideas y formas de pensar, lo que comenzaría a formar una estructura en la toma de decisiones más independiente y profesional, en beneficio de los accionistas, pero también del crecimiento y bienestar de la empresa a futuro.

Siendo este el panorama, podemos decir que muchas empresas sólo recurren al financiamiento a través de bolsa cuando sus proyectos superan los límites de apalancamiento y sostenibilidad exigidos por los bancos, y cuando lo hacen, prefieren adquirir el capital con deuda corporativa y no con acciones. Por eso vemos que históricamente, el mercado financiero colombiano se ha basado en bancos sólidos, sin dar mucha importancia al mercado bursátil en el proceso de su desarrollo.

En años reciente, la deuda corporativa, como vehículo de fácil acceso a los recursos que ofrece el mercado de capitales, se ha convertido en una atractiva opción de financiación para el sector productivo. Solo en 2009 hubo un aumento de 49,35% en las transacciones de deuda privada, pasando así de 77 billones de pesos negociados en 2008 a 115 billones el año pasado. En contraste, el volumen negociado de acciones se mantuvo en 40 billones de pesos entre 2008 y 2009, debido a que no hubo nuevos emisores y aún estaba la sombra de la crisis.

Además, el contexto de incertidumbre sobre la recuperación económica y de tasas de interés e inflación, hizo más atractivo el mercado de renta fija para los empresarios, que entraron a financiarse como consecuencia de los recortes en las tasas de interés por parte del Banco de la República. Esto hizo que se valorizaran los títulos, permitiendo que la obtención recursos mediante la emisión de bonos fuera más barata. Es así como muchos usuarios optaron por no correr riesgos con las acciones e invertir en activos más seguros y con buenos rendimientos.

⁵ “80 años del Mercado de Valores en Colombia” Bolsa de Valores de Colombia. Enero de 2010.

Entre tanto, en lo corrido de 2010 más de 20 empresas han inscrito sus títulos en la plaza bursátil; las colocaciones de deuda alcanzaron los 5,5 billones de pesos en los primeros meses del año. Empresas como el Banco Davivienda, Banco Popular, Findeter, Codensa, Banco de Bogotá, Titularizadora Colombiana, Cementos Argos, Leasing Bancolombia, Homecenter, el Grupo de Inversiones Suramericana, EPM, Carvajal, Leasing Corficolombiana y Finandina aparecen en la lista de emisores, siendo los más recientes el Patrimonio Autónomo Transmilenio Fase III y Citibank.

Según la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF), entre los factores que han promovido el alto número de colocaciones de títulos de renta fija (diferentes a TES) se encuentran el control del índice de inflación, que el Emisor tiene situado entre 2% y 4% en el mediano plazo; y los inversionistas institucionales que están saturados de títulos de renta fija pública (TES), aumentando el atractivo de papeles de emisores privados para diversificar su portafolio. En los tres primeros meses de 2010 las demandas por este tipo de papeles bordean los 7,5 billones de pesos según cifras de la BVC.

Dadas estas condiciones, el desarrollo de nuestro mercado accionario pasa a depender en parte de la creación de incentivos adecuados para que la tenencia de propiedad de las empresas sea más democrática. Si bien la Ley 964 de 2005 mejoró el marco regulatorio y estableció reglas de juego claras para emisiones en el mercado de renta variable, observamos que las empresas han preferido incrementar sus colocaciones de deuda (bonos), en lugar de financiarse con acciones⁶.

⁶ “Desarrollo del Mercado de Valores: ¿En qué estamos?” Ed. 30. ANIF y Deceval. Febrero 8 de 2009.

2. AGENTES DINAMIZADORES DEL MERCADO ACCIONARIO EN COLOMBIA

2.1 ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES (AFPs)

En los últimos años, el régimen de ahorro individual ha sido crucial para elevar la eficiencia de la economía y de la política social. Altos estándares para la administración del ahorro han promovido mejores prácticas de gobierno corporativo y rendición de cuentas de las empresas emisoras de títulos; así como también han ayudado a profundizar y diversificar el mercado de capitales en Colombia. (Ortíz y López, 2009)

El artículo 48 de la Constitución Política de 1991 describe a la Seguridad Social como un derecho irrenunciable y un servicio público de carácter obligatorio, prestado bajo la dirección, coordinación y control del Estado. Entonces, para dar cumplimiento a la norma, se reformó el sistema de pensiones, creando un sistema híbrido de contribuciones y beneficios definidos con la Ley 100 de 1993.

Hoy los fondos de pensiones representan los activos más importantes de los inversionistas institucionales que participan de forma significativa en el mercado de valores en Colombia, entre los que se encuentran los Fondos de cesantías, las aseguradoras, los fondos de capital extranjero, y los fondos mutuos de inversión. Cada uno de estos inversionistas tiene sus propios incentivos y clientes, al igual que una regulación distinta para cada una de las estructuras, por lo que cada uno administra sus fondos con estrategias diferentes.

Black (2001) explica que el desarrollo de inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones, fortalecen los mercados de capitales, no solo a través de la diversificación que ofrecen a los inversionistas pequeños, sino también al aumentar la demanda por publicación de información referente de las empresas que son objeto de su inversión.

Catalan, Impavido y Musalem (2000) encontraron en un estudio a 14 países de la OECD y 5 países emergentes entre 1975 y 1997, que los activos institucionales causan una capitalización bursátil mayor.

Otros textos, como Calomiris y Beim (2008), señalan que los inversionistas institucionales han sido actores clave, fomentando el financiamiento a través de acciones por tres razones: primero porque compran grandes cantidades, lo cual facilita el proceso de colocación; segundo, mantienen contacto con las bancas de inversión; y tercero, el tamaño de sus activos les permite tomar un rol en el campo

de gobierno corporativo. Así, cuando un fondo de pensiones critica la gestión de una empresa inscrita en bolsa, los gerentes escuchan. El resultado es que las emisiones de acciones son más atractivas desde la perspectiva del inversionista potencial.

Sin embargo, en ocasiones el poder de este tipo de inversionistas institucionales, en términos de su tamaño relativo, puede generar situaciones de manipulación del mercado, con los efectos sobre precios y liquidez que trae consigo (como cuando sus activos crecen más rápidamente que la oferta del mercado, presionando los precios de venta). En otras palabras, se puede correr el riesgo de crear una burbuja con activos institucionales abundantes y un mercado insuficientemente desarrollado. Roldós (2004)

Un ejemplo específico de cómo inversionistas institucionales activos contribuyen a la profundización del mercado accionario se observa en EEUU, donde existe una lista anual (*Corporate Governance Focus List*, publicada por el fondo de pensiones CalPERS) de empresas listadas en bolsa que deben mejorar en términos de gobierno corporativo. De esta manera, las acciones de estas empresas son castigadas en el mercado hasta que los gerentes mejoren la situación. Calomiris y Beim (2008) hablan de los beneficios de los que gozan los pequeños inversionistas con la publicación, pues las empresas están dispuestas a tomar en cuenta sus opiniones para evitar aparecer en ésta lista.

Ahora, hay que tener en cuenta que la credibilidad y poder de los inversionistas institucionales se relaciona con su tamaño respecto el mercado accionario. A 2005 los inversionistas institucionales tradicionales en los EEUU, como CalPERS, tenían más de la mitad del mercado accionario.

En Colombia, las reformas económicas a principios de los años noventa fomentaron un crecimiento del ahorro sin precedentes, lo que dio como resultado la creación de fondos de pensiones y cesantías, y de fondos de inversión extranjera.

Arbeláez et al (2002), en su estudio comprensivo del mercado de capitales en Colombia, explican que la existencia de una amplia gama de inversionistas institucionales tiene un impacto positivo en el desarrollo del mercado. Señalan además, que “una demanda dinámica de activos financieros incentivan la emisión de acciones por parte del sector real.”⁷

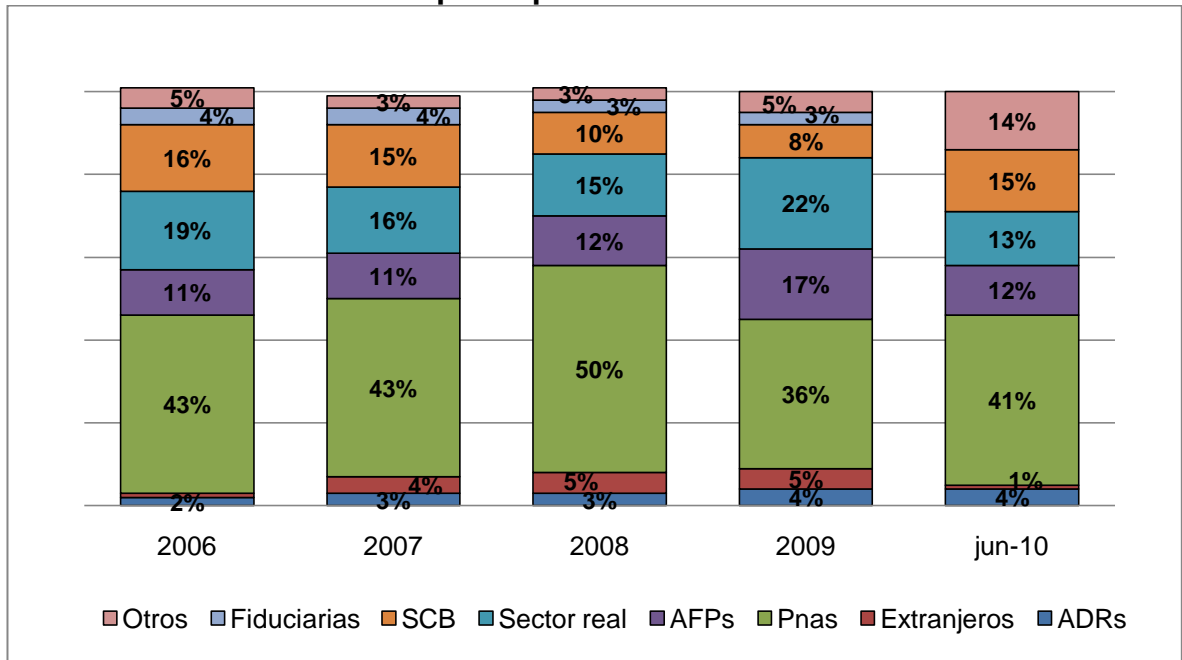
Hoy la misión de los fondos de pensiones es mantener estables las pensiones de los contribuyentes, invirtiendo los recursos para generar rendimientos a largo plazo. Este sistema surgió en 1994, y desde entonces se ha visto un crecimiento

⁷ Arbeláez, Guerra y Zuluaga (2002), p. 60

sostenido de las contribuciones y de sus rendimientos. Hoy son instituciones que acumulan activos por valores superiores al 17% del PIB.

Su estrategia de inversión es generalmente comprar y mantener (“buy and hold”), con un creciente énfasis en la diversificación. De hecho, en los últimos años, los AFPs han dedicado más y más de sus activos a acciones e instrumentos diferentes a los tradicionales TES, incluyendo inversiones alternativas como fondos de capital privado locales y extranjeros.

Gráfico 11. Variación de participación en el mercado de renta variable



Fuente: Correal

Así, gran parte del futuro del ahorro pensional del país depende de las decisiones de inversión tomadas por las AFPs. Claro está, estas decisiones de portafolio obedecen estrictas restricciones de inversión, basadas en el principio de protección de las pensiones para evitar el manejo demasiado riesgoso de los fondos.

La Superintendencia Financiera determina el tipo de activos en los que pueden invertir las AFP's con el propósito de que los mismos cuenten con la seguridad y liquidez suficiente, además de garantizar la rentabilidad mínima que dicta el artículo 101 de la Ley 100 de 1993. Para ello, define un universo de inversiones

admisibles, establece límites máximos por tipo de instrumentos y acota el riesgo crediticio definiendo calificaciones mínimas por emisor y emisión.

Tabla. 6 Límites globales de inversión

Límite global	Límite sobre valor del fondo
Títulos de Deuda Pública	50%
Otros títulos de Deuda Pública	20%
Títulos emitidos, avalados o garantizados por Fogafin o Fogacoop	10%
Bonos y títulos hipotecarios	40%
Titularizaciones diferentes a hipotecas	20%
Títulos de Renta Fija vigilados por Superfinanciera	30%
Descuentos de actas de contratos estatales y documentos de cartera	10%
Títulos de Renta Fija No vigilados por Superfinanciera	30%
Títulos de Renta Variable	40%
Acciones con baja o mínima liquidez	5%
Depósitos a la vista en establecimientos de crédito	5%
Repo Activas en Bolsa Nacional Agropecuaria	3%
Títulos emitidos por Entidades del Exterior	40%
Depósitos remunerados en el Banco de la República	10%
Operaciones de transferencia temporal de valores, siempre que se actúe como "originadores" en las mismas	30%
Fondos de Capital Privado	5%

Fuente: Superintendencia Financiera, Circular Externa 050 de 2008 (Régimen de inversiones de Fondos de Pensiones Obligatorios)

Ahora, a pesar de la rígida regulación del sistema actual, Colombia, al igual que Chile en los años ochenta y noventa, ha hecho reformas graduales para flexibilizar los límites a la inversión en renta variable, permitiendo la diversificación de los activos por parte de las AFPs.

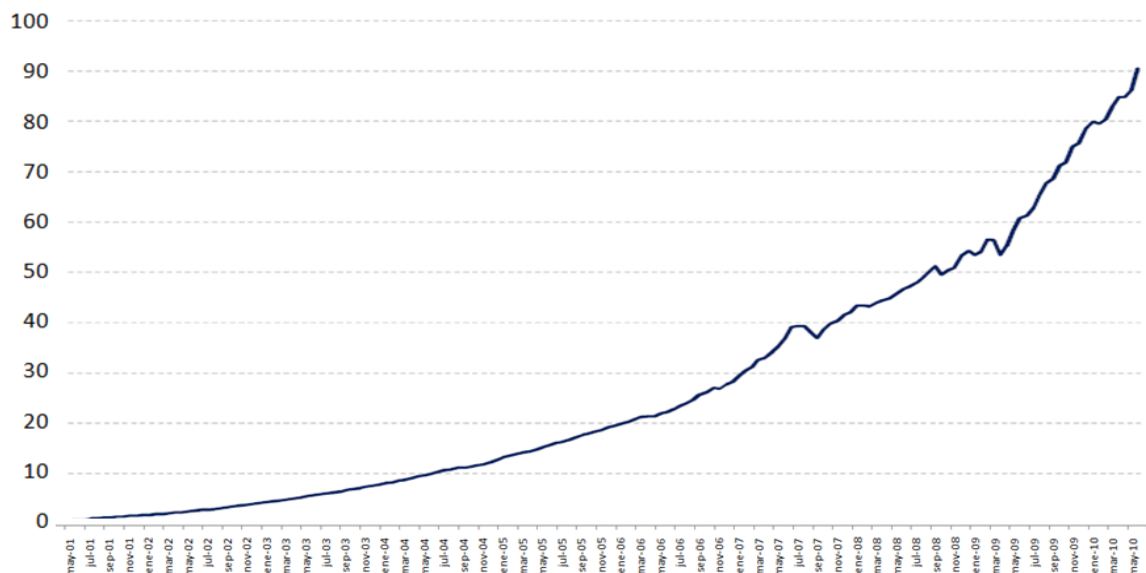
A pesar de ello, el mínimo rendimiento exigido por el gobierno debe cumplirse, incluso si esto implica sacrificar capital propio de las administradoras, y la estructura de comisiones mediante la cual se recapitalizan. En el presente estudio no se considerará este punto, pero vale la pena señalar que puede tener efectos importantes en las decisiones de inversión de estos agentes.

Asimismo, otros factores de mercado y regulación, además del control de activos y montos a invertir, juegan un papel importante en la escogencia del portafolio: el entorno del mercado, que se refiere a la oferta de activos y a la liquidez y profundidad en los mercados; y la estructura de costos y utilidades bajo la cual

operan los AFPs (esta última en particular depende de la estructura de comisiones y la rentabilidad mínima).

Entre tanto, el mercado de capitales en Colombia ha experimentado un importante desarrollo en los últimos años. De la mano de una positiva evolución del entorno económico global y un adecuado direccionamiento de la política económica, el papel de las AFPs ha sido de vital importancia, convirtiéndose en uno de los principales canalizadores del ahorro privado. Y pese a que aún queda mucho por avanzar en términos de profundización, estos agentes han fomentado la eficiencia, transparencia y liquidez en los mercados locales, sobre todo en el de renta variable.

Grafico 12. Evolución del valor de fondos de pensiones 2001 - 2010
Billones de pesos

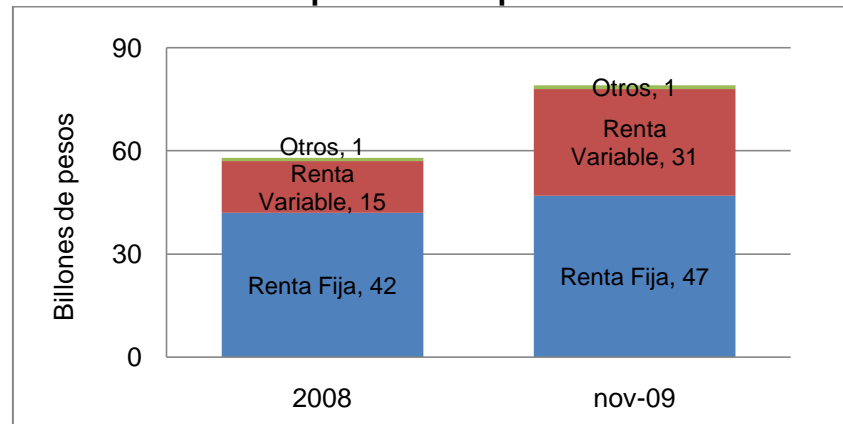


Fuente: Asofondos

Igualmente, la rentabilidad de los mercados locales ha favorecido el crecimiento de los portafolios administrados por las AFP, especialmente luego de las valorizaciones en los mercados de deuda pública y acciones en los últimos tres años. Según cifras de Asofondos, la rentabilidad real de los portafolios administrados en Colombia ha sido en promedio de un 12% anual.

Tradicionalmente los papeles de renta fija han sido los de mayor participación en los portafolios de inversión de las AFPs. Sin embargo, con el aumento de los recursos en acciones, este activo ha perdido terreno.

Grafico 13. Composición de portafolios de AFPs

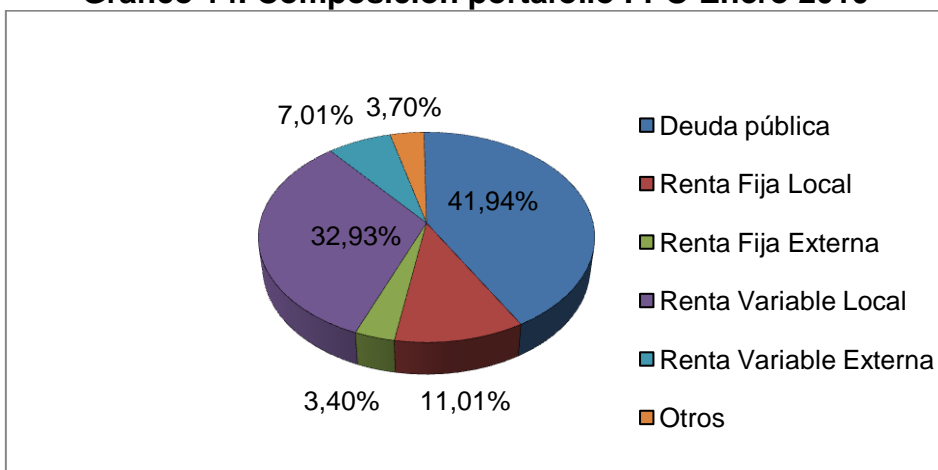


Fuente: Global Securities Colombia. Presentación "Participantes Mercado accionario 2009". Febrero 2010

Según la Superintendencia Financiera, a diciembre de 2009 los fondos administraban recursos por 98 billones de pesos, cifra equivale a dos terceras partes del presupuesto nacional. De esa torta, los fondos de pensiones obligatorias (FPO) tienen el 81%, es decir, 79,9 billones de pesos, mientras que las pensiones voluntarias concentran el 10%, unos 9,46 billones de pesos. Entre tanto, los fondos de cesantías y el fondo de reservas de pensiones del régimen de prima media tienen los 8,7 billones de pesos restantes.

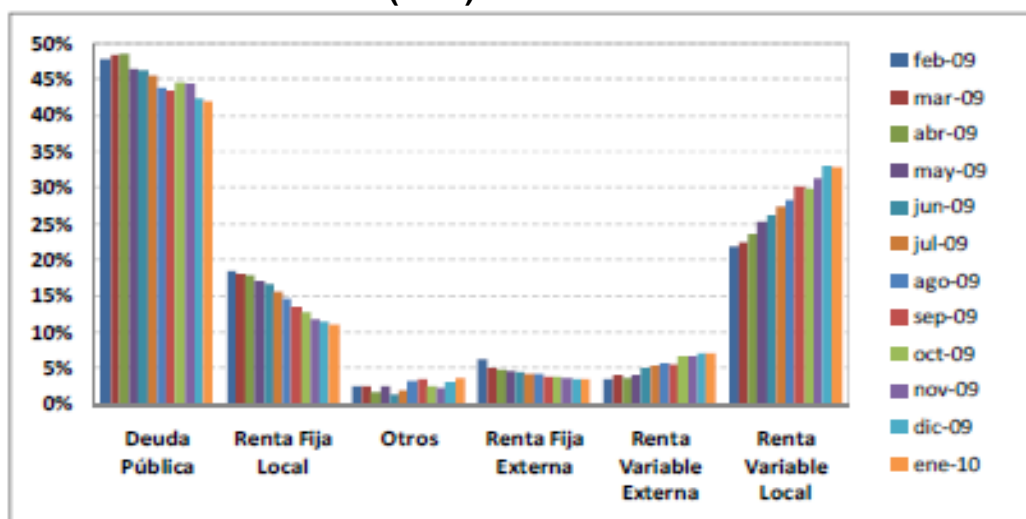
Por tipo de activo, las AFPs participan en las emisiones de TES, acciones y deuda privada. Actualmente la mayoría de sus recursos están invertidos en renta fija (56,3%) y en renta variable (un 40%, alcanzando el límite de participación sobre el total, de los cuales cerca de un 32,9% son acciones colombianas). A noviembre de 2009, las inversiones en renta variable representaban el 36,7% del total, mientras que a diciembre de 2008 esta misma cifra era de 24,37%

Grafico 14. Composición portafolio FPO Enero 2010



Fuente: Asofondos

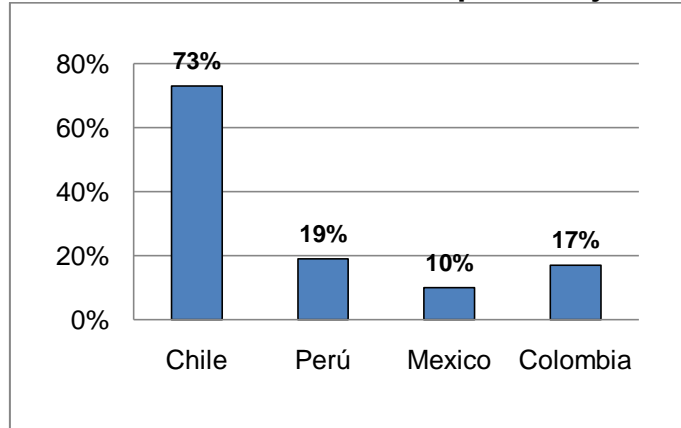
Gráfico 15. Composición portafolio de Fondos de Pensiones Obligatorias (FPO) último año



Fuente: Asofondos. Boletín informativo No. 16. Septiembre 2009.

Cabe anotar también que en 2009 los AFPs, a pesar de su importancia, solo participaron con 11,26% del monto comprado y 9,57% del monto vendido en el mercado de renta variable. Además, su tamaño de 17% del PIB aún es pequeño comparado con países como Chile, donde las AFP funcionan desde principios de los ochentas y representan cerca del 73% de PIB.

Grafico 16. Valor de AFPs como porcentaje del PIB

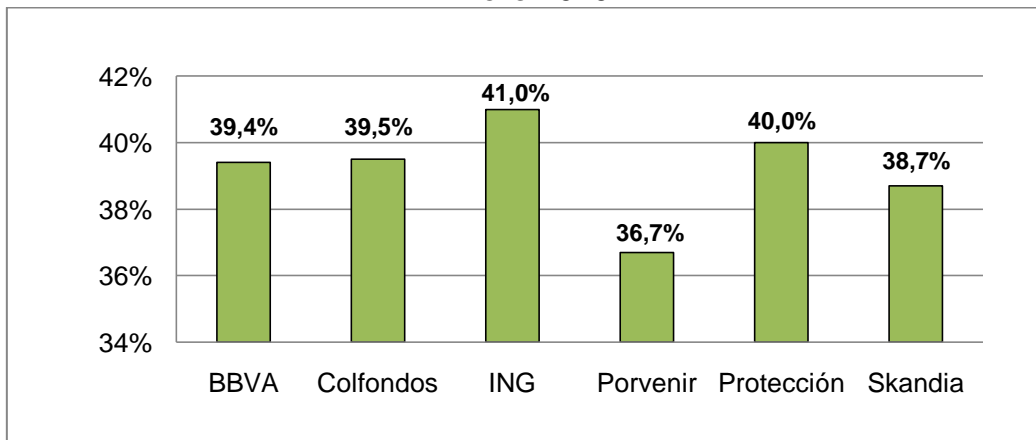


Fuente: Asofondos

Hoy los fondos de pensiones no solo hacen parte de la lista de inversionista que mueven el mercado bursátil del país, sino además su participación en las principales empresas inscritas en la Bolsa de Valores de Colombia va en aumento.

En la actualidad, los 8,7 millones de afiliados a las administradoras de recursos para la jubilación son 'dueños' de grandes compañías, con un promedio de la participación por encima del 15%.

**Grafico 17. Participación de Inversiones de Renta variable (FPO)
Enero 2010**



Fuente: Valores Bancolombia

El año pasado las AFPs tuvieron un volumen de compras netas por 5,1 billones de pesos, lo cual aumentó la participación de las acciones dentro de sus portafolios de inversión. Su portafolio en renta variable local y extranjera pasó de ser el 25% en 2008 (15 billones de pesos) a 41,4% el año pasado (33,1 billones de pesos), en el caso de los fondos de pensiones obligatorios. Sólo en acciones colombianas, se pasó de 12,8 billones de pesos a 26,7 billones entre un año y otro.

Hoy los seis fondos privados de pensiones cuentan con un portafolio de acciones colombianas bastante diversificado. En general, tienen en su propiedad títulos de entre 12 y 17 de las empresas más representativas de la BVC. En todos los casos, la mayor parte de la torta de sus inversiones está puesta en Ecopetrol y el Grupo Sura, concentrando entre el 29% y el 45% del total.

Datos de Asofondos indican que al cierre de mayo la renta variable había aumentado su participación dentro de los portafolios de inversión de las AFPs, llegando a 84,8 billones de pesos. En 2010 estas entidades tienen el 42,4% de los recursos invertidos en renta variable, mientras que hace un año tenían un 29,6%.

El caso más representativo es Colinversiones, actor de primera línea el año pasado, pues protagonizó uno de los negocios más grandes (la compra de Epsa) y fue la acción de mayor crecimiento, con una valorización de 150%. Al cierre del 2009 la participación de las AFPs en esta compañía llegó al 35,7%, mientras que un año atrás era de 26,5%. Igualmente ocurre con el Grupo Sura, donde los seis fondos tienen el 30% de participación.

En Corficolombiana, las AFPs pasaron de tener el 18% de la firma en 2008 al 25,6% en diciembre del 2009. En el Grupo Éxito llegó al 21,1%, el doble de lo que tenían al término del 2008. En Chocolates aumentó un punto a 13,5% y en Inverargos pasó de 13% a 15,9%.

En cuanto a las empresas públicas, son los segundos después del Gobierno. De Ecopetrol tienen el 4,5%; su participación en Isagén llegó a 17,3%, y en ISA es de 17,2%. En los tres casos, la variación no es tan pronunciada con respecto al 2008. En Bancolombia tienen el 18,2%, y en el Grupos Aval apenas alcanzan el 1%.

Para estas instituciones, se trata de acciones muy atractivas por su alta liquidez, ideales para inversionistas estructurales (de largo plazo), pues no son especulativas.

Lo que sucede entonces es que las AFP han llegado a su límite máximo de inversión en acciones. Esta liquidez se traduce en la necesidad de inversión en el mercado financiero y de valores, lo que incentivaría la entrada de nuevos emisores.

El dilema está en la compleja tarea de las AFPs, pues operan bajo un marco regulador restringido a unas rentabilidades mínimas, lo que induce comportamientos financieros masivos, desestimulando la toma de riesgos, homogenizando los portafolios y reduciendo la rentabilidad ofrecida a los afiliados. De esta forma, afrontan el problema de administrar un único portafolio para afiliados con diferentes funciones de riesgo.

Según Arbeláez et al (2002), la regulación del régimen de inversiones de inversionistas institucionales es uno de los problemas en Colombia. Específicamente, la promoción de títulos del gobierno desincentiva la adquisición de otros instrumentos, incluyendo las acciones.

Adicionalmente, la poca profundidad del mercado accionario y de renta fija del sector corporativo, junto con la poca profundidad del mercado de derivados financieros requerido para el cubrimiento de la exposición cambiaria, acotan las posibilidades de inversión de los fondos y puede ocasionar un favorecimiento natural de títulos de deuda pública local (TES).

Por otra parte, la cobertura efectiva de la Población Económicamente Activa (PEA) continua fluctuando en niveles de entre 22% y 25%, lo que ha impedido avances significativos en materia de ahorro pensional.

De esta forma, la composición de un portafolio óptimo de inversión está restringida por dos factores: primero, restricciones normativas definidas por la Superintendencia Financiera: el universo de activos admisibles y la imposición de límites individuales por instrumento, emisor y emisión. Segundo, el entorno del mercado (oferta y liquidez de activos) y la estructura de costos y utilidades bajo la que operan las AFPs). (Salas, 2008)

Al respecto, Jara, Gomez y Pardo (2005) hacen un análisis de la relación entre la estructura de comisiones y la rentabilidad mínima, y el comportamiento de inversión de las AFPs. Usando el marco clásico de frontera eficiente, dentro del espacio media-varianza, generan la frontera eficiente de un universo de activos dado, considerando las restricciones regulatorias. De acuerdo a los resultados del estudio, las AFPs no escogen portafolios eficientes. De hecho, los portafolios se encuentran por debajo de la frontera, queriendo decir con esto que en un entorno de restricciones a la inversión en renta variable (local y extranjera) y de baja liquidez, las AFPs no están maximizando la rentabilidad de los recursos que administran.

Por su parte, analistas señalan que en vez de una reglamentación proteccionista (rentabilidades mínimas), es conveniente promover una que estimule una mayor diversificación del riesgo. Insisten en la oferta de opciones de inversión en el mercado accionario. Consideran que es imperativo ampliar el abanico de emisores en la plaza bursátil para hacer más fructífera la posibilidad de aumentar el

porcentaje de inversión en renta variable, aun mas considerando los proyectos que se avecinan como la integración de las bolsas de Colombia, Perú y Chile, y la llegada de los multifondos (temas que se tratarán más adelante en el presente estudio). Consideran que, en últimas, el sistema pensional debe servir de impulsor del desarrollo del mercado de valores colombiano, más allá de asegurar pensiones estables para los futuros jubilados.

2.2. INVERSIÓN EXTRANJERA DE PORTAFOLIO

Colombia, tradicionalmente un país con tasas de ahorro relativamente bajas, requiere un flujo de recursos externos para garantizar la inversión, motor principal y garante del crecimiento económico. Aun más teniendo en cuenta las condiciones de alta concentración de nuestro mercado de valores, las restricciones a la inversión en renta variable de los AFPs y la baja participación de empresas que se financian a través de bolsa. Resulta indispensable buscar opciones que cubran los faltantes de inversión que necesita la plaza bursátil.

Ahora, si bien hoy el mercado es dominado por personas naturales, abrir puertas a la inversión extranjera también permite la entrada de nuevos emisores y de una mayor demanda al mercado. Esto se deriva en mayor liquidez para el mercado local, convirtiendo a los foráneos en fuente principal de nuevos recursos y productos, y en últimas contribuye al desarrollo de un mercado mucho más profundo que el actual.

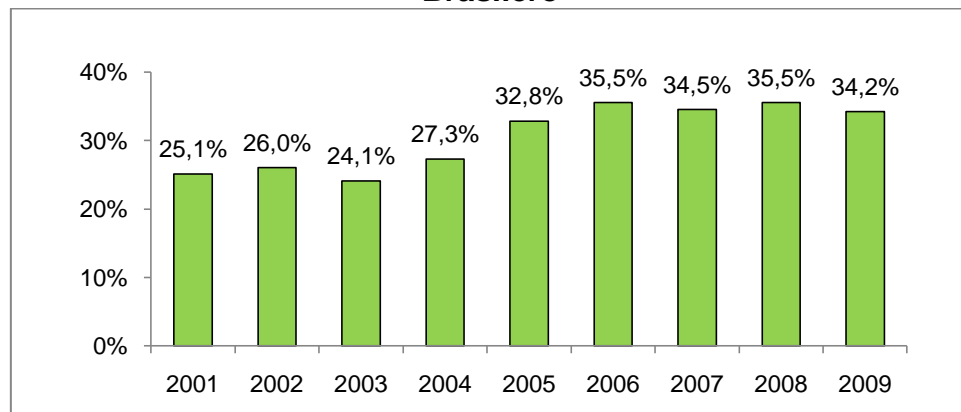
Cabe destacar además que el comportamiento de la inversión extranjera de portafolio incide directamente en la regulación de gobierno corporativo, presionando a los emisores de títulos y al gobierno para el mejoramiento de las prácticas corporativas y la producción de información financiera más oportuna y de mayor calidad, así como la promoción de los estándares contenidos en dicha regulación.

En los últimos años, el comportamiento de la inversión extranjera ha tenido cambios importantes. Luego de un período de fuertes restricciones a la entrada de capitales extranjeros en las economías emergentes, llegó una etapa de liberalización de algunos tipos de flujos de capitales, debido la necesidad de encontrar nuevas fuentes de financiación para impulsar el crecimiento económico. Esto ha estimulado la competencia entre los países por atraer el capital foráneo.

La experiencia en otros mercados nos sirve de ejemplo. Miremos el caso de Brasil, considerado hoy uno de los más avanzados del mundo, donde el 70% ó 75% del capital fresco que consiguieron las empresas, sin necesidad de salir del país, fue

de inversionistas extranjeros cuando se eliminaron las barreras en a este tipo de inversión en octubre de 2005.

**Gráfico 18. Participación de Inversionistas Extranjeros en el mercado
Brasilero**



Fuente: Valores Bancolombia

Colombia, desde los años noventa promueve la inversión extranjera a través modificaciones normativas. El flujo inversión extranjera de portafolio creció significativamente a través de los llamados Fondos de Inversión Extranjera, aprobados desde finales de 1991 con la Resolución 51 del Conpes (Régimen de Inversiones Internacionales), que permitió el ingreso de recursos dirigidos a la inversión en acciones y bonos obligatoriamente convertibles en acciones (BOCEAS) y otras obligaciones negociables en el mercado público de valores. Es así como se establece la obligación a toda inversión en portafolio de capital foráneo de ser realizada por medio de un fondo de inversión de capital extranjero.

Dentro de los fondos autorizados con la resolución se destacan: los American Depositary Receipt (ADR) y Global Depositary Receipt (GDR), que permiten a los inversionistas extranjeros, cualquiera sea su condición o naturaleza, adquirir títulos representativos de acciones (BOCEAS) de sociedades colombianas en otros países.

A partir de la unificación en 2001, la atracción de capital extranjero se convirtió en una prioridad, tanto para el desarrollo del mercado de valores como del país. Así, el proceso para lograr la presencia de nueva inversión comenzó a presentarse de dos maneras distintas: por un lado, un naciente interés de las empresas colombianas en colocar sus títulos fuera del país, y por otro, mediante la inversión extranjera de portafolio. No obstante, el pequeño tamaño de nuestro mercado, la

falta de emisores y de liquidez, es uno de los aspectos que nos ha mantenido casi invisibles antes los ojos de los inversionistas extranjeros.

Hablamos de que gran parte de las empresas listadas en bolsa tienen baja bursatilidad, una de las principales variables que miran estos inversionistas, junto con los volúmenes transados; en la mayoría de los casos prefieren tener posiciones con mayor liquidez. Y lo que agrava la situación es el hecho de que la mayoría de las empresas con el tamaño y las características para ingresar al mercado temen hacerse públicas, mientras que los capitales extranjeros miran las empresas con potencial de convertirse en campeones regionales y mundiales. Además, encontramos sectores con muy poca presencia en bolsa o ninguna, como el comercial, transporte, manufacturas o servicios.

Cifras de la Superintendencia financiera a diciembre de 2009 indican que el 57,4% de los recursos extranjeros invertidos en acciones estaban concentrada en ADR's, lo que significa que más de la mitad del capital se concentra en las pocas acciones visibles en Nueva York y que en el país son de alta bursatilidad.

Por otra parte, el tema de los costos es otro de los factores que nos han mantenido lejos del lente de los extranjeros. Les resulta muy oneroso entrar y salir de nuestra plaza. En consecuencia, otros países de la región se han quedado con los recursos al ofrecer mayores facilidades para el ingreso, más empresas e inversionistas, permitiendo que sus mercados se desarrollen a un ritmo más acelerado.

2.2.1 Caso del Control de Capitales

Colombia ha avanzado en los últimos años en la tarea de atraer más recursos del exterior, más aún considerando que tuvo que comenzar de cero luego de la eliminación de las medidas de control de capitales, que nos mantuvo fuera del radar de los extranjeros cerca de año y medio.

Entre Mayo de 2007 y Octubre de 2008 la entrada de recursos al país, destinados a la inversión de portafolio (especulación) se vio restringida con los decretos 1801 de 2007 y 1888 de 2008, que modificaban modificaba el régimen de controles a la inversión extranjera en el país (Decreto 2080 de 2000), imponiendo nuevas medidas:

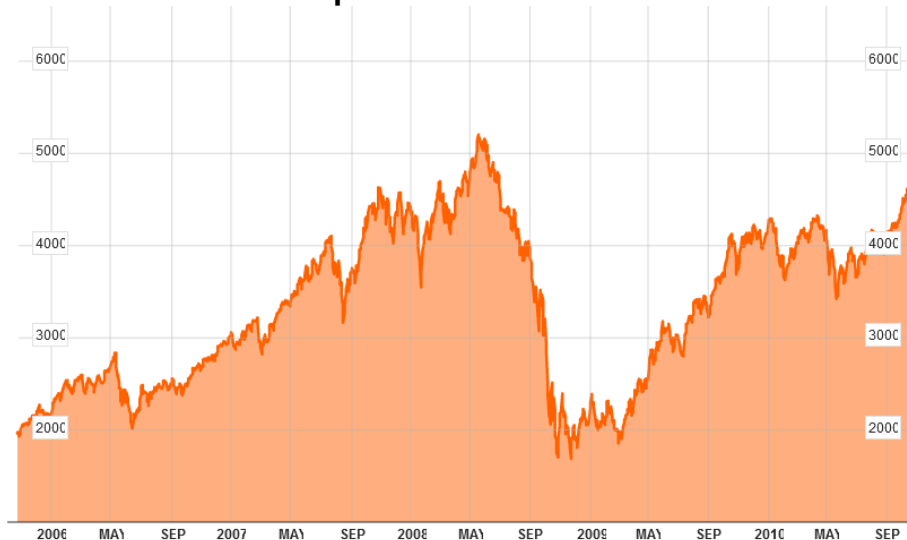
- Toda inversión de portafolio realizada por extranjeros en Colombia debía constituir un depósito del 50% no remunerado por un periodo no inferior a 6 meses sobre la inversión total.
- Un límite de 500% sobre el patrimonio técnico para la posición apalancada de operaciones de derivados de los intermediarios del mercado cambiario.

El gobierno argumentó en su momento que los cambios eran necesarios para no perder el control de la inflación y evitar presiones sobre el nivel y la volatilidad de la tasa de cambio, variables que estaban afectando las exportaciones y las fuentes de trabajo a nivel nacional. La medida buscaba alcanzar su objetivo de dos formas: primero, moderando las entradas de capital especulativo al país (golondrino), capital de corto plazo que busca explotar el diferencial de tasas de interés entre Colombia y Estados Unidos; y segundo, sustituyendo crédito interno por externo y así frenar la tasa de cambio, que alcanzó los 1.630 pesos por dólar en junio de 2008.

En ese entonces el Ministro de Hacienda, Óscar Iván Zuluaga, se refirió también a la importancia de la medida para el naciente mercado de derivados al señalar que, si bien es cierto el mercado de capitales en Colombia era pobre y requería avances evidentes, “había que tener cuidado de desarrollar productos que aún no se estaban regulados y que nos podrían llevar a una nueva crisis”.

En efecto, las restricciones le propinaron un fuerte golpe a la renta variable en el país, lo que se manifestó en un menor dinamismo de la plaza bursátil, restándole liquidez y participantes. Un mayor costo del endeudamiento local por parte del gobierno, un menor incentivo al uso de coberturas cambiarias, además de una importante desvalorización de los indicadores accionarios, casi nos deja fuera del índice de países emergentes MSCI Latam.

Grafico 19. Desempeño del MSCI Latam⁸ 2006 - 2010

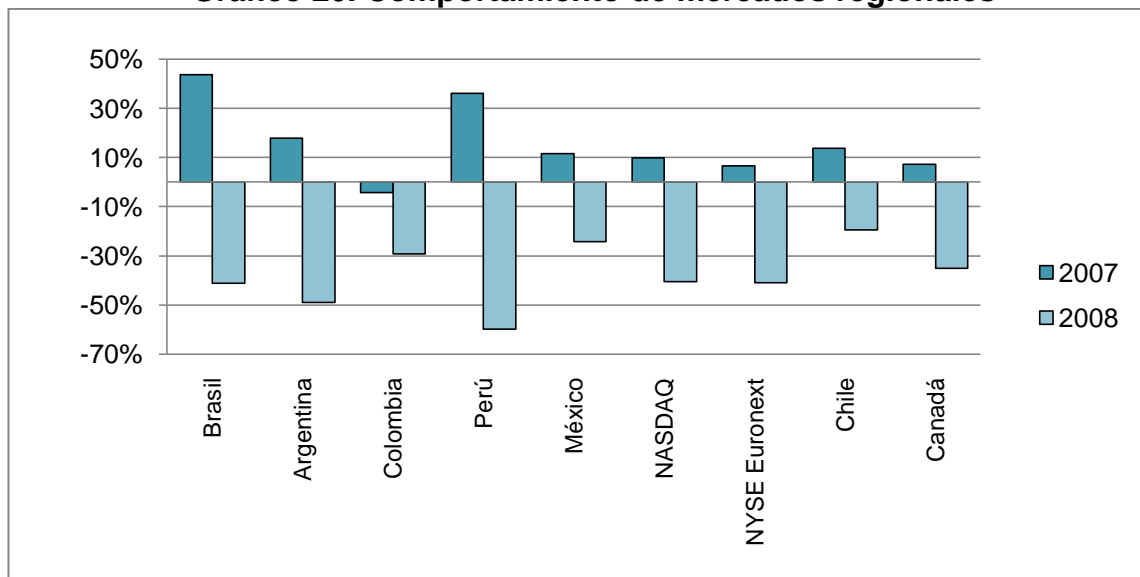


Fuente: BVC y Bloomberg

⁸ El índice mide el desempeño de los mercados de valores de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Peor aún, la medida se presentó justo en un momento de gran bonanza en las bolsas internacionales, negando a la BVC los beneficios de dicha bonanza. Así, los controles de capitales no le permitieron a nuestra plaza experimentar los repuntes de las demás bolsas de la región. Y cuando se eliminó en octubre de 2008, ya nadie quería saber de inversiones en el extranjero a casusa de la crisis financiera mundial.

Grafico 20. Comportamiento de mercados regionales



Fuente: cálculos del autor con base en datos de WFE (elaboración del autor con base en datos)

Analistas coinciden en que el efecto más nocivo de la medida fue el fuerte desestimulo al uso de coberturas cambiarias, que se interpreta como una falta de cultura de manejo del riesgo cambiario (cubrimiento), pues los empresarios aun creen que el tema de la tasa de cambio es un problema que el Emisor puede manejar, ignorando que la tendencia del dólar obedece a una coyuntura globales.

Concuerdan en que la medida no cumplió su objetivo, demostrando que no es una alternativa para enfrentar las variaciones en el tipo de cambio. El dólar simplemente continuó con su tendencia bajista, pasando en este período de 2000 y tanto a 1650 presionada por los flujos de inversión extranjera directa y el crecimiento de las exportaciones. De hecho, la revaluación fue una situación de carácter mundial, más recurrente en la región, donde países como Perú y Brasil adoptaron medidas similares para contrarrestar los efectos de dicha regulación. Los agentes del mercado por su parte, siempre críticos de la medida, consideraban que la misma respondía más a un interés político.

Con la norma contenida en el decreto 3913 de octubre 8 de 2008, quedan eliminados todos los controles de capital a la inversión extranjera destinada a especulación, así como los dos años de permanencia mínima para la inversión extranjera directa (IED). Esta vez el argumento del gobierno fue la necesidad de asegurar las fuentes de financiación en los años 2009, 2010 y 2011, ante las dificultades financieras que se avecinaban en el mundo por la crisis económica.

La noticia del desmonte de los controles se vió reflejado de manera inmediata en el mercado, reportando un alza de 3,56% del IGBC, la cuarta alza más importante en 2008, tras cerrar en 9.709,19 unidades. Esto se debió a que aumentaron las expectativas de valorización de los inversionistas al saber que ahora podrían llegar de nuevo al país sin la obligación de congelar 50% de sus recursos de portafolio de acciones en el Emisor.

Hoy podemos decir que los extranjeros ya no miran a la bolsa colombiana como una de sus últimas opciones para invertir; ahora figuran entre los principales accionistas de las firmas que transan en la BVC. En los últimos meses han sido actores de primera línea, disfrutando de los beneficios del buen momento que tuvo nuestra bolsa de valores el año pasado. Además, Colombia es uno de los mercados que más rápido empezó a recuperarse después de la crisis y ahora figura como destino de inversiones con interesantes alternativas como ISA, Inverargos o Isagén, entre otras acciones con gran capitalización y alta liquidez. Todo esto en el fondo es sinónimo de buenas expectativas del mercado con respecto al comportamiento futuro de la economía del país o al menos en comparación con el panorama desolador de Europa y Estados Unidos.

Según los expertos, la crisis financiera internacional que se generó en el mercado hipotecario de los Estados Unidos impulsó a los inversionistas a que viraran sus miradas a países emergentes como el colombiano, lo que llevó a un repunte de más del 50% en el valor de las acciones en 2009.

Datos de la Superintendencia Financiera indican que al finalizar 2009, el saldo de títulos participativos (inversión extranjera en acciones) fue de 6,76 billones de pesos, 62% más que en 2008. Sin embargo, esta dinámica de transacciones comienza a mostrar leves signos de desaceleración al comenzar el 2010; en el primer bimestre del año los fondos tenían en su portafolio cerca de 6,47 billones de pesos en títulos participativos, lo que muestra un descenso de 4,29% equivalente a 291 mil millones de pesos.

Cabe anotar que del total de recursos transados en 2009 por los extranjeros, el 42,6% corresponde a los fondos institucionales e individuales que invierten en Colombia, mientras que el 57,4% restante a los programas ADR, que no son más que títulos de empresas colombianas listadas en bolsas de otros países como es el caso de Éxito, Bancolombia, Cemargos, Corfivalle, Ecopetrol, Grupo Suramericana, Chocolates e ISA.

Entre los fondos extranjeros que hoy invierten en nuestra bolsa encontramos al Abu Dhabi Investment Authority, que en 2009 figuraba con 28 millones de acciones de Ecopetrol, aproximadamente unos 28.000 paquetes como los que salió a vender la petrolera en 2007. Asimismo figura entre los 20 principales accionistas del Grupo Sura, ISA y Cemargos.

Otros inversionistas son Barclays Global Investor Services, con participaciones en Ecopetrol e ISA; Findlay Park Latin American Fund con el 0,19% de Cemargos, y New World Fund, accionista minoritario de Chocolates. Incluso encontramos un fondo de empleados públicos retirados de California, que invierte en Colombia con una pequeña participación de ISA en su portafolio.

Entre tanto, el apetito por invertir en papeles colombianos lo demuestra el éxito de emisiones externas como las realizadas por Éxito y Bancolombia, con las cuales el saldo de ADRs en poder de inversionistas externos es de 2.168 millones de dólares.

Ahora, si bien es cierto que hoy hay enormes flujos de capitales entrando a los mercados bursátiles de Latinoamérica ante los pésimos resultados vistos en países desarrollados, en Colombia el aumento en el stock de inversión extranjera de portafolio se debe a la valorización de las acciones y al aumento de volumen. En otras palabras, los portafolios han crecido no porque hayan llegado más recursos de afuera, sino por las ganancias en el último año, que alcanzaron el 53,45% (desempeño del IGBC con respecto a 2008). Por tanto, no se justifica retomar medidas de control de capitales como se ha hecho recientemente en Perú y Brasil, donde parece estarse formando burbujas especulativas en los mercados de renta variable.

Por otra parte, las buenas expectativas del sector minero y energético a largo plazo en el país han despertado el interés de un gran número de compañías extranjeras, convirtiéndose en el mayor receptor de capitales. La llegada de Pacific Rubiales, la primera extranjera en nuestra bolsa, le ha dado gran impulso al mercado local, llevando al IGBC a cifras por encima de los 12.000 puntos. Mejor aún, su buen desempeño ha despertado el interés de otras firmas extranjeras del sector por nuestra bolsa como Grey Star, Petro Vista Energy, Suroco Energy, Petrominerales, Alange Energy, Petro Andina Resources, B2Gold y Petrolifera, que tienen operaciones en el país y se encuentran en la búsqueda de recursos para apalancar sus operaciones.

Sin embargo, mientras una empresa como Pacific Rubiales y Canacol Energy ha entrado a listar sus acciones en la BVC, el grueso de las empresas colombianas sigue alejada del mercado de valores. Actualmente Ecopetrol y Mineros son los únicos títulos que representan los sectores petrolero y minero en la bolsa local.

2.3 PERSONAS NATURALES

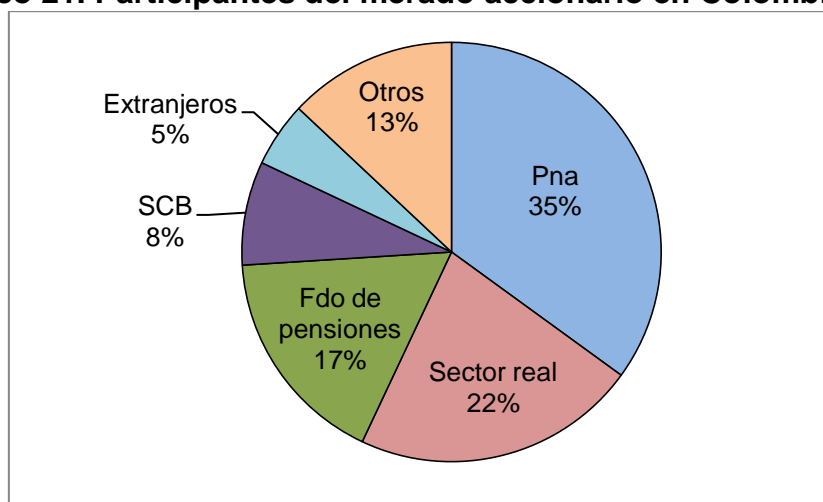
La búsqueda de más actores en el mercado de valores no solo se orienta a las empresas que buscan fuentes de financiación; la dinámica de los negocios también se mueve del lado de los inversionistas que buscan rentabilidad para sus recursos, tanto a corto como a largo plazo, sobre todo las personas naturales.

Por eso, en su plan de profundizar el mercado local vía nuevos emisores y democratización de empresas, la BVC busca que el número de personas naturales participantes en cada emisión sea mayor. La entidad se ha propuesto cerrar la brecha de información rodea a la inversión bursátil, eliminando el concepto errado de que el negocio en bolsa es exclusivo de las élites empresariales, donde se requiere un inmenso capital para poder invertir.

La realidad es que hoy las personas naturales se han convertido en los principales jugadores del mercado accionario colombiano, siendo los grandes compradores y vendedores de acciones. Su participación constituye un 35% del total de las operaciones del mercado de renta variable, mientras que el sector real y las AFP representan el 22% y 17% respectivamente.

Analistas destacan el repunte en el valor de los títulos de renta variable y la capitalización bursátil de 287,08 billones de pesos al cierre de 2009 como uno de los puntos que tuvieron en cuenta estos inversionistas para estrechar vínculos con el mercado accionario, cifra nada despreciable si se tiene en cuenta que al cierre de 2008 el valor de las empresas listadas alcanzó los 195,69 billones de pesos.

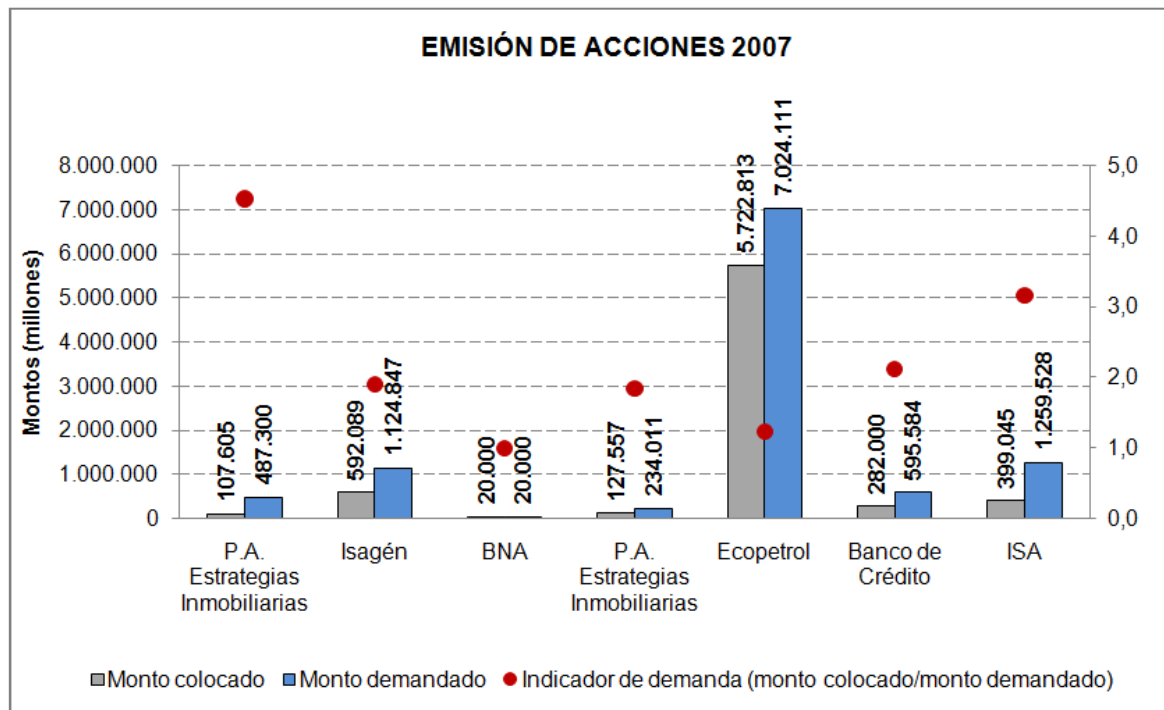
Gráfico 21. Participantes del mercado accionario en Colombia 2009



Fuente: Global Securities Colombia. Presentación "Participantes Mercado accionario 2009". Febrero 2010

También resaltan su presencia en el mercado a través de diferentes emisiones primarias y secundarias en años recientes. Sonados negocios como la compra de acciones de ISA o Ecopetrol, que han reportado buenos rendimientos a cientos de miles de personas naturales, han “puesto de moda” el negocio de las acciones. Para el presidente de la BVC, Juan Pablo Córdoba, estos casos exitosos “Demuestran que los colombianos tienen apetito por las inversiones y que las empresas pueden acudir con éxito al mercado a financiarse”⁹.

Gráfico 22



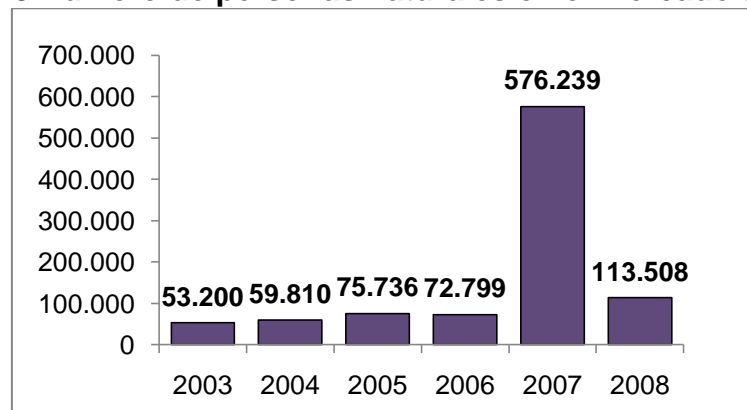
Fuente: Valores Bancolombia

Sobretudo en 2007, cuando hubo grandes cambios en el mercado de renta variable, con una alta participación de nuevos emisores y un considerable aumento de la capitalización bursátil, así como de emisiones secundarias importantes, entre otros factores. En este año las emisiones marcaron un verdadero hito en la historia al sumar un total de 8 billones de pesos, con tres nuevas ofertas públicas: Isagén, Ecopetrol y el Banco de Crédito (hoy Helm Bank); y dos emisiones secundarias de acciones: ISA y el Grupo Aval.

⁹ “Euforia Bursátil”. Semana.com 4 de septiembre 2010. Disponible en: <http://www.semana.com/noticias-economia/euforia-bursatil/143972.aspx>

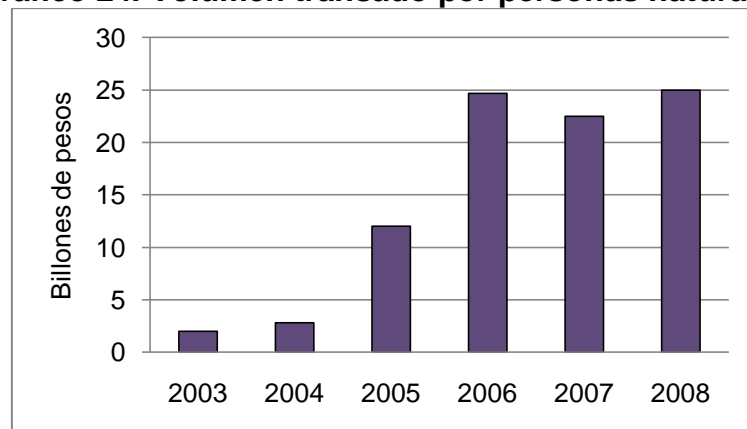
En el caso de Ecopetrol, la cantidad de formularios correspondientes a cerca de 500.00 personas desbordó las expectativas de los agentes, aun mas considerando que la mayoría no estaba familiarizada con el mercado accionario y nunca antes habían realizado operaciones en bolsa. De hecho, el primer día el precio de la acción se valorizó un 20%. Entre tanto, la emisión de otras empresas, como ISA, ETB, Isagén, Grupo Aval y el Banco de Crédito (hoy Helm Bank), aportaron cerca de 100.000 inversores más. Esto hizo que el número de inversionistas naturales pasara de 72.800 en 2006 a casi 600.000 a fines de 2007. Hoy hay a más de 700.000 participando en el mercado de renta variable.

Grafico. 23 Número de personas naturales en el mercado accionario



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

Grafico 24. Volumen transado por personas naturales



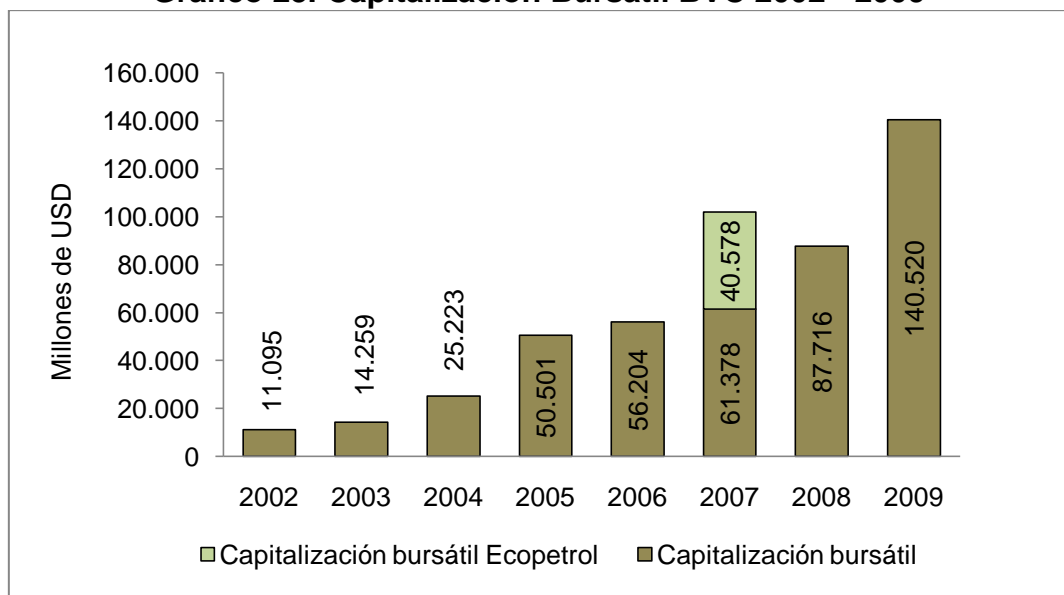
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

Adicionalmente, hizo que la capitalización bursátil en este año pasara de 125,88 billones a 205,67 billones de pesos, en su mayoría debido a la entrada de la petrolera.

Otros ejemplos de procesos de democratización accionaria en la BVC son ISA y ETB. La primera, que realizó dos procesos de democratización en diciembre de 2000 y mayo de 2002, cuenta hoy con más de 70.000 accionistas, siendo la empresa de servicios públicos con mayor desconcentración accionaria. ETB por su parte, que llevó a cabo un proceso de democratización en mayo de 2003, reporta hoy más de 60.000 accionistas.

El Grupo Aval también ha pasado por el mercado accionario con importantes emisiones. Después de la primera democratización a finales de los noventa, el holding colombiano regresó en 2007 con la venta del 5% por ciento de su propiedad. Hoy, el 7,5% del Grupo está en manos del público, con 70.000 accionistas, y hasta septiembre del presente año era la segunda acción más democratizada del país después de Ecopetrol. Ahora el primer lugar lo ocupa Davivienda, que en tres semanas alcanzó 82.000 accionistas, de los cuales 77.000 son personas naturales, entre los que se destacan 4.000 menores de edad.

Grafico 25. Capitalización Bursátil BVC 2002 - 2009



Fuente: Valores Bancolombia

De hecho, cuando comenzó la venta pública de acciones del banco hace pocos meses, el objetivo era conseguir 41.000 nuevos accionistas que aportaran recursos por 416.000 millones de pesos, pero el mercado sorprendió y la meta fue ampliamente rebasada. Al final la compañía consiguió 82.000 accionistas, el doble de lo previsto, y hubo una demanda por 5,2 billones de pesos, unas 12 veces el tamaño de la emisión.

Para Sergio Clavijo, presidente de la ANIF¹⁰, “Colombia está viendo un revivir del mercado accionario. Aunque en los últimos meses se habían presentado emisiones como la de la canadiense Pacific Rubiales, es destacable que sean otros sectores diferentes al minero-energético los que estén atrayendo la atención de los colombianos”.

Explica que el creciente interés por el mercado accionario está asociado a varios factores: mejores expectativas económicas de las compañías, con muy buenos resultados y mayores dividendos; tasas de interés en el mercado bajas; y el extraordinario comportamiento que han tenido las acciones en los últimos meses. Los principales índices de la BVC (IGBC y COLCAP) crecieron 50% y 60% respectivamente en 2009, lo que significa que si alguien replicó las acciones que los conforman, vio crecer su dinero en esa proporción. Este año las acciones se han valorizado en más de 20% y el IGBC rompió el techo de los 14.000 puntos.

No obstante, la sobredemanda por acciones como las de Davivienda evidencia la necesidad de más compañías que salgan al escenario bursátil con nuevas emisiones. La buena noticia es que hay un margen gigantesco para crecer. Y en ese sentido, se abren buenas perspectivas con la anunciada integración de las bolsas de Colombia, Perú y Chile.

2.4 GOBIERNO CORPORATIVO

La evolución del mercado de capitales colombiano, con su transformación, ampliación, innovación, actualización tecnológica e internacionalización, ha permitido en años recientes la obtención de recursos de capital para proyectos empresariales de gran envergadura. En este contexto, resulta imprescindible hablar acerca de la importancia de que la consecución de estos recursos vaya acompañada de políticas de buen gobierno corporativo que brinden confianza y seguridad al público inversionista.

¹⁰ “Euforia Bursátil”. Semana.com 4 de septiembre 2010. Disponible en: <http://www.semana.com/noticias-economia/euforia-bursatil/143972.aspx>

Problemas éticos y potencialmente ilegales al interior de las organizaciones, como los revelados en la reciente crisis económica, están relacionados con conflictos de intereses, mala conducta, y mal uso de información privilegiada. Mas grave aun se presenta la situación en Latinoamérica, con un alto riesgo país, donde abunda la corrupción, el tráfico de influencias, la inestabilidad política y la concentración de la propiedad. Esta situación ha despertado el interés de los inversionistas por el desempeño operacional y financiero de la organización, llevándolos a exigir la puesta en práctica de códigos de buen gobierno corporativo. De esta forma, el nuevo concepto que se venía trabajando a nivel internacional desde los noventa con su mensaje de transparencia y seguridad, entra al país a principios del milenio.

En efecto, hoy el inversionista tiene nuevas preocupaciones a la hora de elegir entre varias opciones de inversión. Ya no es solo la rentabilidad, el menor riesgo o los elementos propios de la eficiencia operativa los que animan al inversionista. Ahora los criterios de selección incluyen otros factores como la estructura de la propiedad accionaria de la firma, el uso de estándares mínimos de transparencia financiera, la organización de la empresa, la revelación de información, la composición de la junta directiva y su responsabilidad social empresarial frente a todos sus *stakeholders* o grupos de interés, así como el grado de equidad en el trato a todos esos grupos.

Cano et al (2004) identifica tres beneficios que trae consigo un buen gobierno corporativo: primero, permite a los accionistas ejercer sus derechos en igualdad de condiciones y velar porque tengan acceso a información sobre la sociedad en forma veraz, suficiente, oportuna y a un costo razonable. Segundo, permite delimitar claramente las responsabilidades de la administración hacia la empresa y sus accionistas, contribuyendo a un control eficaz de la misma, estableciendo transparencia en sus operaciones y en sus órganos de mayor jerarquía; y tercero, permite que se reconozcan los derechos de todos aquellos que poseen legítimo interés sobre la sociedad, tales como trabajadores, proveedores, acreedores, y el mismo estado.

Adicionalmente, el desarrollo de mejores prácticas de Gobierno Corporativo contribuye, por un lado, a profundizar el mercado de valores, atrayendo capital, tanto nacional como internacional; y por otro, permite acortar las distancias existentes entre oferentes y demandantes de recursos financieros, así como las distancias que se generan entre las empresas cuando requieren financiación y los inversionistas cuando las valoran.

El tema adquiere mayor importancia para las empresas debido a las ventajas que traen consigo este tipo de estándares de calidad, que se reflejan en una mejora en los indicadores de gestión, así como en una mayor confianza de los inversionistas en dichas empresas, lo cual es fundamental en medio de una coyuntura de tratados de libre comercio y mayor competencia global. En efecto, es posible que las personas estén más dispuestas a invertir en empresas que conocen mejor y

cuando están satisfechas con las prácticas que desarrollan en su interior. Consecuentemente, las sociedades profundizan su capacidad de captar recursos del público, lo que se traduce en beneficios de liquidez y en valor agregado para la economía del país por medio de la movilidad de recursos. Hablamos entonces de prácticas que sirven de norte a los inversionistas para la elaboración de sus propias guías de inversión. Así, cuanto mayor sea la transparencia y más información exista, mayor será la confianza en el mercado.

2.4.1 Tendencia mundial

La popularización de las prácticas de gobierno corporativo comenzó hacia el año 1992, cuando salieron a la luz los resultados del Informe Cadbury en Inglaterra, que estudiaba las responsabilidades que los administradores de sociedades anónimas en ese país tenían a la hora de rendir cuentas de desempeño a los accionistas. Luego, alrededor de 1999 varios acontecimientos impulsaron aún más todo lo relacionado con el movimiento pro-ética empresarial, como los desfalcos de megacorporaciones estadounidenses como ENRON, los trabajos académicos en esta área publicados en *journals* de finanzas, y la recomendación de la OECD con relación a este tipo de códigos. (Fortich, 2005)

Actualmente la preocupación por el gobierno corporativo constituye una tendencia mundial. Su implementación tanto por los emisores de valores, como por todas las empresas, constituye una prioridad tan importante como un desempeño financiero eficiente, mucho más después de los escándalos de corrupción presentes en la reciente crisis económica.

Por otro lado, la experiencia internacional demuestra que el mejoramiento de las prácticas de buen gobierno requiere de la acción conjunta de autoridades gubernamentales, empresas e inversionistas, mediante la combinación de normas obligatorias con esquemas de autorregulación y cumplimiento voluntario. Al respecto existen diferentes iniciativas internacionales tendientes a promover la adopción de mejores prácticas de gobierno en los países de la región. Entre ellas cabe mencionar los “Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo” publicado por la Corporación Andina de Fomento, el programa ROSC del Banco Mundial, el *White Paper* y el “Libro Blanco sobre Gobierno Corporativo en Latinoamérica”.

2.4.2 Políticas implementadas en Colombia

Garavito (2006) afirma que en el país las presiones hacia el cambio generadas por fuerzas de difusión internacional y competencia interélices dentro del campo bursátil han sido traducidas directamente en transformaciones institucionales.

En nuestra Constitución Nacional, las actividades del mercado de capitales son calificadas como de interés público en el Artículo 335. En consecuencia, su ejercicio implica que se lleven a cabo con orden, transparencia, seguridad y confianza. Por esto, las normas que expide el Gobierno, en ejercicio de sus facultades de intervención en el Mercado de Capitales, invita a las entidades participantes acoger esquemas de Gobierno Corporativo con el objetivo de que el desarrollo de sus actividades esté en concordancia con el interés público.

La Superintendencia Financiera ha trazado directrices particulares en el tema como instrumento para desarrollar el mercado y contribuir a la supervisión de quienes en él participan. Dichas directrices hacen referencia a la adopción de estructuras de administración transparentes, mecanismos adecuados de control, revelación de información, profesionalización de administradores y visión estratégica del riesgo para emisores del sector financiero. Su intención es generar una serie de conductas en todos los agentes del sector financiero: bancos, sociedades fiduciarias, inversionistas, administradoras de fondos de pensiones, entre otros.

Ahora, sólo a partir de 2001, con la Resolución 275, se establecieron los requisitos que deben cumplir las organizaciones que pretendan ser destinatarias de las inversiones de los AFP's. Es decir, se establecieron las normas de Gobierno Corporativo que debían adoptar por obligación los emisores de valores. En principio, este código debía cumplir con los requisitos mínimos de protección de los accionistas, administradores y directivos. Sin embargo, fue derogada por la Circular 55 de 2007. Actualmente, aunque los emisores de valores no tienen la obligación de adoptar un código de buen gobierno, la Superintendencia Financiera, mediante la Circular 28 de 2007, expidió el denominado Código País, que compila un conjunto de recomendaciones de prácticas de gobierno corporativo para emisores, tanto del sector real como del sector financiero, partiendo de la participación integrada de inversionistas, emisores, proveedores de infraestructura y supervisores. Este código pretende profundizar el actual mercado de capitales colombiano por medio de la redacción de un Código único de mejores prácticas de gobierno corporativo, que permita reducir la distancia entre emisores de valores e inversionistas, de forma que estos últimos cuenten con transparencia y oportunidad frente a la administración de sus recursos, al tiempo que puedan analizar la conducta corporativa y administrativa de un emisor con otro sobre bases comparables.

Estas recomendaciones son de adopción voluntaria. No obstante, si las mismas no son observadas, el emisor debe informar tal hecho a la Superintendencia Financiera. De forma opcional, el emisor puede así mismo informar los motivos de su incumplimiento. Adicionalmente, los AFP's están obligados a ponderar el riesgo

que implica invertir en emisores que no se sujeten a los estándares del Código País.¹¹

Otra pilar normativo de nuestro mercado de valores es la ley 964 de 2005, también llamada Ley del Mercado de Valores, que busca fortalecer las bases del mercado, promoviendo su crecimiento a través de reglas claras y transparentes que incentiven altos niveles de integridad y profesionalismo de los intermediarios y brinde la confianza necesaria a los emisores e inversionistas. Tiene como marco regulatorio las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público, que se realizan a través del mercado de valores. Esta ley se creó debido a que dicho marco regulatorio no se venía adecuando completamente a la ampliación de la demanda del mercado.

Asimismo, la Superintendencia Financiera aporta desde 2008 la encuesta sobre Mejores Prácticas Corporativas (MPC), instrumento mediante el cual anualmente las compañías inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE) hace un autodiagnóstico de prácticas de gobierno corporativo para identificar aspectos y áreas susceptibles de mejoramiento. El estudio mide la aceptación que ha tenido en cada empresa el Código País y busca que cada una adopte, de manera voluntaria, las medidas o recomendaciones allí consignadas. Sin embargo, este instrumento no resulta suficiente, puesto que, como todo mecanismo de autodiagnóstico, trae consigo un sesgo natural (distorsión) que va en detrimento del mismo diagnóstico, con resultados indeseables en materia de credibilidad en los resultados para todos los grupos de interés de la organización, y con el consecuente escepticismo y las objeciones relativas a la objetividad y la neutralidad del análisis.

Ahora, lo anterior no quiere decir que no se útil para las empresas. De hecho, el beneficio de este procedimiento es doble para la organización, por cuanto brinda un diagnóstico confiable para los grupos de interés internos y externos, y al mismo tiempo le permite a la compañía contrastar el diagnóstico realizado por profesionales externos con los resultados de su propia autoevaluación. De ahí la importancia de que el proceso de evaluar la calidad de las prácticas de gobierno corporativo en entidades candidatas a recibir recursos de los fondos de capital privado sea encomendada a una organización neutral, profesional, externa a la empresa evaluada, para evitar conflictos de interés en el proceso de evaluación, en la medida en que no sea juez y parte en el análisis.

Podemos decir que la promoción de las buenas prácticas de Gobierno Corporativo evidencia el compromiso del sector privado para impulsar el desarrollo económico a través de la generación de confianza en las empresas que financian sus actividades a través del mercado público de valores. Con esto se fomenta la transparencia, la productividad, la competitividad y la integridad de las

¹¹ Guía del Mercado de Valores. Bolsa de Valores de Colombia 2008. p. 160.

instituciones, con cambios en el marco regulatorio al interior de las mismas para proteger los derechos de los inversionistas y otros grupos de interés.

El gobierno corporativo se convierte entonces en un instrumento necesario para la sostenibilidad y crecimiento de las empresas, que lejos de ser una moda, constituye una solución real a la crisis de confianza y falta de credibilidad que se percibe alrededor de las empresas del sector público y privado, que reflejan los resultados de su gestión en informes y estados financieros bastante cuestionados.

3. DESEMPEÑO DE LA BVC DESDE SU CONTITUCIÓN

El mercado de valores en Colombia, en la medida en que ha sufrido una serie de transformaciones desde su constitución en 2001, ha mostrado un desempeño que, además de ser bueno, se ha destacado frente a otras plazas de la región. Tan solo a comienzos de la década se negociaban diariamente un promedio de 2.000 millones de pesos, mientras que hoy las transacciones superan los 200.000 millones. Entre tanto, el valor de las compañías listadas cuando se dio la integración de las tres bolsas de valores, ascendía a unos 27 billones de pesos. Hoy esa cifra supera los 300.

A lo largo de estos nueve años, los principales títulos de las empresas inscritas en la BVC han mantenido una tendencia alcista, logrando una valorizado del IGBC de más 1.200% en nueve años. Es decir, si una persona hubiese invertido un millón de pesos en julio de 2001, replicando el comportamiento del índice, hoy tendría unos doce millones en promedio.

En las dos últimas se observa un crecimiento de la industria de las carteras colectivas y en general de los inversionistas institucionales, en particular de los fondos de pensiones, como resultado de las reformas a la seguridad social. También hay aumento de la presencia de inversión extranjera en las empresas colombianas, tanto a través de ADR's, como a través de la inversión extranjera de portafolio en Colombia. Igualmente, el rol de las personas adquirió mayor importancia, y hoy movilizan cerca del 35% de los activos que se transan en acciones a través de la BVC.

Hay que aclarar que el aumento en los principales indicadores de desarrollo del mercado se presenta solo después de 2001, alcanzando su punto más álgido en 2005, cuando en un entorno de condiciones económicas favorables, fue el segundo mercado de mayor crecimiento a nivel mundial. (Barrios y Beltrán, 2007)

Hoy el país está viendo un revivir del mercado accionario tras la crisis económica mundial. El creciente interés por la renta variable está asociado a varios factores, como las mejores expectativas económicas y los buenos resultados que se esperan de las compañías, mas aun con próxima la integración de las bolsas de Chile, Perú y Colombia. A diciembre de 2009, el valor de las empresas inscritas en la BVC alcanzó un nuevo récord al llegar a los 287 billones de pesos, unas 10,6 veces el valor registrado en 2001.

Por otro lado, el mercado colombiano ha visto una fuerte renovación con las inscripción de catorce títulos en los últimos tres años, en su mayoría de alta liquidez, donde se destaca enormemente Ecopetrol, que vinculó a mas de de 500.000 pequeños accionistas. También sobresalen Pacific Rubiales y Canacol

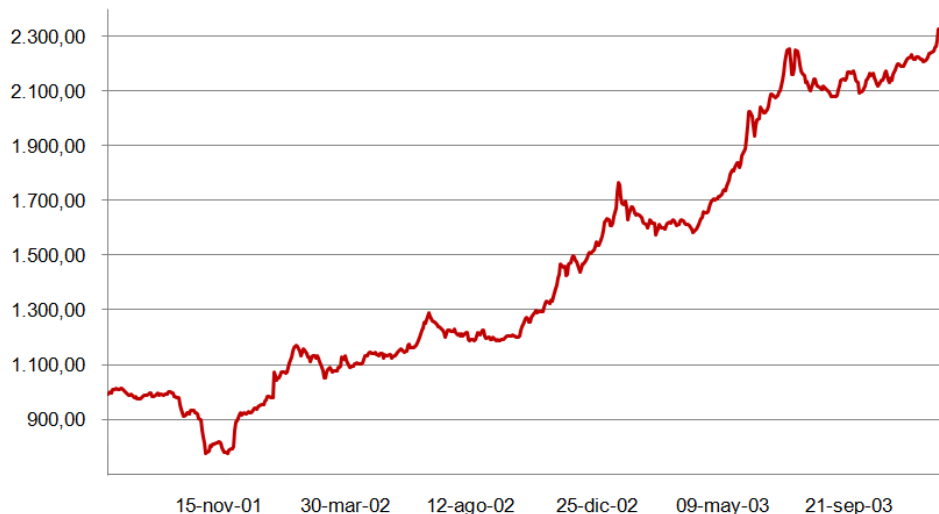
Energy, las dos primeras extranjeras en llegar a la bolsa local, que junto con Ecopetrol, han sido impulsores principales del auge de la bolsa en 2010.

En ese sentido, analistas consideran que el repunte accionario que se vive el país no corresponde a un fenómeno de especulación, sino al optimismo que ronda las expectativas del mercado, basadas en la rápida recuperación de la mayoría de los sectores económicos después de la crisis.

3.1 DESEMPEÑO DE LA BVC 2001-2005

El IGBC, que se mantenía por debajo del nivel base (1.000 puntos) desde su constitución en julio de 2001, comienza a presentar un comportamiento positivo a partir de 2002, alcanzando los 1.600 en el primer trimestre de 2003. Luego se mantiene estable en los 2.200 puntos hasta finales del año cuando termina en 2.333 unidades.

Gráfico 26. Variación del IGBC 2001 - 2003

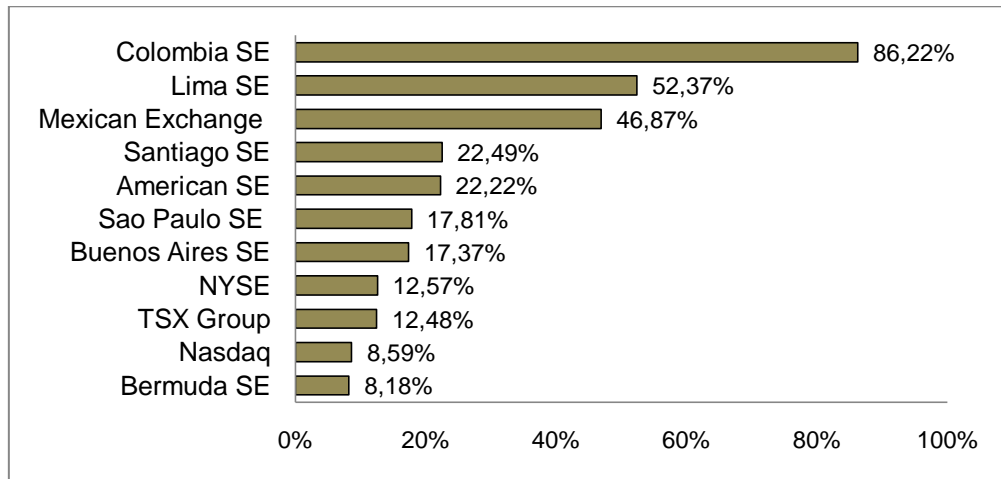


Fuente: elaboración del autor con base en cifras de la BVC

En 2004, el buen comportamiento de la economía y de las empresas incentivaron la demanda accionaria, tanto de inversionistas nacionales como extranjeros; siendo el cementero y financiero los sectores más demandados debido a que fueron las ramas de actividad con mayor crecimiento.

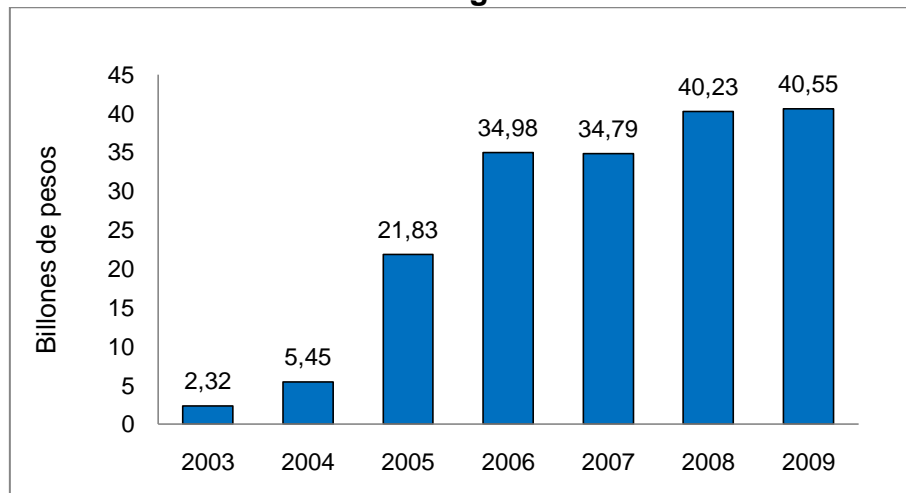
Entre tanto, el IGBC aumentó en 86.22%, finalizando el año con 4.346 unidades, ubicándose como la variación más alta entre las plazas de América. El monto negociado en la BVC también presentó un notorio crecimiento de 135,15% en el 2004, en comparación con el año 2003, totalizando 5,45 billones de pesos.

Gráfico 27. Variación Indicadores bolsas de América 2004



Fuente: World Federation of Exchanges

Gráfico 28. Volumen de negociación BVC 2003-2009



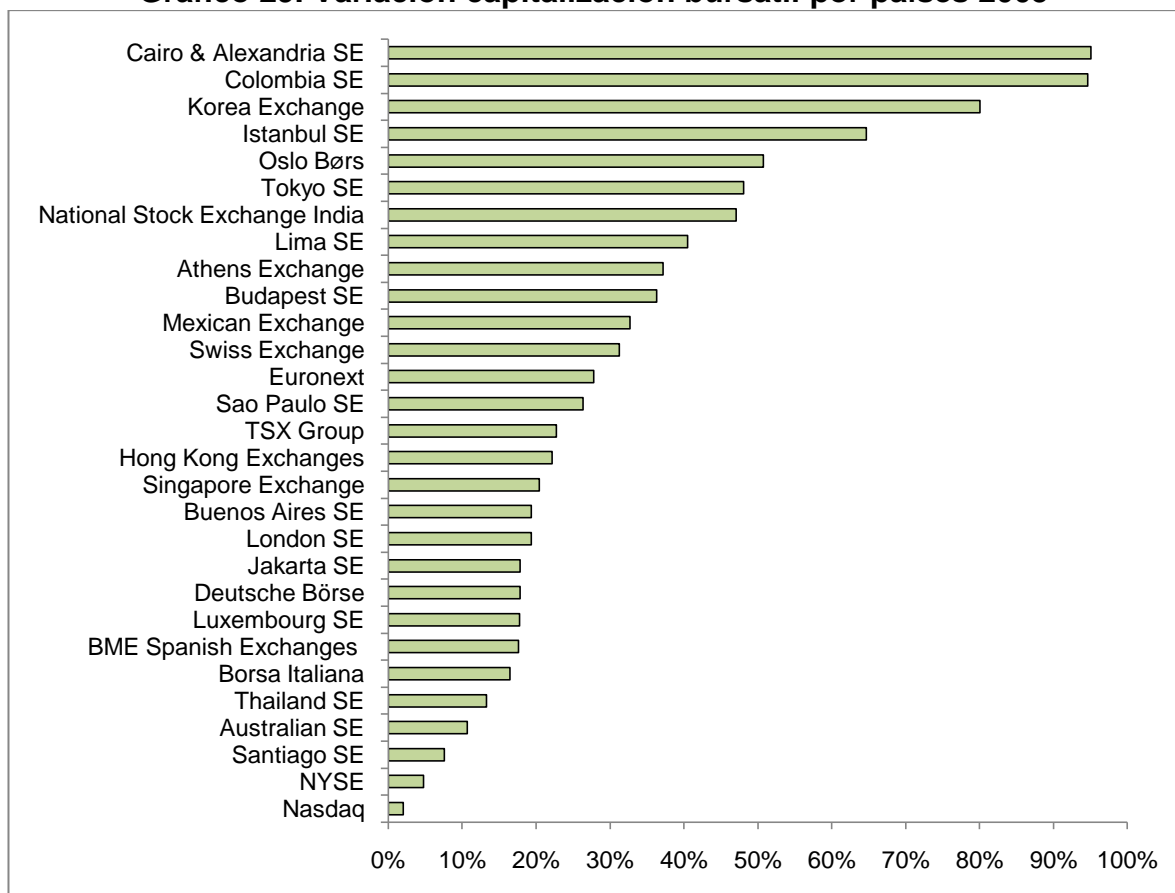
Fuente: FIAB y WFE

El entorno económico 2005 se caracterizó por indicadores de inflación controlada, disminución de la DTF y políticas monetarias adecuadas que contribuyeron al

crecimiento de la economía y la consecución de importantes negocios en el sector empresarial como la compra de Bavaria por SAB Miller, de Coltabaco por Phillip Morris o la fusión de Bancolombia, Conavi y Corfinsura. Este buen escenario también permitió el crecimiento del mercado de renta variable, llevando al IGBC a un máximo histórico de 9.513 puntos, cerrando el año con una variación de 118,9% con respecto al año anterior. Hay que resaltar que el volumen transado fue determinante en este crecimiento, ya que inició en enero con un promedio diario de 22.145 millones de pesos y al finalizar el año alcanzó 88.000 millones. Entre tanto, el valor de las empresas inscritas en la BVC ascendió a 115,5 billones de pesos. En este año el valor de mercado de la mayoría de los emisores superó dos veces el valor registrado en libros.

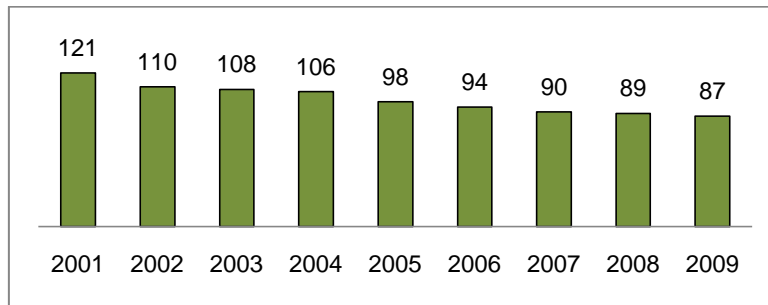
De esta forma, el colombiano fue el segundo mercado con mayor crecimiento en el mundo después de Egipto, con un 94,6% de variación en la capitalización bursátil y un 76,12% en la capitalización relativa. Todo esto a pesar de la gran disminución de empresas inscritas en BVC, que pasaron de 196 en 2000 a 98 en 2005.

Grafico 29. Variación capitalización bursátil por países 2005



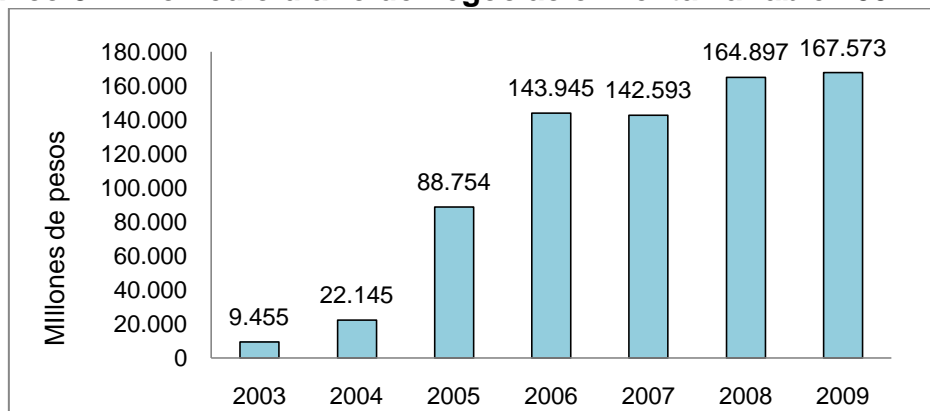
Fuente: WFE

Grafico 30. Número de emisores de acciones en la BVC 2001 - 2009



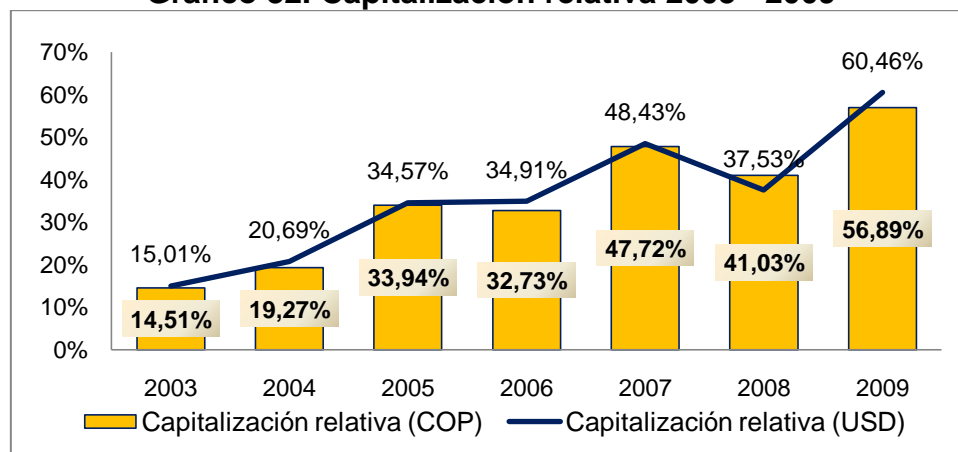
Fuente: FIAB y BVC

Grafico 31. Promedio diario de negociación renta variable 2001 -2009



Fuente: Cálculos del autor con base en cifras de WFE y FIAB

Grafico 32. Capitalización relativa 2003 - 2009



Fuente: WFE y FIAB

3.2 CAÍDA EN 2006

Durante el año 2006 el escenario internacional se caracterizó por aumentos inflacionarios en las grandes economías, provocando aumentos en las tasas de interés y cambiando las expectativas de los inversionistas, lo que influyó en las caídas de los índices accionarios a nivel mundial. A pesar de ello, los países latinoamericanos se destacaron por sus buenos resultados económicos, con tasas de crecimiento de las economías del 5% en promedio, por encima del 3,9% a nivel global. No obstante, el comportamiento del mercado local, en particular el índice general de la bolsa, no fue ajeno a la coyuntura internacional, presentando caídas en los principales activos transados.

Grafico 33. Variación IGBC 2001 - 2010



Fuente: elaboración del autor con base en cifras de la BVC

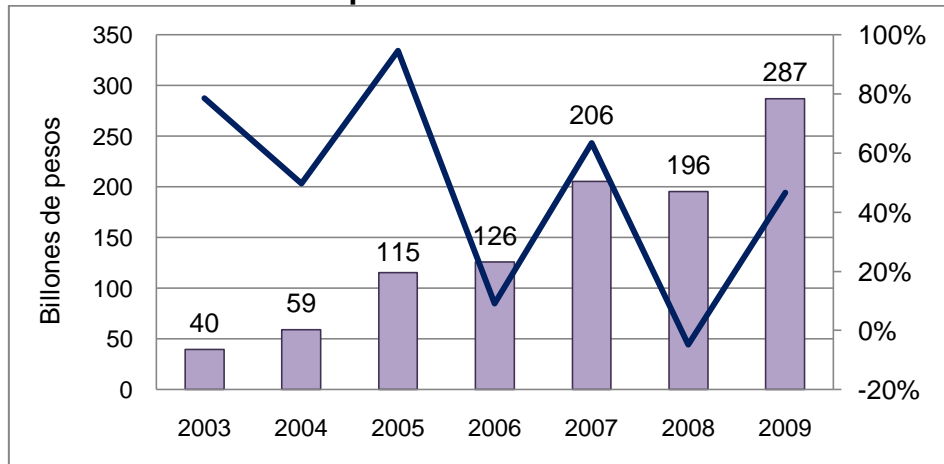
El IGBC, que en 2005 había cerrado en 9.513 puntos, a junio de 2006 rondaba los 7.400, lo que implica una desvalorización del orden de 21,84%. De hecho, el 8 de junio el retroceso del índice fue de 9,48%, con suspensiones a la baja de las acciones de Cementos Argos, Suramericana de Inversiones, Inversiones Argos (inverargos), Acerías paz del río y Colombiana de Inversiones (colinvers). Entre tanto, el 12 de junio se cerró el mercado por la caída del 10% en una sola jornada de negociación.¹²

¹² ¿IGBC 2006? Fernando Franco Cuartas. Gaceta Financiera 13 de Junio de 2008.

3.3 HISTÓRICO RECORD DE EMISIONES EN 2007

El año 2007 fue un año de grandes cambios en el mercado de renta variable colombiano, con una destacada participación de nuevos emisores, importantes emisiones secundarias y un considerable aumento de la capitalización bursátil, entre otros factores. En este período las emisiones marcaron un verdadero hito, que dividió la historia del mercado de valores en un antes y un después, superando todas las expectativas. Las ofertas públicas de Isagén, Ecopetrol, ETB, el Banco de Crédito (hoy Helm Bank), ISA y el Grupo Aval sumaron un total de 8 billones de pesos, elevando la capitalización bursátil de 125,88 billones de pesos a 205,67; y la capitalización relativa de 32,73% al 47,72% del PIB. Además, el número de inversionistas naturales pasó de 80.000 en 2006 a cerca de 600.000 al finalizar el año. (ver grafico 23)

Gráfico 34. Capitalización bursátil 2003 - 2009



Fuente: WFE, FIAB

Ahora, hay que anotar que de ese nivel de emisiones récord, el 71% corresponde a la petrolera estatal con una capitalización cercana a los 5,72 billones de pesos. Y si bien las emisiones alcanzaron cerca del 2% del PIB, en 2008 fueron prácticamente nulas.

3.4 DESEMPEÑO EN 2009

Las medidas anunciadas por las diferentes entidades gubernamentales alrededor del mundo con el fin de inyectar liquidez a las economías, junto con los recortes en las tasas de interés de los bancos centrales, llevaron que las acciones listadas en las principales plazas bursátiles del planeta registraran repuntes.

En Colombia los precios de las acciones subieron rápidamente, anticipándose a la recuperación económica. Igualmente, el volumen de negociación en la BVC fue aumentando de manera progresiva durante todo el año. Así, mientras que en el transcurso del primer trimestre el promedio diario de negociación se situó en 60.000 mil millones de pesos, para noviembre había aumentado a 100 mil millones. En diciembre se habían realizado operaciones por valor de 40,5 billones de pesos.

Por otra parte, al cierre del año, la capitalización bursátil de las empresas llegó a los 287,08 billones de pesos, cifra nada despreciable teniendo en cuenta que en 2008 fue de 195,70 billones. Este repunte, cercano al 47%, no solo se debe al impulso que tuvieron las acciones a lo largo del año, sino también a un evento sin precedentes: la llegada de Pacific Rubiales Energy Corp. (PREC), el primer emisor extranjero en la BVC. La firma dedicada a la exploración, desarrollo y producción de hidrocarburos, petróleo y gas Colombia y Perú, cerró el año con un valor de mercado de 6,5 billones de pesos.

Ecopetrol, la compañía más grande del mercado, tuvo un aumento de 19,36 billones es su capitalización bursátil, registrando una cifra superior a los 100,5 billones de pesos, en contraste con los 81,14 billones de pesos que alcanzó en diciembre de 2008.

Por otra parte, se reactivó el mercado de acciones como movilizador de grandes volúmenes de recursos. Almacenes Éxito e ISA emitieron de acciones por un monto cercano a los 880 mil millones de pesos. Inverargos adquirió un 15% adicional de Colinversiones por 270.000 millones y a su vez Colinversiones concretó la compra del 47,3% de EPSA (Empresa de Energía del Pacífico) por 1,5 billones. Además, se vendieron tres grandes paquetes de acciones: EEB por 494 mil millones, Cementos Argos por 860 mil millones y Grupo Suramericana por 1,02 billones.

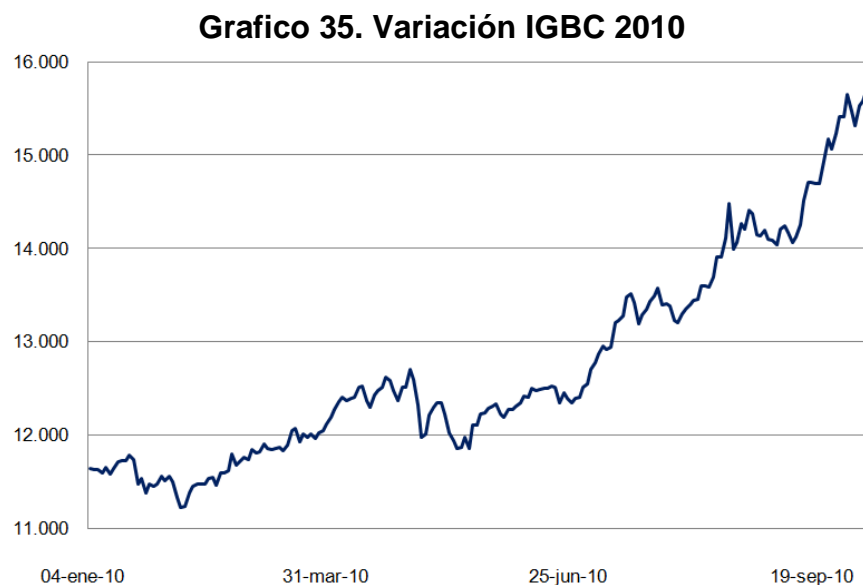
Hay que resaltar que en este período el protagonismo que se veía antes de una sola acción se ha repartido a más activos, sobre todo en papeles de firmas del sector energético como ISA, Isagán, Colinvers y Pacific Rubiales. De esta forma, han quedado atrás los días en los que el volumen de negociación de Ecopetrol era casi la totalidad del volumen diario. Ahora otras acciones la han desplazado, sobre todo la petrolera canadiense, en la medida en que los agentes ven más oportunidades para diversificar en sus inversiones.

3.5 DESEMPEÑO EN 2010

Este año el mercado de valores colombiano ha visto una gran demanda por sus títulos gracias al buen escenario económico que vive el país: una baja inflación y un buen ritmo de crecimiento, en comparación con la complicada situación financiera en países desarrollados, lo que se convierte en un gran atractivo de

inversión. Además, la próxima puesta en marcha de los Multifondos y la integración bursátil con Chile y Perú ha aumentado las expectativas, haciendo que muchos inversionistas prefieran mantener sus posiciones a pesar de la caída de los mercados internacionales.

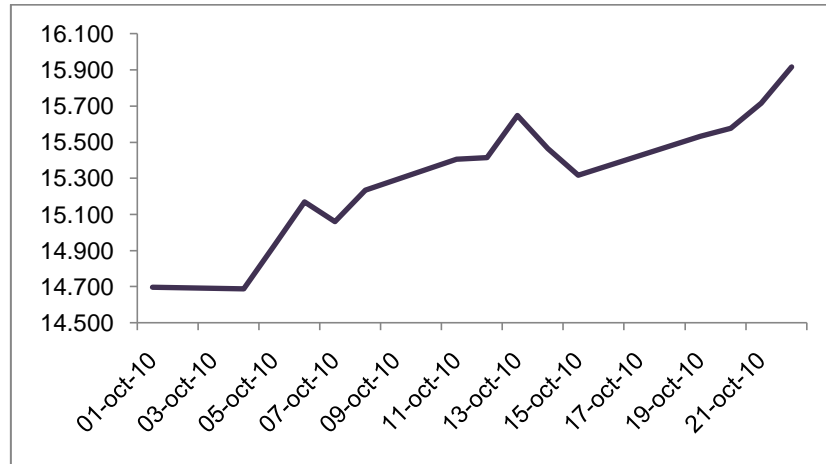
La plaza ha presentado un buen comportamiento, a excepción del mes de mayo debido a los temores sobre la economía europea. Cabe resaltar que desde el pasado 17 de marzo, cuando el IGBC alcanzó los 12.000 puntos, el rally de máximos históricos no se ha detenido.



Fuente: BVC

Sin duda, el título protagonista ha sido Ecopetrol, que además de registrar un repunte de 5,15% en la primera semana de octubre y superar la barrera de los 4.000 pesos, alcanzó su cotización más alta desde que ingresó al mercado de renta variable local, 4.800 pesos. El alza se reflejó inmediatamente en el IGBC, que impulsado por el buen comportamiento del título de la petrolera, se valorizó 1,61%, cerrando la sesión en 15.169 unidades, cifra record en la historia de la BVC. De esta forma, el incremento en el índice asciende a 30,74% en lo corrido del año.

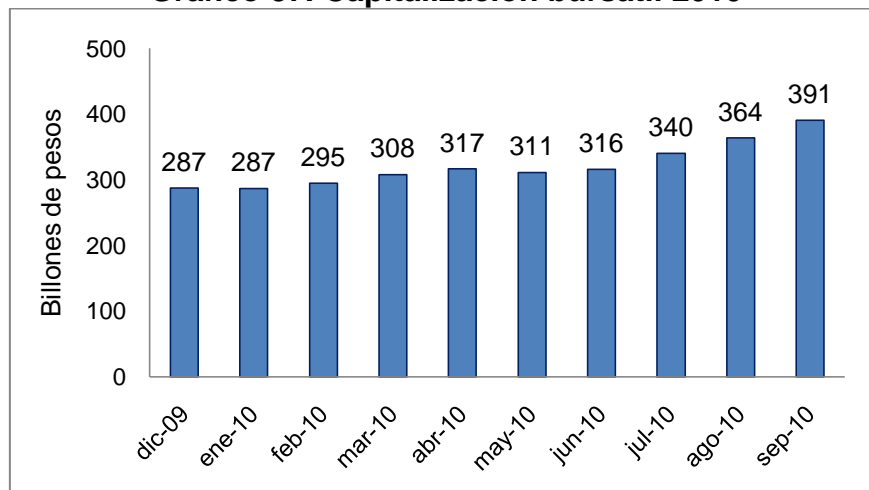
Grafico 36. Variación IGBC Octubre 2010



Fuente: BVC

Cabe resaltar también que al cierre de septiembre el valor de las firmas listada en la BVC registró un incremento de 36,2% con respecto a 2009, pasando de 287 billones de pesos a 390,9 billones.

Grafico 37. Capitalización bursátil 2010

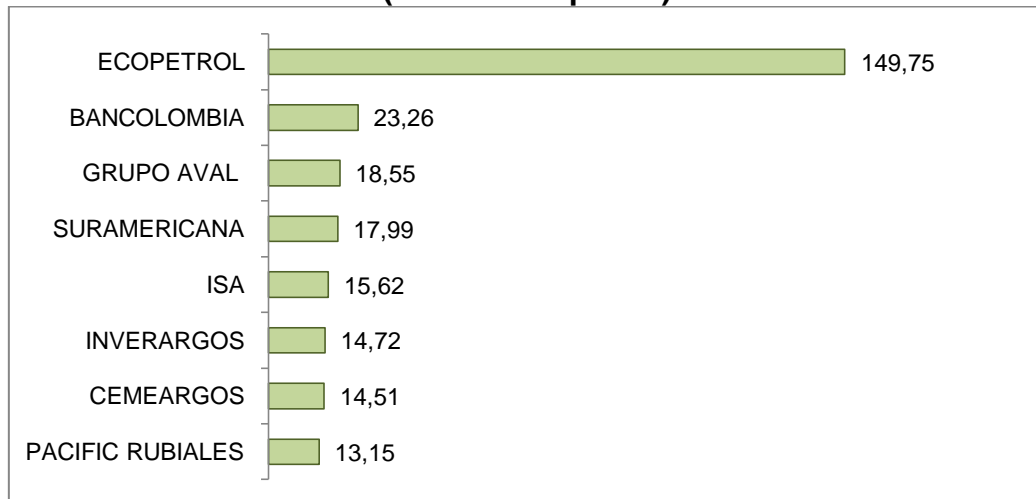


Fuente: BVC

La cifra, récord en la historia de la BVC, se hace más relevante teniendo en cuenta la última parte del primer semestre, cuando los mercados del mundo vivieron jornadas oscuras que hicieron recordar los peores días de la crisis de finales de

2008. Y como se esperaba, el ranking sigue liderado por Ecopetrol, con un valor de 149,75 billones de pesos, cerca del 40% de la capitalización del mercado.

**Grafico 38. Emisores con mayor capitalización bursátil Septiembre 2010
(billones de pesos)**



Fuente: BVC

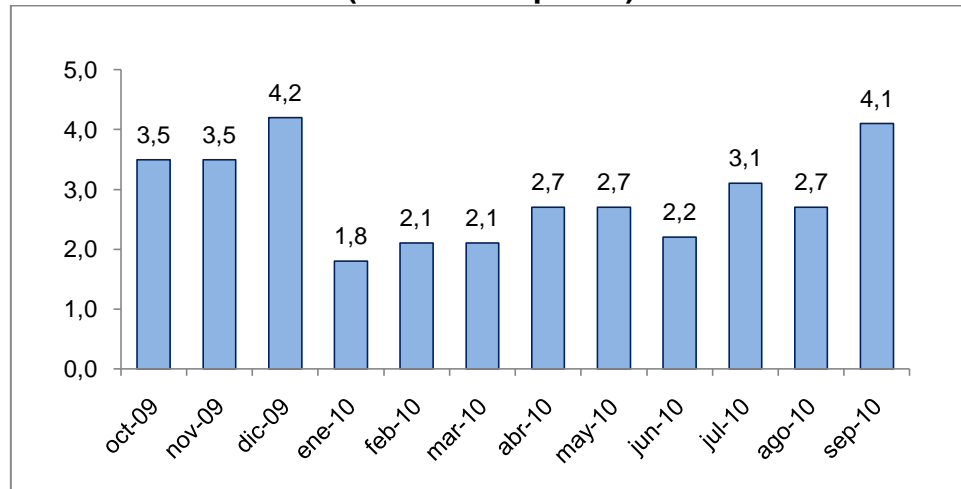
También se destacan firmas como Bancolombia, con una capitalización de 23,26 billones de pesos, ISA con 15,62 billones de pesos y el Grupo de Inversiones Suramericana con unos 18 billones de pesos.

Por su parte, Pacific Rubiales sigue en camino a convertirse en una de las acciones con mayor valor. Al cierre de septiembre el valor en bolsa de la petrolera canadiense ascendió a 13,15 billones de pesos, mientras que en diciembre de 2009 la cifra fue de 6,5 billones. Al respecto los analistas no descartan que termine 2010 como la segunda de mayor capitalización bursátil después de Ecopetrol.

Sin embargo, llaman la atención sobre la continuación de este impresionante rally, que comienzan a ver como sobrevaloración en los precios de las acciones, y sobre noticias de posibles transacciones de empresas en el país, que han incrementado la especulación en los títulos de renta variable sin tener en cuenta los análisis fundamentales de las compañías.

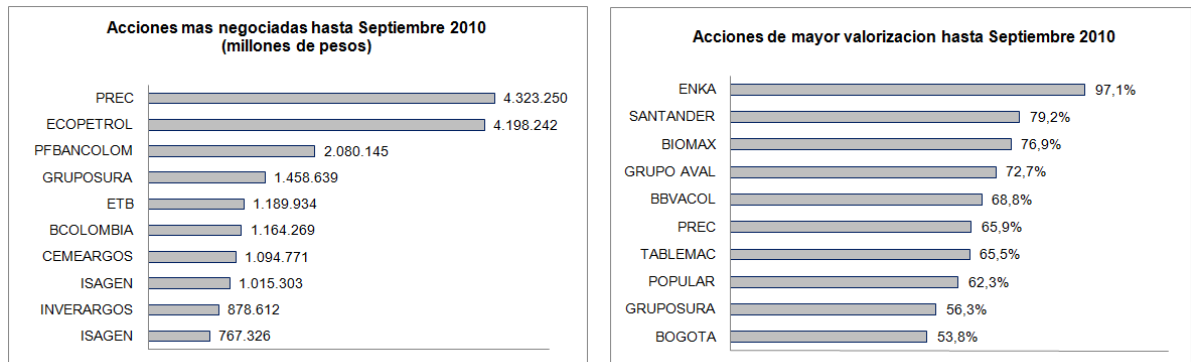
Consideran que, si bien el movimiento alcista del mercado accionario parece ser una tendencia que no cambiará en el corto plazo, dada la confianza que han generado los resultados corporativos de las empresas locales, son sanas las pequeñas correcciones a la baja en los próximos meses.

**Gráfico 39. Volumen mensual negociado en renta variable 2010
(billones de pesos)**



Fuente: BVC

Gráfico 40



Fuente: BVC

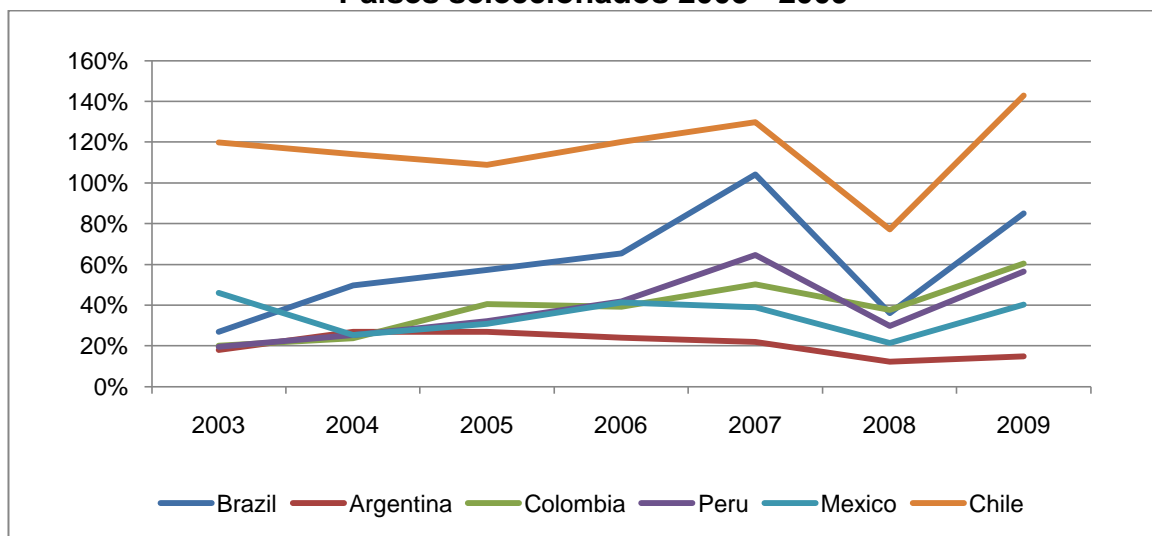
4. DESEMPEÑO BVC. VS DESEMPEÑO MERCADOS EXTRANJEROS

En su estudio, Demirgüç-Kunt y Levine (1995) consideran que un mercado de mayor tamaño esta correlacionado de forma positiva con la habilidad de movilizar y diversificar el riesgo, y si es mas liquido, permite a los agentes que en él participan operar a costos más bajos. También consideran que es mejor si es menos concentrado, por cuanto disminuyen los posibles conflictos de interés entre los pequeños y grandes accionistas de las firmas.

Arbeláez et al (2002) resaltan algunos aspectos en los que el mercado local coincide con las tendencias de los mercados emergentes, en especial de los latinoamericanos. Su estudio concluyó que el mercado de valores colombiano aun es pequeño en comparación con sus vecinos. Además, exhibe poca diversificación sectorial y es poco líquido.

Y si bien ha avanzado en los últimos años, los demás países de la región han avanzado más rápido. Brasil, por ejemplo, decidió desde hace más de seis años ser el más grande y atractivo mercado emergente del mundo, flexibilizando su normatividad en materia de inversión extranjera y dando incentivos tributarios. Además, creó Best Brazil, una entidad encargada de promover el mercado de valores brasileño a nivel internacional, organizando road shows en importantes centros financieros como Londres, Ginebra, Luxemburgo o Dubai. Otros países, como Chile, están siguiendo esta idea

**Grafico 41. Capitalización relativa
Países seleccionados 2003 - 2009**



Fuente: elaboración del autor con base en datos de WFE

Tabla 7. Indicadores de tamaño, liquidez y concentración en 2009

País	Tamaño		Liquidez		Concentración
	Capitalización Relativa	Número de empresas inscritas	Razón de Volumen ¹³	Tasa de Rotación ¹⁴	Capitalización bursátil del 5% de empresas más grandes
Mercado Regionales					
ARGENTINA	14,75%	106	0,97%	6,54%	56,80%
BRASIL	84,96%	386	39,78%	46,83%	64,81%
CHILE	142,76%	236	23,58%	16,51%	52,60%
COLOMBIA	60,46%	87	8,02%	13,26%	50,57%
MÉXICO	40,24%	406	9,63%	23,93%	50,13%
PERÚ	56,53%	241	3,58%	6,32%	65,79%
Mercados Internacionales					
ALEMANIA	38,71%	783	65,49%	169,18%	79,56%
CANADÁ	125,50%	3700	92,81%	73,95%	81,94%
CHINA (Shanghai)	54,26%	870	101,54%	187,14%	62,85%
EEUU (NYSE)	83,84%	2327	125,96%	150,24%	48,81%
ESPAÑA	97,73%	3472	102,94%	105,33%	n.d.
INDIA (NSE)	99,02%	1453	63,60%	64,23%	71,82%
JAPÓN	65,22%	2335	78,73%	120,71%	60,09%
REINO UNIDO	128,34%	2792	155,64%	121,26%	86,39%

Fuente: cálculos del autor con base en los datos de World Federation of Exchanges (WFE), y del International Monetary Fund (IMF)

Los principales hallazgos del presente estudio se resumen en la Tabla 7, mostrando que a pesar del gran avance, nuestro mercado sigue siendo pequeño a nivel internacional, con una Capitalización Relativa de Mercado del 60,46% en 2009. En materia de liquidez, la situación es similar a la de tamaño, siendo el cuarto país con el mercado más líquido de la región según la Rotación de volumen (8,02%) y la Tasa de rotación (13,26%). En cuando a la concentración, ocupamos el primer lugar según datos de la FIAB, con el 77,55% de la capitalización del mercado en manos de 10 empresas. Tan solo hay que mirar a Ecopetrol para confirmar la cifra; la petrolera estatal abarca cerca del 40% de la capitalización

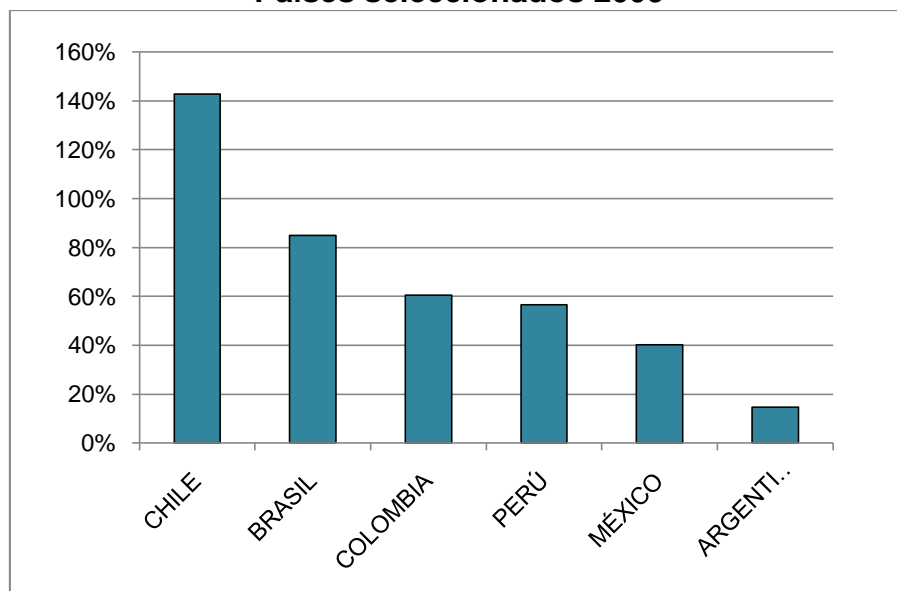
¹³ volumen transado/PIB nominal

¹⁴ Volumen transado/Capitalización bursátil del mercado

total y un gran porcentaje del monto transado a diario en la BVC. Ni que hablar de comparaciones con mercados desarrollados como Reino Unido (128,34%), Canadá (125,5%) o España (97,73%).

Sin embargo, gracias al buen comportamiento del mercado accionario colombiano en el último quinquenio, el panorama regional luce un poco mejor: el mercado se encuentra rezagado con respecto a Chile (142,76%) y Brasil (84,96%), pero en condiciones muy similares a las de Perú (56,53%) y México (40,24%), y mejor que Argentina, el mercado más pequeño de la muestra en este estudio. (ver grafico 32)

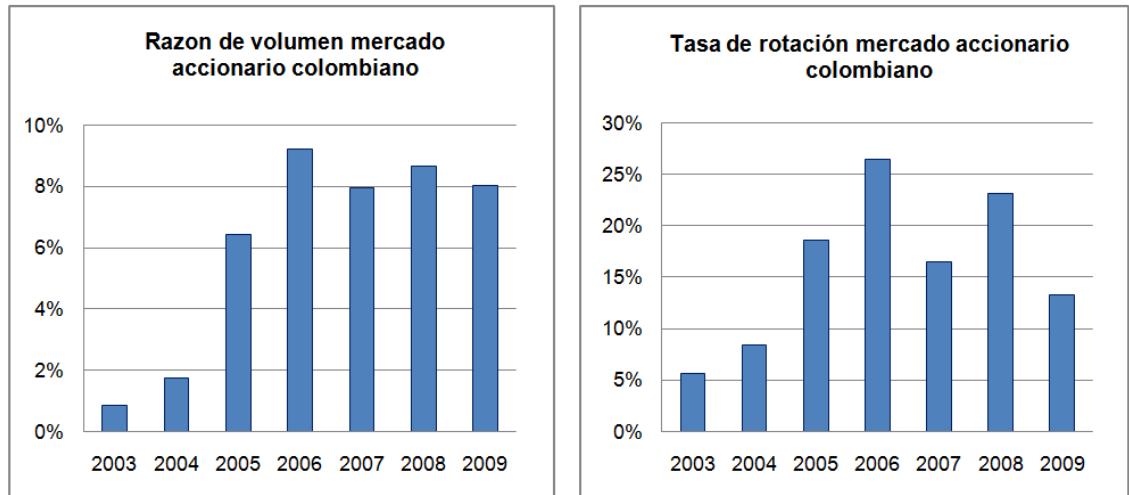
**Grafico 42. Capitalización relativa
Países seleccionados 2009**



Fuente: FIAB y WFE

En términos de liquidez, la evolución también ha sido positiva, pasando de ser un país con uno de los mercados menos líquidos para 2004 con una Razón de volumen del 1,75% y una Tasa de rotación de 8,46%, en peores condiciones que Perú, a tener el cuarto más líquido de la región para. Este comportamiento parece estar relacionado con la reducción de los costos de transacción asociada a la implementación de nuevas plataformas electrónicas de negociación en estos últimos años (SETI en 2001, MEC-PLUS en 2006, SET-FX para divisas, SIAM para actores de mercados, entre otros). (Uribe, 2007)

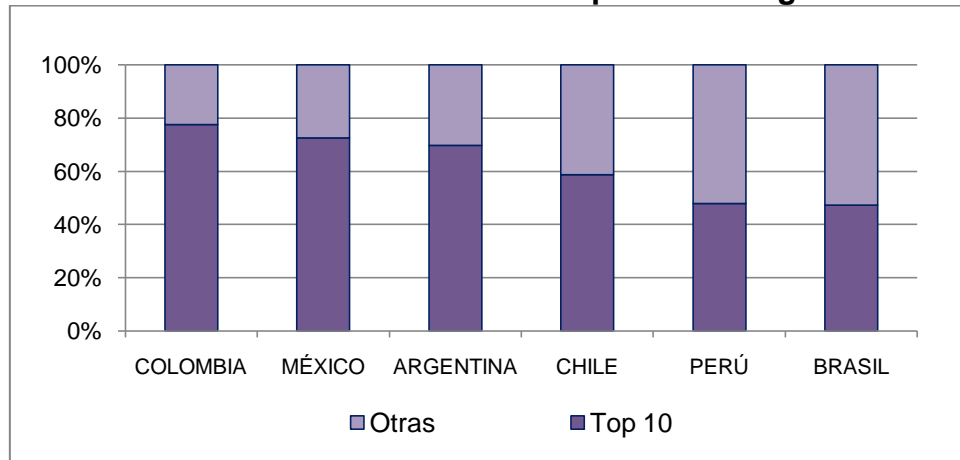
Grafico. 43



Fuente: Elaboración del autor con base en datos de WFE y FIAB

En cuanto a la concentración de la propiedad accionaria, la situación no es tan positiva. La capitalización bursátil de las diez empresas más grandes en Colombia en términos del total, asciende al 77,55%, ubicándonos como el mercado más concentrado de la muestra. Sin embargo, el problema parece no ser exclusivo de la BVC, sino de las bolsas latinoamericanas en general.

Grafico 44. Concentración de las 10 empresas más grandes 2009



Fuente: FIAB, anuario 2010

Se puede afirmar entonces que el mercado accionario colombiano se ha desarrollado en términos de tamaño y liquidez, tal como explican Arbeláez, et al. (2002) y Bernal y Ortega (2004), siendo uno de los desempeños más dinámicos de la región, sobretodo en el quinquenio 2000- 2005, donde ha casi triplicado su tamaño.

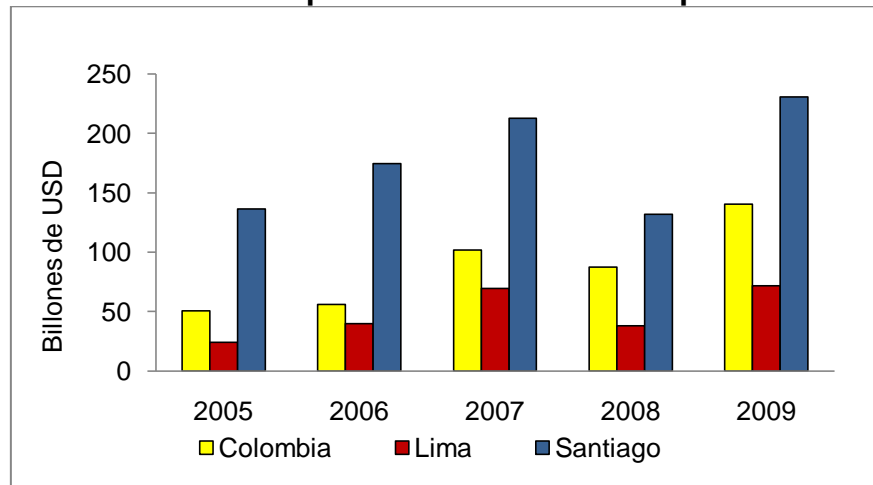
5. ESTRATEGIAS A MEDIANO PLAZO

5.1 INTEGRACIÓN REGIONAL

En septiembre de 2009 la Bolsa de Valores de Lima, la Bolsa de Valores de Colombia y la Bolsa de Comercio de Santiago suscribieron un acuerdo para la integración de sus respectivos mercados bursátiles. Se trata de un proceso a través del cual se realizan alianzas que permiten unir plataformas (sistemas) de negociación de valores para generar economías de escala, optimizando la infraestructura tecnológica de los mercados y así concentrar un mayor número de emisores, inversionistas e intermediarios. En últimas, lo que busca el acuerdo es la transformación de las tres plazas en un importante actor regional.

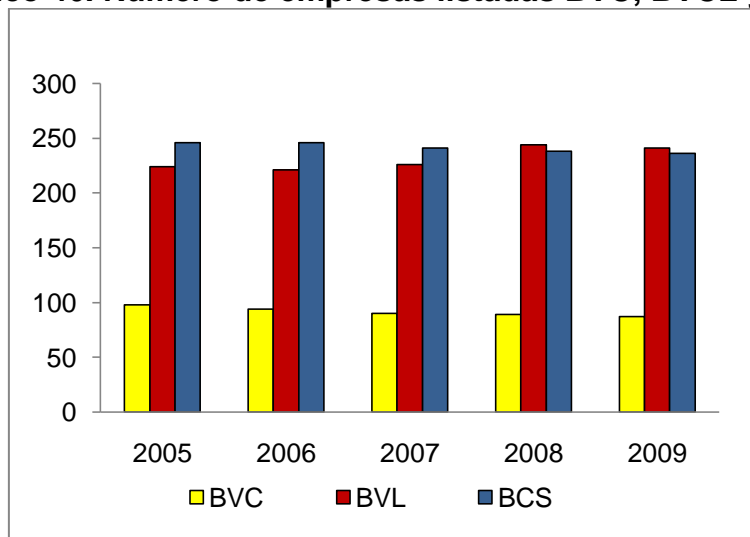
“Lo que nos lleva a esta integración son las economías de escala, porque si nos fijamos en la Bolsa de Valores de Colombia vemos que todavía es relativamente pequeña, y para llevarla más allá había que unirnos a otros países”, explicó el presidente de la BVC, Juan Pablo Córdoba.

Grafico 45. Capitalización bursátil comparativa



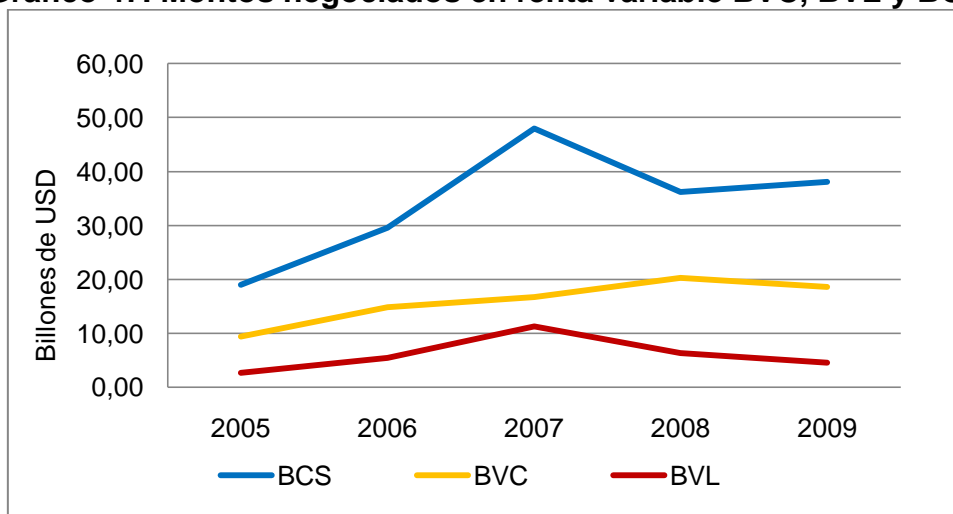
Fuente: FIAB y BVC

Grafico 46. Número de empresas listadas BVC, BVCL y BCS



Fuente: FIAB

Grafico 47. Montos negociados en renta variable BVC, BVL y BCS

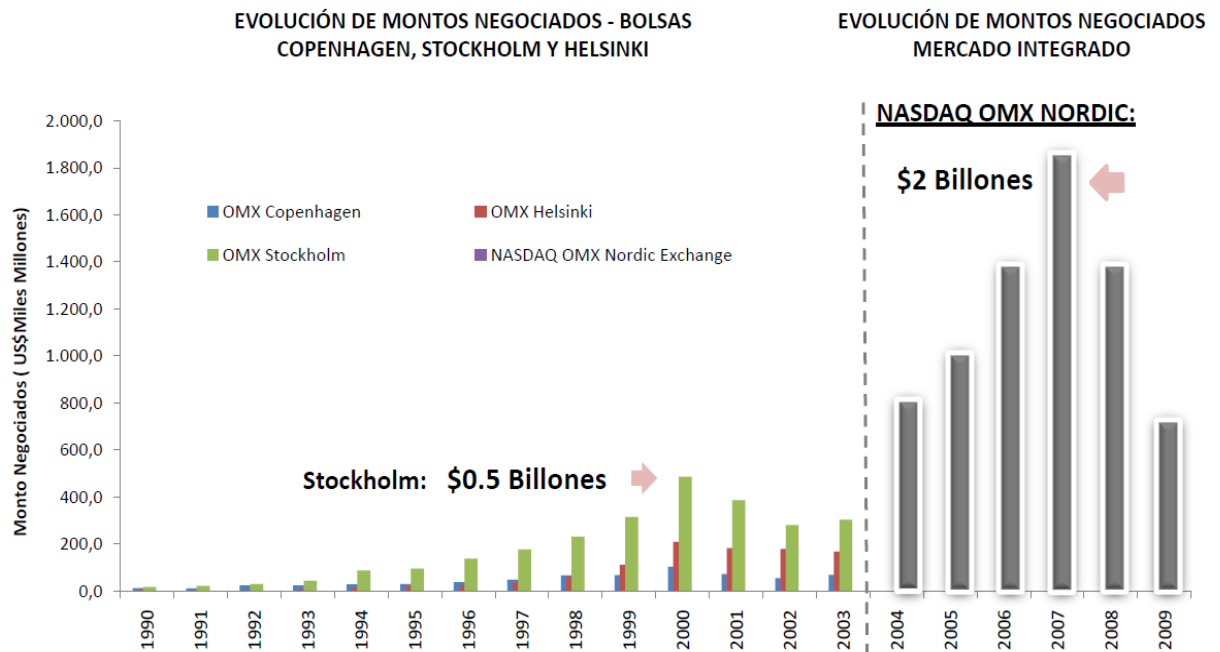


Fuente: FIAB

La iniciativa conjunta obedece a una tendencia observada en los mercados de valores más desarrollados, donde se han dado alianzas de cooperación mutua y/o fusión de sus operaciones con el objetivo de potenciar las capacidades de crecimiento de cada mercado. Algunos ejemplos de éxito en Europa son Norex Alliance, conformado por OMX Nordic Exchanges y la bolsa de Oslo. Otro es el de NYSE Euronext, que integra las bolsas de Ámsterdam, Bruselas y París.

En el caso de OMX Nordic Exchanges, que agrupa las bolsas de seis países nórdicos desde 2004 (Copenhague, Helsinki, Estocolmo, Islandia, Noruega, Tallin, Riga y Vilna), los volúmenes del mercado se cuadruplicaron en cuatro años, lo que incrementó la visibilidad y el atractivo de las empresas de esos países ante los ojos de los inversionistas globales.

Gráfico 48. Desempeño de OMX Nordic Exchanges



Fuente: BVC, presentación “Integración del Mercado de Renta Variable” Junio 2010.

Hoy, cuando se habla de la consolidación de un gran eje económico en América Latina entre Colombia, Perú y Chile, capaz de hacer contrapeso a la influencia de Brasil en la región, se piensa en que podría pasar algo similar.

Al respecto, Roberto Hoyle, Presidente de la Bolsa de Valores de Lima, señala que “la Integración de las bolsas a nivel Latinoamericano es un paso importante para incrementar tanto el atractivo de las inversiones en la región como también la competitividad de las empresas, dado que se esperaría que el mayor flujo de capitales conlleve a una mayor competitividad”.¹⁵

¹⁵ Comunicado de Prensa BVC. 8 de Septiembre de 2010.

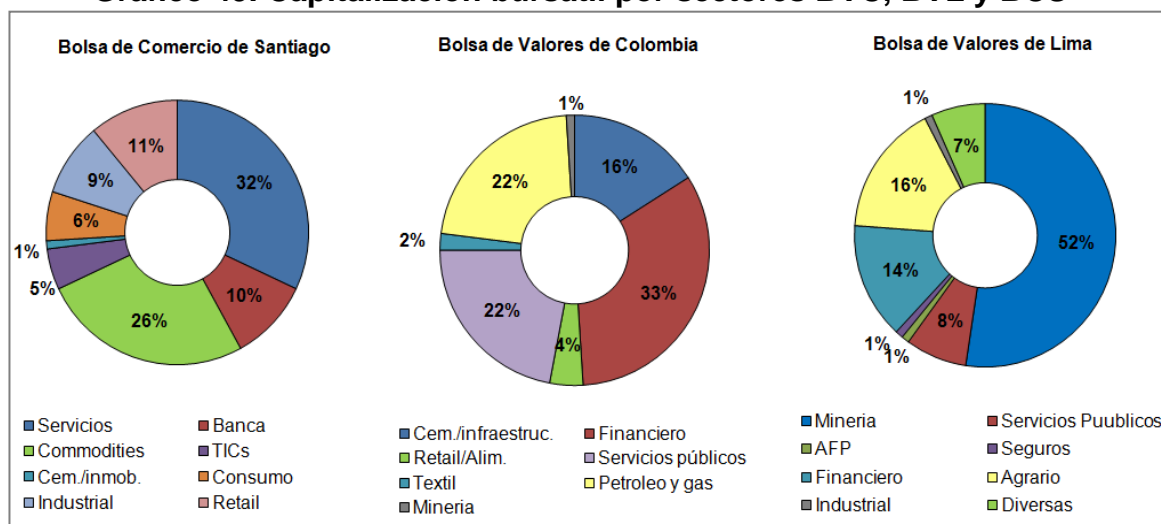
Se trata entonces de un proceso que posibilitará una mayor dinámica en la transferencia y movimiento de capitales en los tres mercados bursátiles, aprovechando las ventajas de la sinergia con una distribución creciente y una rentabilidad mejorada de economías a escala, además de la cooperación activa para atraer y conservar a inversionistas y emisores, favoreciendo así el desarrollo económico de Perú, Colombia y Chile.

Así, se hará posible la compra de acciones entre Chile, Colombia y Perú sin necesidad de actuar a través de un intermediario internacional, como sucede actualmente; el modelo de mercado permitirá a los corredores chilenos ofrecer a sus clientes mayor facilidad de acceso a las acciones colombianas y peruanas además de los títulos locales. De forma similar los intermediarios de Colombia y Perú bajo el mismo mecanismo podrán ofrecer a sus clientes acciones de los otros países”.

El objetivo es aumentar la liquidez en los tres mercados y la oferta de alternativas de inversión a los participantes. De esta forma los inversionistas podrán constituir portafolios con mayor diversificación geográfica y sectorial, al ser los mercados complementarios, así como también tendrán acceso a más información para comparar el desempeño de sus acciones preferidas con otras de los mismos sectores. Entre tanto, los emisores podrán acceder a mayores fuentes de financiación, y los comisionistas e intermediarios podrán generar nuevos productos para ampliar las fronteras de sus negocios.

Ahora, la complementariedad entre las bolsas no sólo se daría por medio de la liquidez y del número de acciones, sino también por el sector que predominan en cada mercado, lo anterior aumentaría el atractivo para los inversionistas internacionales. (Entonces), mientras que en Perú predomina la industria minera, en Colombia predominan el sector financiero e industrial, y en Chile el comercial, energético y de servicios.

Grafico 49. Capitalización bursátil por sectores BVC, BVL y BCS



Fuente: elaboración del autor con base en datos de BVC, BCS, BVL, cifras a Dic. 2008

Adicionalmente, se espera un incremento en el volumen de negocios entre Chile, Colombia y Perú, así como la participación de otros actores clave en el mercado de renta variable, como son los inversionistas extranjeros y los inversionistas institucionales.

Se espera también que el de integración se efectúe en dos fases. La primera se pondrá en marcha en noviembre de este año se aplicara un enrutamiento intermediado. A partir de entonces, todos los operadores tendrán acceso a la información de los tres mercados y hacer operaciones de compra y venta de acciones de los tres países, pero solo de contado (ni repos ni transferencias temporales de valores) y con la condición de que la corredora local respalde las operaciones que hagan las extranjeras.

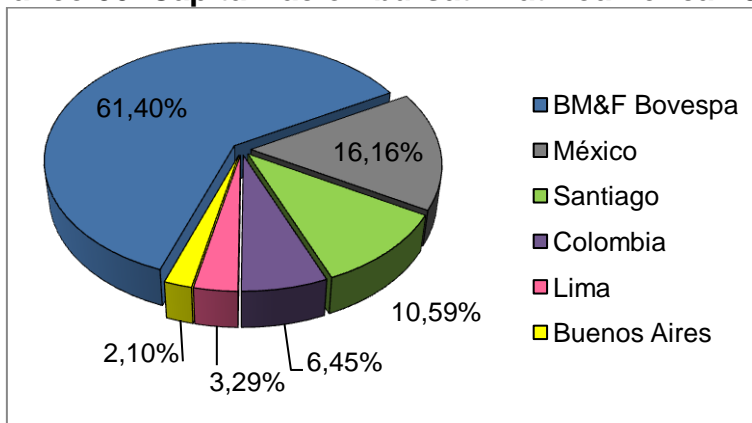
La segunda fase, que se espera implementar a fines del 2011, aborda el acceso directo de los intermediarios y la estandarización de reglas de negociación, así como una armonización regulatoria, normativa y tributaria entre los mercados de valores de los tres países.

Sin embargo, el acuerdo de integración no contempla una fusión total de las tres bolsas en una sola plaza en su primera fase. Cada plataforma bursátil se mantendría independiente y administraría su plataforma tecnológica bajo el seguimiento del ente de control de su país de origen, lo que no generaría ningún tipo de conflicto en el control del mercado accionario de cada país.

En últimas, la primera fase es una especie de “opción de compra” ante un escenario futuro en la segunda fase, que puede ser altamente promisorio, pero que también exigirá un gran esfuerzo por parte de los reguladores y legisladores de los tres países. Esta etapa servirá para probar las aguas y ver si existen suficientes operadores capaces de aprovechar la oportunidad y generar un volumen de transacciones significativo.

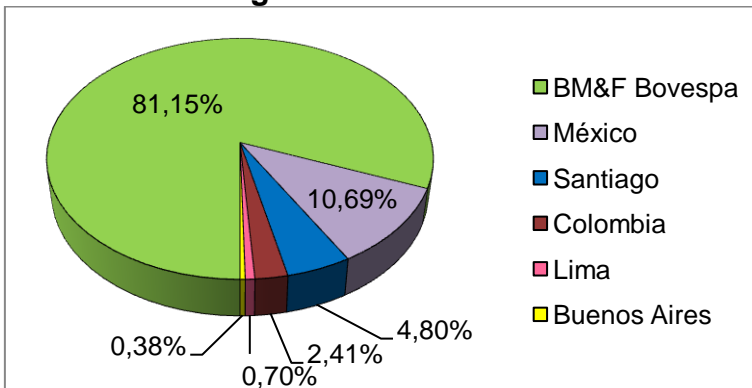
Se espera que una vez finalice el proceso de integración en diciembre de 2011, el mercado unificado de los tres países sume una capitalización bursátil de 470.000 millones de dólares, lo que lo convertiría en la segunda plaza más grande de la región, concentrando poco más del 20% de la capitalización bursátil de las bolsas latinoamericanas. Actualmente el primer lugar lo ocupa Brasil con el 61,4% del valor de las empresas inscritas en la región, que el año pasado sumó 2.178 millones de dólares, seguido de México, con el 16%.

Gráfico 50. Capitalización bursátil Latinoamérica 2009



Fuente: WFE

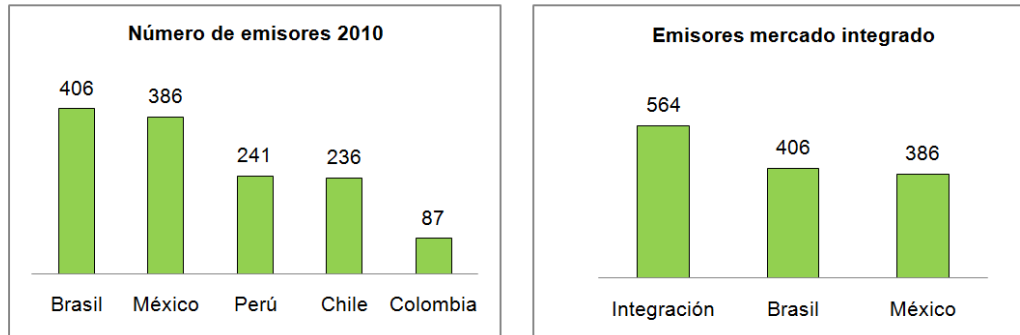
Gráfico 51. Volumen de negociación renta variable Latinoamérica 2009



Fuente: WFE

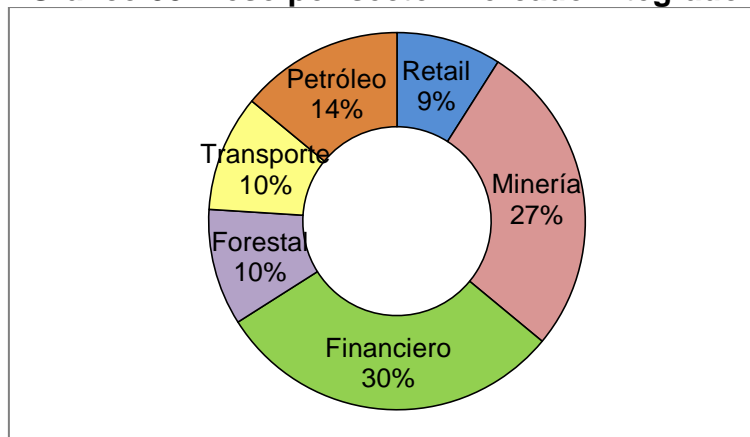
Igualmente, el nuevo mercado unificado contaría con más de 560 emisores pertenecientes a más de una docena de sectores, alrededor de 94 firmas comisionistas, y de acuerdo con el promedio transado de cada bolsa, se podría llegar a registrar un monto diario negociado de 264 millones de dólares.

Grafico 52



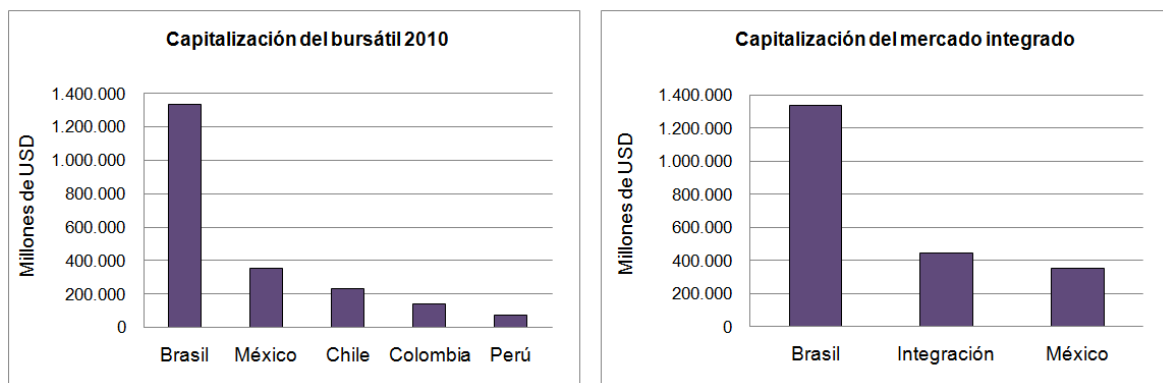
Fuente: WFE

Grafico 53. Peso por sector mercado integrado



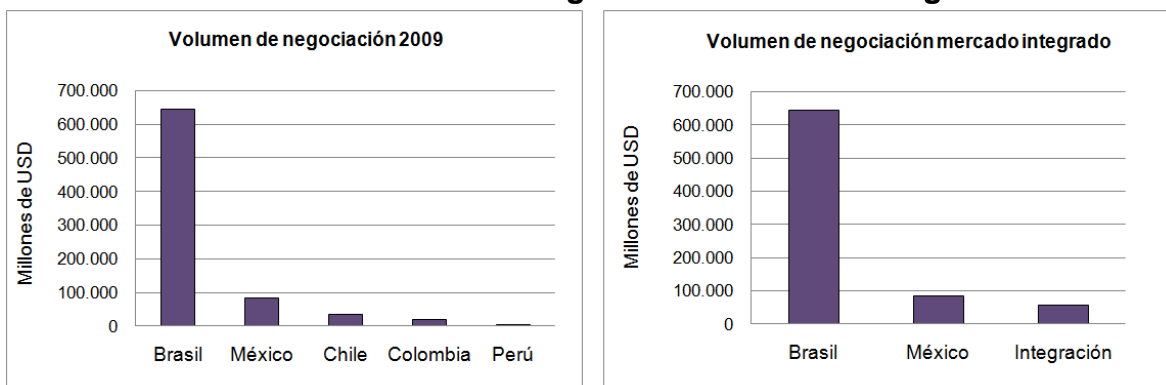
Fuente: Corredores Asociados

Gráfico 54. Capitalización mercado integrado



Fuente: WFE

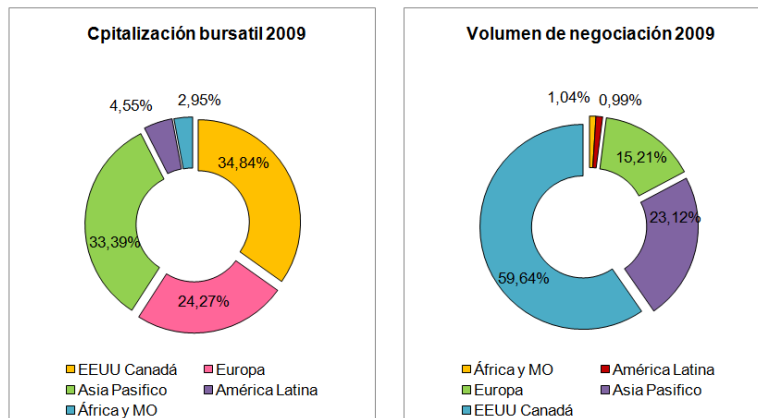
Gráfico 55. Volumen de negociación mercado integrado



Fuente: Corredores Asociados, WFE y BVC

Cabe anotar sin embargo, que la participación de América Latina hoy en el mercado de renta variable mundial sigue siendo poco significativa, a nuestros mercados les falta esa masa crítica para ser una alternativa real en los mercados de capitales internacionales. Según cifras de la World Federation of Exchanges (WFE), la capitalización bursátil de las plazas del mundo sumó 47,88 billones de dólares en 2009, y de dicha cifra, nuestra región solo participa con un 4,55%. La integración podría crear esa masa crítica que tanto necesitamos.

Grafico 56. Indicadores de desempeño de mercados a nivel mundial 2009



Fuente: WFE

Como afirma Jorge Ramos, presidente de ING Colombia y ex presidente de ING Chile, “Los tres mercados son pequeños. Solos son difíciles de vender, pero empaquetados podrían ser muy exitosos, pues se le está vendiendo al inversionista internacional el bloque de mayor desarrollo de América Latina”. Hablamos así de un mercado ampliado, que tiene un potencial extraordinario.

Y es que la coyuntura parece apropiada para poner en marcha este plan, pues la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS), la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y la Bolsa de Valores de Lima (BVL) estuvieron entre las más rentables del mundo el año pasado, y hasta mediados del presente año han presentado valorizaciones de 31,4%, 27,9% y 9,8%, respectivamente.

En el caso de Colombia, la integración acelerará la convergencia del marco normativo y las prácticas del mercado accionario con los estándares internacionales, ampliando fronteras e insertándolo en el escenario global, contribuyendo sustancialmente al desarrollo de nuestro mercado de valores.

Para los intermediarios, un mercado ampliado implica la posibilidad de desarrollar nuevos productos, con mayor variedad, para adaptarse a las preferencias de riesgo de los inversionistas. Además, los obligaría a reforzar su capacidad de análisis y asesoría, pues tendrán que cubrir más mercados y acciones.

En este sentido, la integración aparece como una alternativa competitiva a la bolsa de Brasil y como una oportunidad de única para que Colombia, Chile y Perú avancen en el proceso de consolidación regional, teniendo en cuenta las similitudes de las tres naciones en su orientación económica.

5.2 MULTIFONDOS

Una de las principales restricciones que enfrentan hoy las AFPs proviene del requerimiento de una rentabilidad mínima, que obliga a estas entidades a manejar un único portafolio para todos los afiliados, lo que ha generado comportamientos poco eficientes en el manejo de estos recursos (comportamientos de manada) que no siempre están en línea con los intereses de los afiliados.

De esta forma, el riesgo es asumido en igual proporción por quien inicia su vida laboral y empieza a constituir un ahorro de largo plazo, y por quienes se encuentran próximos a pensionarse o son pensionados, y requieren de un capital que garantice su subsistencia en el corto plazo. (Ortíz y Lopez, 2009)

En años recientes, las caídas de los mercados han generado grandes pérdidas por valoración en los portafolios, disminuyendo el capital de quienes están cerca a pensionarse y las mesadas de los pensionados. Esto ha motivado la búsqueda de soluciones de fondo que permitan una asignación más eficiente de los recursos administrados por las AFPs, en aras de la protección del capital de quien lo requiera o de una mayor rentabilidad para quienes estén dispuestos a administrar y asumir riesgos a largo plazo.

A partir de la Reforma Financiera (Ley 1328 del 15 de julio de 2009) se introduce el esquema de Multifondos, cuyo objetivo es entregar alternativas de inversión que permitan optimizar los ahorros en el sistema pensional, acorde con el perfil y las necesidades personales de cada afiliado.

El modelo propuesto por el Gobierno Nacional busca, por un lado, que los afiliados tengan más libertad de elegir en qué ahorrar, y por otro, que las AFPs ofrezcan el mejor retorno posible al final del período de acumulación de aportes, aumentando la posibilidad de obtención de una pensión digna.

Con su puesta en marcha, Colombia sería el cuarto país latinoamericano en implementar la figura de los Multifondos, después de Chile, Perú y México, donde su aplicación ha sido ha demostrado ser exitosa. En Perú por ejemplo, luego de la adopción del modelo en 2004, el mercado se valorizó 400% en los tres años siguientes.

Los Multifondos son sistemas que permiten a AFP ofrecer más de un portafolio a sus afiliados, dándoles la facultad para seleccionar el portafolio de inversión óptimo, que sea compatible con sus preferencias de riesgo y rentabilidad.

El modelo se sustenta en la teoría de portafolios tradicional, que permite establecer el enlace entre rendimiento y riesgo; y en la teoría de selección de carteras desarrollado por Harry Markowitz, que busca las carteras eficientes, es

decir, aquellas que proporcionan mayor rendimiento para un riesgo dado, al mismo tiempo que soportan el mínimo riesgo para un rendimiento conocido.

La teoría financiera muestra que la cartera óptima depende tanto de las condiciones del mercado como de las características de las personas (grado de aversión al riesgo, la edad, los niveles de riqueza, la volatilidad de los ingresos, el horizonte de las inversiones, entre otros aspectos). El esquema de los Multifondos permite una gestión de cartera más eficiente con respecto a los a los distintos perfiles de riesgo de cada persona y su ciclo de vida; fue diseñado para que el riesgo de la cartera de activos financieros en la que se invierte esté asociado al horizonte de inversión, lo que permite elevar el valor esperado de la pensión.

En Colombia la reforma financiera plantea un esquema similar al de Perú, con tres tipos de fondos: Agresivo, moderado y conservador. Se diferencian por los niveles de riesgo; la norma propone acotar el riesgo asumido por cada fondo a través de límites de inversión máximo para las inversiones en renta variable, moneda extranjera, e inversiones alternativas como los Exchange-Traded Funds (ETF), los

Los límites en función de la participación máxima en la alternativa de inversión que puede tener cada portafolio como porcentaje de su valor total se resumen a continuación.

Tabla 8. Tipos de Fondos

Fondo Conservador	Busca un crecimiento estable con baja volatilidad
Fondo Moderado	Busca un crecimiento moderado con volatilidad media
Fondo Agresivo	Buscan un alto nivel de crecimiento con alta volatilidad

Fuente: Correval S.A

Tabla 9. Límites por alternativa de inversión

Alternativa de inversión	Portafolio		
	Conservador	Moderado	Agresivo
Renta variable	20%	40%	70%
Moneda Extranjera	30%	40%	50%
Inversiones alternativas	5%	40%	15%
Deuda Pública	70%	50%	50%
Activos en el exterior	40%	60%	70%

Fuente: Correval y Valores Bancolombia

Además, los recursos se podrán destinar hasta un máximo de dos fondos, la permanencia mínima en un fondo será de seis meses y el traslado entre fondos se ejecutara dos meses después de dada la orden. Esto con el objetivo de promover una visión de más largo plazo de los afiliados para evitar que se decisiones relacionadas con eventos coyunturales del mercado.

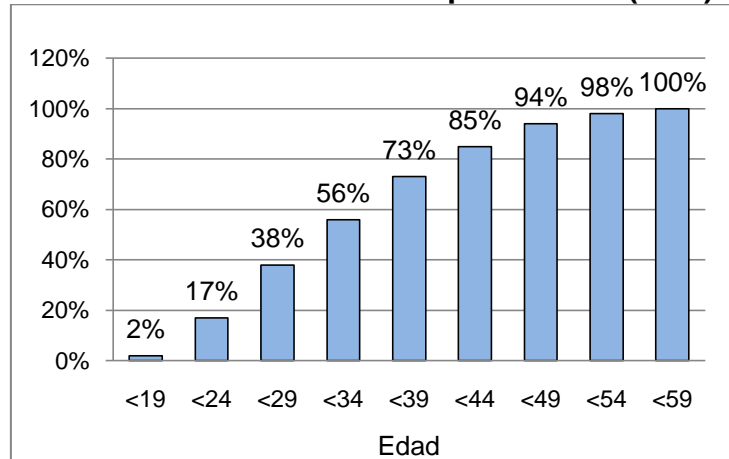
Cabe anotar que la ley contempla también un riesgo diferente de acuerdo a la edad de cada afiliado, asumiendo mayor riesgo para los más jóvenes y menor para los que están cercanos a ser pensionados.

Tabla10. Relación Edad – Tipo de Fondo

	AGRESIVO	MODERADO	CONSERVADOR
Edad	Menor de 35	35 - 54	Mayor de 55
Participación en el total de afiliados	56%	42%	2%

Fuente: Asofondos

Gráfico 57. Concentración por edades (FPO)



Fuente: Asofondos

Así, cuando falten cinco años para la edad mínima requerida para pensionarse, los afiliados deberán empezar a converger hacia el fondo conservador, para disminuir riesgos innecesarios en los años previos al retiro y evitar pérdidas potenciales en el capital acumulado.

Tabla11. Restricciones de Fondo Conservador

Años para cumplir la edad mínima	%Saldo mínimo de la cuenta individual en Fondo Conservador
5	20%
4	40%
3	60%
2	80%
1 ó menos	100%

Fuente: Correval S.A

La adopción del esquema de multifondos es un gran paso para las AFP y para el mercado de capitales colombiano, que podría ser un catalizador para el mercado accionario, tal como sucedió en Chile México y Perú. A futuro podría impulsar la demanda por renta variable y permitiría acumular mayores rendimientos a los aportes pensionales. Además, la mayor diversificación de las inversiones generaría un aumento en la eficiencia de la asignación de los recursos financieros en la economía.

Ortíz y López (2009) destacan otros beneficios del esquema de Multifondos:

- Mayor información: los afiliados estarían más incentivados a informarse acerca del desempeño de sus fondos de pensiones, lo que obligaría a las AFP a ofrecer mayores niveles de información y transparencia en el manejo de los recursos.
- Mayor participación: los afiliados serían más partícipes en la administración de su ahorro pensional, lo que los motivaría a destinar más tiempo y preocupación a otras dimensiones de su planificación financiera.
- Segmentación de clientes: las AFP podrían especializarse, segmentar su mercado, y atenderlo con instrumentos (fondos) más acordes con las necesidades de cada segmento.

5.3. EDUCACIÓN FINANCIERA

En los últimos años el mercado de valores en Colombia ha crecido tanto en el número de empresas enlistadas en bolsa, como en la cantidad de inversionistas; en parte, gracias a la democratización de como Ecopetrol, Isagen, el Grupo Aval, Helm Bank, entre otros, que hicieron que el número de inversionistas naturales pasara de 70.000 en 2006 a 600.000 a finales de 2007.

La bolsa ha manifestado que el desarrollo del mercado y la generación de oportunidades para los inversionistas, depende del número de personas que compran y venden títulos a través de la plaza. Consecuentemente, diversos agentes del mercado accionario, buscando atraer más inversionistas, han dirigido su atención a la educación financiera de los usuarios del sistema financiero.

Y aunque es cierto que para poder invertir en bolsa se requiere de cierto grado de conocimiento del mercado de valores y del funcionamiento de la economía, la realidad es que en Colombia existe un alto nivel de desconocimiento de los instrumentos financieros, opciones de inversión y de financiación, lo que preocupa a todos los agentes. Según datos de la BVC, el 87% de los más de 5000.000 inversionistas que compraron la acción en 2007, desconocían el funcionamiento del mercado. El problema radica en que este desconocimiento puede provocar malas o apresuradas decisiones por parte del inversionista, que pueden hacer que pierda dinero y se retire del mercado.

Para ello, es necesario cerrar la brecha de información que rodea a la inversión bursátil, eliminando el concepto errado de que el mercado es exclusivo de las élites empresariales y que para invertir en títulos valores hay que tener un enorme capital.

Esta situación ha llevado que los agentes a desarrollar programas para capacitar a la población en materia bursátil. La BVC por ejemplo, emprendió en 2008 un proceso de educación para que los potenciales inversionistas entiendan el funcionamiento del mercado y haga la inversión consciente de los riesgos, canales, costos y procedimientos.

Por su parte, varias universidades del país ahora brindan cursos, así como sociedades comisionistas y grandes emisores como Bancolombia y Ecopetrol, que han desarrollado programas para capacitar a sus accionistas.

Se trata de cursos cuyo propósito es acercar a las personas al mundo del mercado de valores, enseñándoles el funcionamiento de las inversiones y los pasos a seguir para entrar a negociar títulos valores, desde lo que es una acción y cómo se negocia hasta cómo estructurar y administrar un portafolio.

La idea es formar a los inversionistas en temas técnicos para que puedan tomar decisiones con base en instrumentos de análisis de indicadores económicos y financieros, y así formar una disciplina de negociación alejada de la intuición, donde el inversionista sea consciente de los riesgos, canales, costos y procedimientos, sobretodos a la hora de hacer transacciones a través de internet.

Otro de los canales que emplea la BVC para lograr su objetivo es la apertura de nuevos centros de atención en las principales ciudades del país, mejor conocidos como Puntos BVC, donde se ofrecen, además de los cursos descritos anteriormente, charlas educativas, contacto con las sociedades comisionistas y acceso en tiempo real a los últimos precios de las acciones.

En 2008, la BVC capacitó 390 personas, mientras que en 2009 fueron 1.413, y durante el primer semestre de 2010 sumaron 1.281. Actualmente hay unos 800.000 de personas naturales participando en la BVC, y hay una agenda definida con la que se pretende llegar a los 1,5 de inversionistas en 2015.

Cabe anotar que uno de los objetivos fundamentales de la Reforma Financiera es fomentar la educación de los consumidores de servicios financieros en Colombia respecto de los productos y servicios, instituciones autorizadas para prestarlos, así como los diferentes mecanismos establecidos para la defensa de sus derechos.

CONCLUSIONES

En el presente estudio se encuentra que el mercado accionario en Colombia ha crecido a lo largo de estos nueve años en términos de tamaño y liquidez, mostrando el crecimiento más dinámico de América Latina, a medida que ha sufrido una serie de transformaciones.

Entre los factores que explican este avance hallamos: la creciente demanda por títulos locales, incentivada por la entrada de capitales extranjeros; una mayor participación de las AFP en la compra de acciones, superando los límites establecidos por la ley; la democratización de importantes empresas del país que han contribuido a la masificación del mercado en años recientes con una alta participación de las personas naturales en las emisiones primarias de dichas empresas, particularmente en 2007; el proceso de desmutualización que ha experimentado la BVC a lo largo de la década con la modernización de los recursos tecnológicos.

Sin embargo, a pesar del gran avance, el mercado parece estar fallando en su misión al presentar ciertas condiciones de atraso relativo a nivel mundial, pues aun es pequeño, concentrado y poco líquido. De esta forma, puede no estar respondiendo a las demandas de financiación plateadas por el sector real, restringiendo el apetito inversor por el escaso número y diversificación de emisores. Por ende, no estaría posibilitando la apropiación de los beneficios que su desarrollo trae implícitos. De hecho, en el análisis al marco normativo, se encontró que se ha progresado más en la dotación del marco legal y jurídico, especialmente con la Ley 964 de 2005, que en su profundización del mercado.

Por otra parte, se encontró una alta concentración accionaria, donde solo un puñado de empresas representa más de la mitad de la actividad del mercado. No obstante, esta situación no es exclusiva de Colombia, sino que es una característica presente en las bolsas latinoamericanas.

Siendo esta la situación, se recomienda enfocar las estrategias de dinamización del mercado hacia la oferta de títulos. Es necesario brindar a los inversionistas mayor liquidez, mayor diversificación y reducir los costos de transacción, estimulando la inversión en proyectos de largo plazo. Esto implica una mayor pro actividad de la BVC y la administración central colombiana para potenciar la emisión de acciones, aumentar el número de inversionistas, tanto personas naturales como institucionales y permitir el ingreso de un grupo muchas veces marginado del sector crediticio y financiero: las pequeñas y medianas empresas.

Es indispensable seguir fomentando programas como Colombia Capital y Código país, así como seguir promocionando su masificación con una mayor participación y conocimiento del público en general a través de programas que integren la

cooperación de instituciones educativas en todo el país, como viene haciendo la BVC desde hace algunos años. Sobre todo, se necesita una seria y real política de Estado, incluyéndola como una de las metas de país, y como uno de los pilares de desarrollo para el sistema financiero colombiano, ampliando la visión del papel que podría jugar el mercado en el fomento de la competitividad de las empresas.

Finalmente, se puede decir que el mercado de valores en Colombia cuenta con una regulación consistente, que establece reglas de juego claras y consolida la seguridad jurídica, pero que carece de profundidad y aun tiene pendiente el cumplimiento de su misión como impulsor del desarrollo de la economía a través de la canalización del ahorro hacia la inversión productiva.

No obstante, los resultados del presente estudio muestran que esta tendencia parece estarse revirtiendo, con importantes repuntes de los indicadores de desarrollo en años recientes. Por lo tanto, vale la pena ampliar la investigación para así contribuir a la implementación de futuras políticas.

BIBLIOGRAFÍA

Arbeláez, María A., Zuluaga, Sandra, y Guerra, María L. (2002). *El Mercado de Capitales Colombiano en los Noventa y las Firmas Comisionistas de Bolsa*. Bogotá, D.C.: Alfaomega-Fedesarrollo.

Asociación Nacional de Instituciones Financieras y Deceval. (2009) “Desarrollo del Mercado de Valores: ¿En qué estamos?”. [En línea]. Disponible en: <http://www.deceval.com/InstructivosBoletines/Enfoque%2030.pdf> [recuperado el 15 de julio de 2010].

Barrios, Francly y Beltrán, Carlos A. (2007). “Evolución del mercado de capitales colombiano: un enfoque en el mercado accionario y sus efectos sobre el crecimiento económico a partir de 1990 hasta 2006”. Mimeo. Bogotá, D.C., Universidad de la Salle, Facultad de Economía.

Bernal, Humberto y Ortega, Byron. (2004). “¿Se Ha Desarrollado el Mercado Secundario de Acciones en Colombia Durante el Período 1988-2002?”. Bogotá, D.C., Monografía de Grado, Universidad Externado de Colombia, Departamento de Economía. [En línea]. Disponible en: <http://econpapers.repec.org/> [Recuperado el 17 de julio de 2010].

Black, Bernard S. (2001), *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, UCLA Law Review

Bolsa de Valores de Colombia (2009). “80 años del Mercado de Valores de Colombia”. [En línea]. Disponible en: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc> [recuperado el 12 de julio de 2010].

Bolsa de Valores de Colombia. (2008). “Guía del mercado de valores”. [En línea]. Disponible en: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/Documentos+y+Presentaciones> [recuperado el 19 de Julio de 2010].

Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia. (2008). “La Dinamización del mercado del Mercado de Valores en Colombia: Oferta y Demanda”. [En línea]. Disponible en: <http://www.amvcolombia.org.co/> [recuperado el 18 de Julio de 2010].

Demirgüç-Kunt, Asli y Levine, Ross. (1995) “Stock Markets and Financial Intermediaries: Stylized Facts”, The World Bank Policy Research Working Paper, No. 1462, The World Bank. [En línea]. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=620513 [recuperado el 19 de Julio de 2010].

Fortich, Roberto (2005) *La Ley del Mercado de Valores: Análisis de sus posibles consecuencias sobre las Corporaciones en Colombia*, Universidad del Rosario Borradores de Investigación de la Facultad de Economía, No. 86.

Garavito, Cesar. (2006) "De Club de Caballeros a Foro Electrónico de Negociación: Un Análisis Institucionalista Denso de la Bolsa de Valores de Colombia", Working Paper Series, Princeton University, No. 06-08f. [En línea]. Disponible en: cmd.princeton.edu/papers/wp0608f2.pdf [recuperado el 17 de julio de 2010].

Impavido, Gregorio & Musalem, Alberto R., (2000). "Contractual savings, stock, and asset markets," Policy Research Working Paper Series 2490, The World Bank.
Bolsa de Valores de Colombia (BVC): www.bvc.com.co

Investigaciones Económicas y Estrategias, Grupo Bancolombia. (2010). Informe Anual Proyecciones Macroeconómicas 2009 – 2010. [En línea]. Disponible en: <http://investigaciones.bancolombia.com/InvEconomicas/home/homeinfo.aspx> [recuperado el 20 de Julio de 2010].

Levine, Ross. (2004) "Finance and Growth: Theory and Evidence", NBER Working Papers, No. 10766. . [En línea]. Disponible en: <http://econpapers.repec.org/bookchap/eeegrochp/1-12.htm> [recuperado el 19 de Julio de 2010].

Ministerio de Hacienda y crédito público, Banco Mundial y Fedesarrollo. (1996). "Misión de Estudios del Mercado de Capitales: Informe Final", Bogotá D.C.

Salas Rada, Gustavo A. (2008). "Reforma financiera: riesgo y rentabilidad de las administradoras de fondos de pensiones" Estudios de Derecho y Gobierno. Bogotá D.C. [En línea]. Disponible en: www.portalweb.ucatolica.edu.co/.../54_1197_edyg-v1-n1-salas-.pdf [recuperado el 1 de septiembre de 2010]

Ortíz, Melisa y López Carlos M. (2009). "Sistema pensional: situación actual y esquema multifondos". Mimeo. Medellín. Universidad Nacional de Colombia, Facultad de minas.

Uribe, Jorge Mario (2007). "Caracterización del mercado accionario colombiano, 2001-2006: un análisis comparativo". Borradores de Economía, No. 456. [En línea]. Disponible en: www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra456.pdf [recuperado el 17 de julio de 2010].

Superintendencia Financiera de Colombia: www.superfinanciera.gov.co

Autorregulador del Mercado de Valores (AMV): www.amvcolombia.org.co

Depósito Centralizado de Valores de Colombia (Deceval): www.deceval.com

Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB): www.fiabv.org

World Federation of Exchanges (WFE): www.world-exchanges.org