

MERCADO ACCIONARIO EN COLOMBIA

**JHON ALEXANDER BONFANTE TAMARA
CARLOS ARTURO ORDOSGOITIA MUÑOZ**

**UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA DE BOLÍVAR
ESPECIALIZACIÓN FINANZAS
CARTAGENA DE INDIAS D. T. Y C.
2011**

RESUMEN

Los Títulos Valores, se definen como documentos necesarios para legitimar el ejercicio del derecho literal y autónomo que en ellos se incorpora. Su legislación fue desarrollada bajo los lineamientos generales del proyecto de Ley Uniforme de Títulos - Valores para América Latina, mejor conocida como “Proyecto INTAL”¹.

Dentro de estos títulos valores se enmarca el mercado de capitales, cuya función es la asignación y distribución de los recursos financieros de los que dispone la economía y cuya configuración suele presentar distintas características, de acuerdo al modelo de funcionamiento predominante, pudiendo ser bancario o bursátil.

Los autores, en el presente artículo, mediante una breve descripción del comportamiento histórico del mercado accionario en Colombia, se introducen en su importancia, riesgos, principales mercados accionarios en Latinoamérica, comparación de Colombia frente a los mercados regionales e internacionales y las principales ventas de acciones de Colombia, en los últimos (2006 – 2010) años, mediante la promulgación de la Ley 1118 de 2006, cuando se autorizó la Capitalización de Ecopetrol a través de la emisión de acciones nuevas en el mercado de valores hasta por un 20% de su capital social.

¹ Marroquín, velandia Santiago. Bancoldex. Estudio Régimen Legal Colombiano. Sistema General de títulos Valores en la República de Colombia. Diciembre 2005. Disponible en http://www.bancoldex.com/documentos/266_4capitulo_ii_titulos_valores.pdf

ABSTRACT

The securities are defined as documents needed to legitimize the literal and autonomous right therein is incorporated. Its legislation was developed under the guidelines of the draft uniform securities law - values for Latin America, better known as "INTAL project". Within these titles values is part of the capital market, whose function is the allocation and distribution of financial resources that it provides the economy and whose configuration is usually present different characteristics of agreement to the predominant model, may be banking or stock. The authors, in this article, by a brief description of the historic stock in Colombia market behavior, are introduced in its importance, risks, major stock exchanges in Latin America markets, comparison of Colombia market behavior, are introduced in its importance, risks, major stock exchanges in Latin America markets, comparison of Colombia regional and international markets and major sales of shares in Colombia, in recent years (2006-2010) years, through the enactment of the law 1118 of 2006 When authorized Ecopetrol capital through the issuance of new shares in the stock market up by 20 per cent of its share capital.

INTRODUCCIÓN

El mercado accionario colombiano, no parece responder a los determinantes externos, ni factores locales, planteándose, entonces, que se encuentra vinculado a la dinámica de los portafolios de las Administradoras de Fondo de Pensiones (AFP) y a los devenires de los flujos de capitales internacionales.

El mercado de capitales no intermediario está compuesto principalmente por los mercados de acciones, de papeles de renta fija y derivados. Su importancia radica en que permite la diversificación del riesgo en la economía en un momento dado, ofrece mayores oportunidades de financiación para proyectos innovadores de alto riesgo y altos beneficios esperados, así como también el abaratamiento de los costos de intermediación que se generan al trasladar los recursos desde los ahorradores hacia los inversionistas y a su vez, ofrece oportunidades de financiación necesaria para el crecimiento económico y aunque no se pueda afirmar que responde a un modelo financiero mejor o peor que el intermediado, permite una mejor coordinación de los agentes superavitarios y deficitarios dentro del ejercicio económico².

En el presente artículo, además de presentarse la evolución del mercado accionario latinoamericano, se presenta la evolución del mercado colombiano y sus tendencias más recientes. Al igual que sus ventajas y principales ventas de

² Levine, Ross (2004) "Finance and Growth: Theory and Evidence", NBER Working papers, No. 10766, citado por Uribe, Gil Jorge Mario. Mercado de Acciones Colombiano. Determinante Macroeconómico y papel de las AFP. 2009. Disponible en: http://docs.google.com/viewer?a=v&q=cache:CCKqIIXqxQwJ:socioeconomia.univalle.edu.co/nuevo/public/index.php%3Fseccion%3DCIDSE%26ver%3DPUBLICACIONES%26publicacion%3DDOCUMENTOS%26documento%3D167%26download%3D1+MERCADO+DE+ACCIONES+EN+COLOMBIA&hl=AHIEtbS2e0n4VF5mqals_rFcgnbnhugsBQ

acciones en Colombia, su comportamiento y participación en la Bolsa de Valores de Colombia.

Palabras Claves: Acciones, Mercado accionario, Bolsa de valores, valores Nominales.

MARCO TEÓRICO

Uno de los efectos de la globalización económica es el llamado mercado de capitales, el cual es una herramienta que busca el desarrollo de la sociedad a través de la transición del ahorro a la inversión, a nivel mundial; debido a que la mayoría de las empresas a lo largo del tiempo buscaron financiamiento en prestamos extranjeros, recurriendo a los bonos, acciones, papeles comerciales y cualquier otro tipo de capital de riesgo; movilizandolos sus recursos a mediano y largo plazo.

Lo anterior, obliga a que se desarrolle un nuevo y mejor modelo contable a nivel mundial, que permita la interpretación de la información a todos los inversionistas, para la toma de decisiones en dicho mercado; facilitando así el crecimiento a nivel mundial. Es por esta razón que es importante tener clara la división que existe en el flujo de capitales; porque las inversiones de los ahorradores pueden realizarse a través de unas instituciones financieras o simplemente a través de los instrumentos del mercado de capitales.

Este mercado de capitales, se constituye, entonces, en una "herramienta" básica para el desarrollo económico de una sociedad, dado que mediante él, se hace la transición del ahorro a la inversión, este moviliza recursos principalmente de mediano y largo plazo, desde aquellos sectores de ahorradores o inversionistas, hacia las actividades productivas, como las empresas, sector financiero, gobierno, mediante la compraventa de títulos valores.

Como es sabido, por medio de una mayor propensión al ahorro, se genera una mayor inversión, debido a que se producen excedentes de capital para los ahorradores, los cuales buscan invertirlos y generar mayor riqueza. Esta inversión

da origen, por su parte, a nuevas industrias generadoras de ingresos, siendo este el principal objetivo del mercado de capitales, el que se define como: "El conjunto de mecanismos a disposición de una economía para cumplir la función básica de asignación y distribución, en el tiempo y en el espacio, de los recursos de capital, los riesgos, el control y la información asociados con el proceso de transferencia del ahorro a inversión"³.

Dentro de sus funciones, se encuentra el aglomerado de los recursos de los ahorradores, además de ello permite la inversión a corto y largo plazo; reduce los costos de transacción (economías de escala), facilita el flujo de información y el monitoreo permanente; reduce los riesgos, se da una correlación entre el desarrollo del mercado de Capitales y el desarrollo y crecimiento económico.

Existen diferentes tipos valores, entre los que se encuentran, las acciones, los bonos, los papeles comerciales, los certificados de depósito de mercancías, cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización, cualquier título representativo de capital de riesgo, los certificados de depósito a término, las aceptaciones bancarias, las cédulas hipotecarias, cualquier título de deuda pública⁴

Éstos Títulos Valores, ofrece, ventajas de invertir en capitales en el mercado accionario, la posibilidad de obtener rendimientos mayores a los de otras alternativas; protección del capital contra la inflación, obtención de un ingreso recurrente, vía el pago de dividendos; exención de impuestos de las ganancias de

³ Peña, Víctor. Introducción al Mercado de Capitales Colombiano. Disponible en: <http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:Lbyjc3Af1WQJ:www.slideshare.net/vicmaster/introduccion-y-analisis-del-mercado+%22Es+el+conjunto+de+mecanismos+a+disposici%C3%B3n+de+una+econom%C3%ADa+para+cumplir+la+funci%C3%B3n+b%C3%A1sica+de+asignaci%C3%B3n+y+distribuci%C3%B3n,+en+el+tiempo+y+en+el+espacio,+de+los+recursos+de+capital,+los+riesgos,+el+control+y+la+informaci%C3%B3n+asociados+con+el+proceso+de+transferencia+del+ahorro+a+inversi%C3%B3n%22&cd=4&hl=es&ct=clnk&gl=c&source=www.google.com.co>

⁴ *Ibíd.*

capital, pero así como ofrece ventajas, también es necesario identificar algunas desventajas que suele tener la inversión en capitales dentro del mercado accionario: riesgo elevado de pérdidas; mayor al de otras alternativas, una elevada volatilidad en el valor de la inversión; baja liquidez comparada con otras alternativas, entre otras.

Es en este Mercado de Capitales, en cuyo seno se desenvuelven preferencialmente las bolsas de valores y su composición se encuentra determinada por el tipo de instrumentos e instituciones que se desarrollan dentro del mercado, los cuales pueden pertenecer al mercado bancario (o intermediario) o al no intermediado (o no bancario). El primero, caracterizado por la intervención de agentes tales como bancos, corporaciones financieras o similares, mientras que en el segundo la transferencia de los recursos es la que se hace directamente a través de los instrumentos sin necesidad de intermediación bancaria.

Éste mercado no intermediado, también conocido como mercado de valores, se encuentra compuesto por el mercado de acciones, bonos, derivados y otros mecanismos que permiten un contacto directo entre la oferta y la demanda de recursos. Así las cosas, se puede definir el mercado de valores, como “el conjunto de operaciones realizadas por los inversionistas con el fin de negociar títulos valores permitiendo, entre otras cosas canalizar eficientemente el ahorro del público al sector productivo⁵. Se presenta, además, como una herramienta efectiva para el control de la economía del país.

Posibilita, así mismo, la desconcentración del poder económico, pues contribuye a que las unidades deficitarias de la economía obtengan los recursos necesarios

⁵ Superintendencia de Valores. República de Colombia. Ministerio de Hacienda y crédito Público. El Mercado público de Valores, su gran oportunidad. Tercera edición. 1997. pág. 8. Citado por Correal, García Juliana. La autorregulación Bursátil en el Mercado de Valores Colombiano. Tesis de Derecho. Pontificia Universidad Javeriana. Bogotá D. C. 2003. Disponible en: <http://www.javeriana.edu.co/biblos/tesis/derecho/dere5/TESIS49.pdf>

para la adquisición de bienes de capital evitando la nociva tendencia del sector industrial frente a las instituciones financieras, las cuales pueden ser víctimas a largo plazo, de la liquidación o el estancamiento sostenido de las mismas.

Ahora bien, al definir el marco teórico del mercado de valores, éste se puede agrupar en dos grupos: El primero, el cual trata de explicar desde la teoría económica el comportamiento del mismo y la interrelación con aspectos como: la eficiencia, la información, las negociaciones, etc. y un segundo grupo en que se han realizado importantes trabajos sobre la forma como el inversionista elige sus inversiones atendiendo a la rentabilidad y al riesgo asumido.

Dentro del primer grupo, se destacan los trabajos de Samuelson [1965] sobre el comportamiento de los precios futuros de las acciones en el que los define como una “martingala”⁶ y el de Fama [1970] sobre teoría de juego justo y la forma débil de eficiencia del mercado. Dentro del segundo grupo, se pueden mencionar, la teoría de portafolio de Harry Markovitz [1952], basada en la teoría de elección y complementada por el teorema de la separación de J. Tobin [1958], el cual ha constituido uno de los pilares teóricos de las finanzas en el tema de inversión, recogido por el Modelo de Valoración de Activos de Capital desarrollado originalmente por Sharpe, Trynor, Mossin y Litner y que finalmente les otorgó el Premio Nóbel de Economía en 1990 a los profesores Harry Markovitz, William Sharp y Merton Miller⁷.

⁶ Samuelson P.A. [1965]. “Prof. That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly”. *Industrial Management Review*, v. 6. Citado por Gómez, c. (2006). “El Mercado de Valores en Colombia: Una mirada desde la Nueva Economía Institucional”. *Revista Economía y desarrollo*. Universidad Autónoma de Colombia. No. 2, volumen 5, pp 173 – 211. Disponible en: http://www.docentes.unal.edu.co/cagomezr/docs/El_mercado_de_valores_en_Colombia_Una_mirada_desde_la_nueva_economia_institucional_2006.pdf

⁷ Gómez, c. (2006). “El Mercado de Valores en Colombia: Una mirada desde la Nueva Economía Institucional”. *Revista Economía y desarrollo*. Universidad Autónoma de Colombia. No. 2, volumen 5, pp 173 – 211. Disponible en: http://www.docentes.unal.edu.co/cagomezr/docs/El_mercado_de_valores_en_Colombia_Una_mirada_desde_la_nueva_economia_institucional_2006.pdf

Este teorema Modigliani-Miller (de Franco Modigliani, Merton Miller) es la base para el pensamiento moderno en la estructura de capital. El teorema básico de que, en virtud de un proceso de mercado de determinado precio (el paseo aleatorio clásico), en ausencia de impuestos, costes de quiebra, e información asimétrica, se constituye en un mercado eficiente. El valor de una empresa no se ve afectada por la forma en que la empresa es financiada. No importa si el capital de la empresa se realiza con la emisión de acciones o de deuda. No importa cuál es la política de dividendos de la empresa. Por lo tanto, el teorema Modigliani-Miller es también a menudo llamado “El Principio de irrelevancia de la estructura de capital”⁸.

Una característica de estos dos primeros grupos es que atienden principalmente al mercado de capitales no intermediado o mercado de valores, y la mayoría de sus trabajos teóricos apuntan, bien a la explicación del comportamiento del mercado o bien a las decisiones del inversionista (individual o empresarial), sobre la base de la medición de la rentabilidad esperada y el riesgo asumido, dejando sus propias decisiones a la comparación de su intercompensación con la que ofrece el mercado denominada precio de equilibrio de mercado⁹.

De ahí, que para este grupo es importante contar con un mercado de valores desarrollado, que permita al inversionista diversificar su portafolio de inversiones manteniendo la rentabilidad y disminuyendo el riesgo no sistemático o riesgo inherente al comportamiento propio de la empresa emisora de las acciones. Ese mismo mercado le indicará la forma como debe ser compensado el riesgo sistemático o riesgo inherente al mercado, mediante la rentabilidad esperada y la rentabilidad requerida de una inversión.

⁸ Jaramillo, Garza Juvencio. Propuesta de un modelo de rentabilidad financiera para las pymes exportadoras en Monterrey, Nuevo León, México. Disponible en:

<http://www.eumed.net/tesis/2008/jjg/Teorias%20generales%20de%20soporte.htm>

⁹ Op Cit. Pág. 9.

Así, cuando el inversionista disminuye el riesgo por diversificación y la rentabilidad esperada le compensa el riesgo asumido, estará estimulado a invertir en ese mercado de valores, lo que permitirá a las empresas financiarse por esta vía, logrando reunir grandes capitales que de ser manejados mediante una política clara hacia las actividades de investigación y desarrollo, les permitirán lograr los niveles de competitividad necesarios para generar desarrollo económico.

Lo cierto es que la forma como las empresas obtienen sus fuentes de financiación es determinante no sólo en el costo de capital sino en su gobernabilidad. Pero además su estructura financiera es importante para determinar la forma como logran dinamizar su productividad y su crecimiento.

En lo referente a estudios sobre el Mercado de Valores en Colombia, en 1993 Medina y Echeverri publican los resultados del estudio sobre las opciones de rentabilidad y riesgo para las 32 acciones que componían el Índice de la Bolsa de Medellín (IBOMED) y el cálculo de la frontera eficiente a partir de la teoría de portafolios y del Modelo de valoración de Activos de Capital¹⁰

La Misión de Estudios del Mercado de Capitales [1996] concluyó entre otras, que en Colombia ha ido creciendo el número de empresas que han venido financiando sus proyectos por la vía del endeudamiento y reinversión de utilidades, de tal manera que el crédito bancario y el denominado “equity”, se han consolidado como sus principales fuentes de financiamiento. Este último se basa principalmente en la generación de recursos propios por lo que no ha pasado por las bolsas de valores.

¹⁰ MEDINA Carlos A. Y ECHEVERRI José I. La selección de portafolios y la frontera eficiente: el caso de la Bolsa de Medellín, 1990-1992. Lecturas de Economía. No. 39. Medellín, julio diciembre 1993. Citado por Gómez, c. (2006). “El Mercado de Valores en Colombia: Una mirada desde la Nueva Economía Institucional”. Revista Economía y desarrollo. Universidad Autónoma de Colombia. No. 2, volumen 5, pp 173 – 211. Disponible en: http://www.docentes.unal.edu.co/cagomezr/docs/El_mercado_de_valores_en_Colombia_Una_mirada_desde_la_nueva_economia_institucional_2006.pdf

Además resaltó la importancia del desarrollo del mercado de valores como un factor importante de crecimiento económico y como una herramienta que promueva la democratización de la propiedad accionaria. También se puede destacar del estudio, que además de la necesidad de estabilidad de las variables macroeconómicas la tasa de inversión es determinante para el desarrollo del mercado de capitales. Finalmente estableció que la inversión es afectada de manera significativa por el costo de uso del capital.

En 2003, ANIF y Fedesarrollo realizan un estudio para la Supervalores y para el BID, sobre la estructura de financiamiento del sector real, basado en una encuesta a 260 empresas seleccionadas y a 600 empresas de la base de datos de Fedesarrollo, por el lado de la oferta y a los fondos de Pensiones, por el lado de la demanda, concluyendo que existe un buen número de empresas con potencial para acceder inicialmente al mercado de renta fija y que se debe trabajar principalmente en tres frentes: Modificar el actual marco regulatorio de inversiones de los fondos de pensiones, fomentar una mayor oferta de emisiones a través del mercado privado y acompañar a las empresas en el proceso de entrada al mercado de valores.

En Diciembre de 2004 se presentan los resultados del estudio “Diagnóstico de la infraestructura del sistema de operación del mercado de valores en Colombia”, contratado por la Agencia Colombiana de Cooperación Internacional, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y la Superintendencia de Valores cuyos objetivos eran: Analizar la infraestructura del sistema de operación del mercado de valores colombiano, poner de manifiesto las debilidades del sistema, emitir recomendaciones en línea con los estándares internacionales y con la operativa de los mercados más desarrollados y a la luz de las recomendaciones emitidas, definir un plan básico de implementación de las mismas, realizando una priorización de las medidas identificadas.

El trabajo realizado entrega un informe de las debilidades detectadas agrupadas en tres áreas básicas: Infraestructura operativa y proceso de intermediación, proceso de compensación y liquidación y proceso de depósito.

Finalmente se tiene que, la literatura existente sobre el tema del mercado de valores se ha desarrollado a partir de conceptos centrales como mercados perfectos y condiciones de equilibrio y los trabajos de investigación realizados para el mercado colombiano dejan de lado aspectos fundamentales como la aplicabilidad de los modelos teóricos al caso particular, habida cuenta de las grandes diferencias en aspectos como: tamaño, transparencia, eficiencia, controles, etc. y además, olvidan que el proceso de captación del ahorro y de focalización de la inversión requiere de un acuerdo de las voluntades en la toma de decisiones, tanto de personas como de organizaciones y de las instituciones que moldean su comportamiento.

DESARROLLO DEL TEMA

La expansión de los mercados accionarios es uno de los fenómenos económicos más importantes de la última década, que se manifiesta en el fuerte incremento en la valorización de las bolsas y en la mayor difusión de la tenencia de acciones entre la población¹¹.

Esta creciente cultura accionaria ha generado profundos cambios a nivel micro, dado que reduce la dependencia de las empresas del crédito bancario y facilita la obtención de fondos para nuevos proyectos, y a nivel macroeconómico, introduce un nuevo factor de influencia o perturbación sobre la economía real a través de la fluctuación del consumo producida por las variaciones en el ingreso debidas a los beneficios o quebrantos del mercado accionario (efecto riqueza).

En los países con mayor desarrollo accionario, es decir, aquellos donde las empresas se financian en la bolsa y las familias ahorran en ella, una caída de los precios de las acciones tiene actualmente un efecto más perjudicial sobre la economía que en el pasado, debido a la mayor importancia de este mercado sobre las expectativas de los consumidores y su repercusión sobre el gasto y el crédito.

Esto permite entender la magnitud del desastre provocado por el colapso de la bolsa norteamericana en el año 2000. Año, en el cual, los índices de acciones industriales (Dow Jones) y las acciones de la Nueva Economía, es decir, de empresas y actividades vinculadas al internet (Nasdaq), registraron una baja del 20% y 60%, respectivamente. El derrumbe accionario representó para los norteamericanos una pérdida estimada del orden de 4 billones de dólares y afectó

¹¹ Pontoni, Alberto. Economía Monetaria y Mercados Financieros. 2003. Disponible en: <http://www.econlink.com.ar/articulos/mercadosaccionarios>

seriamente a más del 10% de la población. De allí que sea considerado como una de las principales causas de la recesión que actualmente vive la economía de ese país.

Además de ello, existen unos riesgos al invertir en las acciones, las cuales pueden bajar de precio al haber una expectativa desfavorable acerca del desempeño de la empresa. Esta mala perspectiva puede derivarse de malas expectativas relacionadas con los factores que influyen en el ambiente de negocios, tales como un bajo crecimiento económico, altas tasas de interés, una depreciación cambiaria o algún evento político relevante. O puede derivarse también de cuestiones inherentes al emisor, tales como la pérdida de contratos, la pérdida de mercado, una baja en ventas, dificultades en su situación financiera, entre otros.

Debido al riesgo elevado que se asume como accionista de una empresa, se exige un mayor rendimiento que a cualquier otra alternativa de inversión. Por esta razón, el mercado accionario ofrece mejores resultados en un horizonte de inversión de largo plazo.

Históricamente, el Dow Jones ha sido un indicador que ha anticipado las fluctuaciones de la economía real, la explicación se encuentra en la sintonía que existe entre inversores y empresas, a través de la correcta interpretación de sus parámetros fundamentales. Sin embargo, la irrupción de empresas de la Nueva Economía alimentó una burbuja fundada sobre las expectativas de reventa de estas acciones que disparó su cotización. El rojo en los balances de algunas compañías, no fue motivo de preocupación ni detuvo la loca carrera de los inversores que, encandilados por la ilusión de ganancias especulativas, dejaron de lado los parámetros clásicos utilizados para determinar el valor de las acciones. El derrumbe de estos papeles tampoco se debió a cambios en esos indicadores. De allí que se encuentre mas asociada a la influencia de los mercados financieros que a las circunstancias propias de esas compañías.

Este fenómeno arroja luz sobre la importancia creciente de los fondos especulativos en los mercados accionarios, ya que sus expresiones de confianza repercuten en los precios con independencia de la situación real. De esta forma pueden contribuir a determinar el futuro de la economía, como ha ocurrido en la actual crisis norteamericana.

Sin embargo, actualmente, la capitalización accionaria a escala global supera el PBI mundial mientras que en 1990 no alcanzaba a la mitad. En EEUU la tenencia de acciones entre la población, directamente o a través de fondos, supera, hoy día, los 12 billones de dólares mientras que una década atrás era de sólo 2 billones de dólares. En el mismo periodo, el número de estadounidenses que posee acciones pasó de 50 a 85 millones¹².

En Argentina, a diferencia de EEUU, las empresas no se financian en la bolsa y las familias no ahorran en ella. La bolsa del país no es más un ámbito de especulación que de negocios, de allí su importancia marginal y la sensación de bingo o timba que produce en el común de la gente.

Lo que se señalara como características de funcionamiento especulativo y el surgimiento y desinfe de burbujas resulta valido en el medio. Las expectativas del inversor local no se encuentran vinculadas con el horizonte productivo de las empresas, asociado al mediano o largo plazo, sino con las posibilidades de reventa en el brevísimo plazo.

En el marco del gran desafío, que enfrenta el país para transformar el actual sistema capitalista prebendario se encuentra la necesidad de construir un sólido mercado de capitales que pueda, realmente, contribuir al desarrollo de las fuerzas

¹² Pontoni, Alberto, La Bolsa – Mercados Accionarios. abril 2003. Disponible en <http://www.econlink.com.ar/articulos/mercadosaccionarios>. Consultada el 12 de junio de 2011.

productivas. La bolsa debe dejar de ser un casino y al Estado corresponde sentar las bases para transformar la actual cultura especulativa en otra de producción.

En Colombia, en cambio, después de la contracción de la economía a finales de los noventa, en la que los activos financieros se habían depreciado, la tendencia fue poco a poco cambiando, debido en parte a la reducción de tipos de interés por parte de los bancos centrales que buscaban motivar el crecimiento económico¹³.

Después de la recesión económica de finales de los noventa, los principales activos financieros de la economía mostraban un comportamiento negativo. En el caso específico del mercado accionario colombiano, al cierre de 1999, el volumen de las acciones que se transó en la Bolsa de Valores de Bogotá había caído 40.5% y el Índice de la Bolsa de Bogotá (IBB) se desvalorizó 10% en el año¹⁴.

A junio de 2005, el volumen transado se ha había incrementado 107% anual y el Índice General de la Bolsa de Colombia (IGBC) había crecido 88.09% en los últimos doce meses. El buen desempeño de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) en los últimos años, se debía en parte a un mayor número de acciones dentro de la composición de la canasta del IGBC y a una mayor rotación de los portafolios¹⁵.

El importante papel de entidades, como Suramericana de Inversiones, Cementos Argos, Acerías Paz del Río y Bancolombia, en el 2006, fueron catalogados como de alta bursatilidad, de acuerdo con las mediciones de la Superintendencia Financiera

¹³ Cárdenas, F. Julián Andrés y Velásquez, C. Ángela María. Investigaciones Económicas. Estrategia Económica Semanal. ¿Hasta cuando mantendrá el buen comportamiento el mercado accionario colombiano? Julio 5 de 2005. Disponible en: http://www.bnamericas.com/cgi-bin/getresearch?report=126926_EES05072005.pdf&documento=47774&idioma=E&login=

¹⁴ *Ibíd.*

¹⁵ *Ibíd.*

Así mismo, en el mes de septiembre de 2006, las acciones de Fabricato e Interbolsa que, en igual periodo de 2005, estaban catalogadas como de media bursatilidad, pasaron a ocupar puestos importantes en la categoría de alta bursatilidad, como consecuencia de un aumento ostensible en la frecuencia y volumen transado¹⁶.

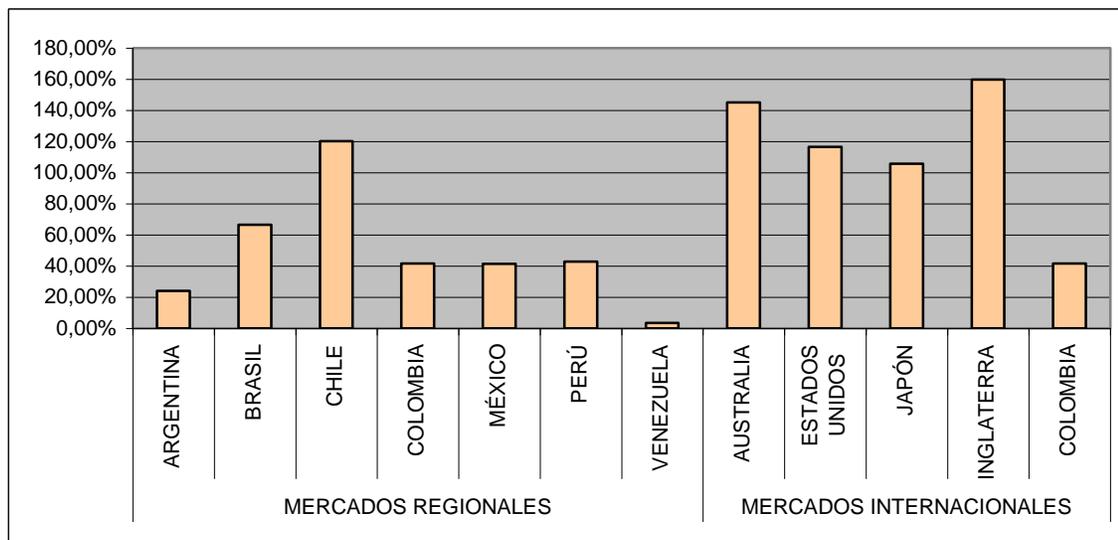
Adicionalmente cabe resaltar el auge de las transacciones que ha venido mostrando Cementos Argos, hecho que está altamente relacionado con el aumento de los precios del cemento entre septiembre de 2005 e igual mes de 2006, así como con el perfeccionamiento del proceso de adquisición de cementos Andino y Concrecem por parte de la firma Argos.

Para el año 2006, se consideraba entonces, que el mercado colombiano es un mercado pequeño en términos relativos a nivel mundial, con una Capitalización Relativa de Mercado del 41.61% al 2006, prácticamente constante para los dos últimos años (2004 – 2005). No existe, en ese entonces, punto de comparación con economías de mercados desarrollados como Inglaterra (159.85%), Australia (145.18%) o Japón (105.65%). Sin embargo, en el entorno regional, gracias al buen comportamiento del mercado accionario colombiano en el último quinquenio, el panorama lucía un poco distinto: el mercado colombiano se encuentra rezagado con respecto a Chile (120.12%) y Brasil (66.52%), pero en condiciones muy similares a las de Perú (42.91%) y México (41.47%). La situación en Colombia es mejor que en Argentina y Venezuela¹⁷ (Gráfica 1).

¹⁶ Notas de Coyuntura Económica, No. 106. El mercado de Valores en Colombia, panorama reciente. Noviembre 10 de 2006. Disponible en: http://www.asobancaria.com/upload/docs/docPub3518_1.pdf

¹⁷ Uribe, Gil Jorge Mario. Borradores de Economía. No. 456. Caracterización Del Mercado Accionario Colombiano, 2001-2006: Un Análisis Comparativo. Agosto de 2007. <http://www.gacetafinanciera.com/Maccol.pdf>

Gráfica 1. Comparación del mercado colombiano frente a los mercados regionales e internacionales.



Fuente: Autores basados en información de Jorge Mario Uribe Gil en Borradores de Economía. No. 456.

Vale la pena mencionar que el tamaño de la bolsa colombiana de 2000 a 2005 se multiplicó casi por tres (261% de variación porcentual de la CR), siendo éste el comportamiento más dinámico de la región. Adicionalmente, el colombiano fue el segundo mercado de mayor crecimiento en el mundo del 2004 al 2005, con un 100.2% de variación en la Capitalización Bursátil y del 58.3% en la Capitalización Relativa según datos de World Federation of Exchanges (2005)¹⁸.

Lo cierto es que el mercado de valores en Colombia, ha logrado en los últimos años, un crecimiento sustancial, no sólo porque más inversionistas están llegando al sistema, sino porque la valorización de los activos ha sido elevada, en especial en las acciones.

Para darse una idea del auge que el mercado de capitales ha tenido, cabe mencionar que sólo los títulos desmaterializados en el Depósito Centralizado de

¹⁸ *Ibíd.*

Valores de Colombia (Deceval) sumaban al pasado 30 de noviembre 264,2 billones de pesos frente a 138,4 billones que había en el 2007., lo que representa un aumento de 90% en tres años, y todo indica que la tendencia se mantendrá por fenómenos como una mayor oferta de opciones de inversión en el mercado y un crecimiento esperado de la demanda por parte de nuevos compradores¹⁹.

Sin embargo, las cifras registradas no constituyen la totalidad del mercado de valores, pues no todos los papeles que se negocian están bajo el cuidado del Deceval. No obstante, se constituyen en una muestra importante de que los negocios están creciendo de manera acelerada.

Otro indicador que da una idea de la profundización lograda en los últimos años por el mercado de valores tiene que ver con los volúmenes de negocios de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), la cual en el 2001, cuando comenzó a operar la BVC tras la integración de las bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente, la rueda accionaria movía un millón de dólares diarios y esa cifra va en 100 millones, es decir, 200.000 millones de pesos al mes.

Se estima que el Deceval tiene bajo custodia alrededor del 60 por ciento de las acciones que se negocian la Bolsa de valores de Colombia (BVC).

El hecho de que cada día aparezcan nuevos emisores y de que aumente el número de inversionistas es motivo central para explicar el crecimiento del mercado.

Cada vez son más las empresas que se convierten en emisoras de bonos de deuda como mecanismo para financiar sus procesos de expansión. En el 2009,

¹⁹ Mercado de valores se duplicó en tres años; expertos afirman que emisiones corporativas seguirán al alza. <http://ideasinversion.com/blog/2010/12/22/mercado-de-valores-se-duplico-en-tres-anos-expertos-afirman-que-emisiones-corporativas-seguiran-al-alza/>

hubo emisiones de esos títulos por 13,6 billones de pesos y este año (2011) la cifra ronda los 13,2 billones.

Se considera que en el 2011, se mantendrá el dinamismo de las emisiones corporativas, incluidas empresas públicas como ISA, EPM y la propia Ecopetrol. Por el lado de los inversionistas, para el 2011 se espera la continuidad de la alta liquidez del mercado registrada en el 2010, lo cual garantiza una demanda creciente de títulos para alimentar portafolios.

En el mercado de acciones también ha aumentado el número de emisores y la demanda de títulos, especialmente entre las personas naturales. Ahora, con la creación del Mercado Integrado Latinoamericano (Mila) que nace entre las bolsas de Valores de Colombia, Chile y Perú esa profundización podrá acelerarse porque la oferta de emisores será mucho más amplia. El 63% de los títulos son acciones

En los últimos años se ha evidenciado una recomposición importante del ahorro en el mercado de capitales colombiano. Antes de la crisis financiera mundial, el ahorro en el mercado de valores se distribuía de la siguiente manera: 55 por ciento en acciones ordinarias, 20 por ciento en CDT, 12 por ciento en bonos ordinarios, 4 por ciento en acciones preferenciales y 9 por ciento en otros títulos²⁰.

En el 2008 -en el punto más profundo de la crisis- el panorama cambió de manera sustancial. Así, las acciones bajaron al 46 por ciento y los CDT subieron al 28 por ciento, en un fenómeno lógico de búsqueda de seguridad. Los demás papeles mantuvieron una participación similar a la del 2007.

En el 2010, la composición que muestra Deceval es totalmente diferente, con un amplio margen de avance para las acciones ordinarias, que participan con un 63 por ciento. A su vez, los CDT perdieron un terreno importante, registrando un 15

²⁰ *Ibíd.*

por ciento de participación. Los bonos ordinarios, las acciones preferenciales y otros títulos registraron participaciones de 11, 4 y 7 por ciento, respectivamente.

El hecho de que más colombianos hayan ingresado al mercado de acciones explica el crecimiento del mismo. Se espera que en el 2011 el desarrollo de sistema se profundice con la llegada de nuevos emisores y compradores. La entrada en operación del sistema de multifondos para pensiones será un nuevo elemento a tener en cuenta para que Colombia siga creciendo su mercado.

Sin embargo, un cambio que aún está por darse tiene que ver con el perfil de los inversionistas locales, acostumbrados, en su gran mayoría, a buscar alternativas de mínimo riesgo, pero de baja rentabilidad. No en vano, los mayores volúmenes de negocios del mercado de valores se dan con papeles de renta fija, especialmente con Títulos de Tesorería (TES), que emite la Nación para su endeudamiento interno.

No obstante, mediante Ley 1118 de 2006, se autorizó la Capitalización de Ecopetrol a través de la emisión de acciones nuevas en el mercado de valores hasta por un 20% de su capital social, proceso al cabo del cual la Nación quedaría con una participación del 80% en Ecopetrol, producto de la dilución accionaria que este proceso implica.

Fue así, como en virtud de dicha Ley, Ecopetrol realizó en 2007 una emisión de acciones nuevas, que representan hoy el 10.1% de su capital, quedando pendiente la culminación del Proceso mediante una emisión futura del restante 9.9% del mismo, la cual se realizará en los términos especificados en la Ley 1118 y bajo las condiciones que para el efecto determine la Junta Directiva de la

Empresa, de acuerdo con autorización que ya fue tramitada y otorgada por la Superintendencia Financiera de Colombia²¹.

Estos recursos provenientes de emisiones de acciones nuevas en virtud de la Ley 1118 integran el patrimonio de Ecopetrol, toda vez que se trata de un proceso de capitalización y no de una venta de acciones ya emitidas. Como consecuencia de la Primera Ronda del Proceso de Capitalización de 10.1% realizada en 2007, La Nación se diluyó en su participación, quedando hasta el momento con una propiedad accionaria equivalente al 89.9% del capital social.

Así mismo, el proceso de venta de acciones del Grupo Aval, terminó con una demanda superior a \$3,1 billones, es decir tres veces el monto base que se estaba ofreciendo para la venta.

El monto de solicitudes representa el 150% del máximo contemplado en la emisión. El fortalecimiento patrimonial de la compañía resultado de la venta de acciones deja al Grupo Aval en la posición que buscaba para seguir con sus planes de expansión doméstica e internacional y con el propósito de transar muy pronto sus títulos a la Bolsa de Valores de Nueva York (Nyse)²².

Igual éxito se obtuvo con la venta de acciones de la empresa AviancaTaca, cuya demanda de acciones superó los 2,8 billones de pesos (cerca de 1.550 millones de dólares), lo que le permite contar con más de 50.000 nuevos accionistas.

La demanda por acciones de AviancaTaca superó los 2,8 billones de pesos, equivalente a más de cinco veces el monto base ofrecido de 500.000 millones de

²¹ Giraldo, Alejandro. ECOPETROL. Boletines 2010.

<http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:wjMDPhEo2kIJ:www.ecopetrol.com.co/contenido.aspx%3FcatID%3D148%26conID%3D43701%26pagID%3D132924+VENTA+DE+ACCIONES+EN+COLOMBIA&cd=21&hl=es&ct=clnk&source=www.google.com>

²² Soto, Higuera Ariel Gerardo. Los inversionistas demandaron \$3.1 billones en acciones del Grupo Aval. Diario La República. Bogotá abril 13 de 2011.

pesos" (277 millones de dólares). Los recursos producto de la colocación serán destinados a programas de expansión corporativos tanto de AviancaTaca Holding S.A. como de sus compañías subsidiarias".

Se podría afirmar, entonces que el éxito en la venta de acciones de los últimos años, se debe, en parte, a que la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) cuenta, hoy día con la más moderna plataforma de negociación a nivel mundial adquirida a NASDAQ OMX. Así mismo, el modelo de negociación de acciones adoptado, contempla las mejores prácticas internacionales tomando como base el modelo de la "Alianza del mercado Europeo^{01D}²³, lo que le permite a la Bolsa contar con los mismo parámetros de las mejores bolsas del mundo, permitiendo incrementar la liquidez (número de negocios) en el mercado accionario, atrayendo un mayor volumen de capitales (más dinero) y generando nuevos canales de acceso (Nuevas formas de acceder a los negocios).

²³ Bolsa de Valores de Colombia. Mercado de Acciones. Disponible en:
<http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/acciones>

CONCLUSIONES

El Mercado de Capitales, se constituye en una herramienta que busca el desarrollo de la sociedad a través de la transición del ahorro a la inversión, a nivel mundial, dándose así mismo una correlación entre el desarrollo del mercado de Capitales y el desarrollo y crecimiento económico. Es en su seno donde se desenvuelven preferencialmente las bolsas de valores y su composición se encuentra determinada por el tipo de instrumentos e instituciones que se desarrollan dentro del mercado, los cuales pueden pertenecer al mercado bancario (o intermediario) o al no intermediado (o no bancario). Éste mercado no intermediado, también conocido como mercado de valores, se encuentra compuesto por el mercado de acciones, bonos, derivados y otros mecanismos que permiten un contacto directo entre la oferta y la demanda de recursos.

Además de ellos se considera que, la expansión de los mercados accionarios es uno de los fenómenos económicos más importantes de la última década, que se manifiesta en el fuerte incremento en la valorización de las bolsas y en la mayor difusión de la tenencia de acciones entre la población, lo que ha generado profundos cambios a nivel micro, al reducir la dependencia de las empresas del crédito bancario y facilitar la obtención de fondos para nuevos proyectos, y a nivel macroeconómico, al introducir un nuevo factor de influencia o perturbación sobre la economía real a través de la fluctuación del consumo producida por las variaciones en el ingreso debidas a los beneficios o quebrantos del mercado accionario (efecto riqueza).

Realizando un comparativo de acuerdo al crecimiento, se tiene que en Estados Unidos, la capitalización accionaria a escala global supera el PBI mundial y la tenencia de acciones entre la población, directamente o a través de fondos, ha

crecido de 2 billones de dólares a más de los 12 billones de dólares y el número de estadounidenses que posee acciones pasó de 50 a 85 millones, lo que muestra un crecimiento histórico, a pesar de que en el año 2000, los índices de acciones industriales y las acciones de la Nueva Economía, registraron una baja del 20% y 60%,

En Argentina, a diferencia de EEUU, las empresas no se financian en la bolsa y las familias no ahorran en ella. La bolsa del país no es más un ámbito de especulación que de negocios, de allí su importancia marginal y la sensación de bingo o timba que produce en el común de la gente.

En Colombia, en cambio, después de la contracción de la economía a finales de los noventa, en la que los activos financieros se habían depreciado, la tendencia fue poco a poco cambiando, debido en parte a la reducción de tipos de interés por parte de los bancos centrales que buscaban motivar el crecimiento económico, igualmente se logró un crecimiento de la bolsa colombiana entre los años 2000 a 2005, cuando su crecimiento se multiplicó casi por tres (261% de variación porcentual de la CR), convirtiéndose en el comportamiento más dinámico de la región, logrando incluso, un crecimiento sustancial, en los últimos años, no sólo porque más inversionistas están llegando al sistema, sino porque la valorización de los activos ha sido elevada, en especial en las acciones.

Igualmente se tiene, que en el mercado de acciones también se ha incrementado el número de emisores y la demanda de títulos, especialmente entre las personas naturales, quienes participaron en la compra de acciones de empresas como ECOPETROL, el Grupo Aval, AviancaTaca, entre otras.

BIBLIOGRAFÍA

Bolsa de Valores de Colombia. Mercado de Acciones. Disponible en: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/acciones>. Consultada el 8 de mayo de 2011.

Cárdenas, F. Julián Andrés y Velásquez, C. Ángela María. Investigaciones Económicas. Estrategia Económica Semanal. ¿Hasta cuando mantendrá el buen comportamiento el mercado accionario colombiano? Julio 5 de 2005. Disponible en: http://www.bnamericas.com/cgi-bin/getresearch?report=126926_EES05072005.pdf&documento=47774&idioma=E&login= Consultada el 8 de mayo de 2011.

Deloitte & Touche Consultores, Ltda., 2004. Diagnóstico de la infraestructura del sistema de operación del mercado de valores en Colombia.

Giraldo, Alejandro. ECOPETROL. Boletines 2010. <http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:wjMDPhEo2kIJ:www.ecopetrol.com.co/contenido.aspx%3FcatID%3D148%26conID%3D43701%26pagID%3D132924+VENTA+DE+ACCIONES+EN+COLOMBIA&cd=21&hl=es&ct=clnk&source=www.google.com>. Consultada el 10 de mayo de 2011.

Gómez, c. (2006). "El Mercado de Valores en Colombia: Una mirada desde la Nueva Economía Institucional". Revista Economía y desarrollo. Universidad Autónoma de Colombia. No. 2, volumen 5, pp 173 – 211. Disponible en: http://www.docentes.unal.edu.co/cagomezr/docs/El_mercado_de_valores_en_Colombia_Una_mirada_desde_la_nueva_economia_institucional_2006.pdf. Consultada el 10 de mayo de 2011.

Herrera, S. y Mora, H. 1998. El costo de Capital en las Colombianas y el efecto de la tributación. Superintendencia de Valores de Colombia.

Jaramillo, Garza Juvencio. Propuesta de un modelo de rentabilidad financiera para las pymes exportadoras en Monterrey, Nuevo León, México. Disponible en: <http://www.eumed.net/tesis/2008/jjg/Teorias%20generales%20de%20soporte.htm>. Consultada el 10 de mayo de 2011.

Levine, Ross (2004) "Finance and Growth: Theory and Evidence", NBER Working papers, No. 10766, citado por Uribe, Gil Jorge Mario. Mercado de Acciones Colombiano. Determinante Macroeconómico y papel de las AFP. 2009. Disponible en:

http://docs.google.com/viewer?a=v&q=cache:CCKqllXqxQwJ:socioeconomia.univalle.edu.co/nuevo/public/index.php%3Fseccion%3DCIDSE%26ver%26publicacion%26documento%3D167%26download%3D1+MERCADO+DE+ACCIONES+EN+COLOMBIA&hl_ =AHIEtbS2e0n4VF5mqals_rFcgnbnhugsBQ. Consultada el 12 de mayo de 2011.

Marroquín, velandia Santiago. Bancoldex. Estudio Régimen Legal Colombiano. Sistema General de títulos Valores en la República de Colombia. Diciembre 2005. Disponible en http://www.bancoldex.com/documentos/266_4capitulo_ii_titulos_valores.pdf. Consultada el 12 de mayo de 2011.

Medina, C. A. y Echeverri, J. I. La selección de portafolios y la frontera eficiente: el caso de la Bolsa de Medellín, 1990-1992. Lecturas de Economía. No. 39. Medellín, julio-diciembre 1993.

Ménard, C. 1997. Economía de las Organizaciones. Grupo Editorial Norma, Editorial Universidad Nacional.

Mercado de valores se duplicó en tres años; expertos afirman que emisiones corporativas seguirán al alza. <http://ideasinversion.com/blog/2010/12/22/mercado-de-valores-se-duplico-en-tres-anos-expertos-afirman-que-emisiones-corporativas-seguiran-al-alza/>. Consultada el 12 de mayo de 2011.

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. 2004. Exposición de motivos presentada al Congreso de la República a raíz del proyecto de ley de reforma al mercado de capitales en Colombia.

Misión de Estudios del Mercado de Capitales. Informe Final. 1996. Ministerio de Hacienda de Colombia, Banco Mundial- Fedesarrollo. Santafé de Bogotá.

North, D. C. 1993. Instituciones, cambio institucional y desempeño económico, México, Fondo de Cultura Económica.

North, D. Thomas R. P. 1978. El nacimiento del mundo occidental, Una nueva historia económica (900-1700), Siglo Veintiuno Editores, México.

Notas de Coyuntura Económica, No. 106. El mercado de Valores en Colombia, panorama reciente. Noviembre 10 de 2006. Disponible en: http://www.asobancaria.com/upload/docs/docPub3518_1.pdf. Consultada el 12 de mayo de 2011.

Peña, Víctor. Introducción al Mercado de Capitales Colombiano. Disponible en: <http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:Lbyjc3Af1WQJ:www.slideshare.net/vicmaster/introduccion-y-analisis-del-mercado+%3Dwww.google.com.co>. Consultada el 12 de mayo de 2011.

Pontoni, Alberto. Economía Monetaria y Mercados Financieros. 2003. Disponible en: <http://www.econlink.com.ar/articulos/mercadosaccionarios>

Samuelson P.A. [1965]. "Prof. That Properly Anticipated Prices Flucuate Randomly". Industrial Management Review, v. 6. Citado por Gómez, c. (2006). "El Mercado de Valores en Colombia: Una mirada desde la Nueva Economía Institucional". Revista Economía y desarrollo. Universidad Autónoma de Colombia. No. 2, volumen 5, pp 173 – 211. Disponible en: http://www.docentes.unal.edu.co/cagomezr/docs/El_mercado_de_valores_en_Colombia_Una_mirada_desde_la_nueva_economia_institucional_2006.pdf. Consultada el 12 de mayo de 2011.

Schumpeter, J. 1912. Teoría del desenvolvimiento económico. Fondo de cultura Económica. Segunda Edición, 1997.

Simon, H. 1947. El comportamiento administrativo. Versión en español en Ed. Aguilar, Madrid, 1962.

Soto, higuera Ariel Gerardo. Los inversionistas demandaron \$3.1 billones en acciones del Grupo Aval. Diario La república. Bogotá abril 13 de 2011.

Superintendencia de Valores. República de Colombia. Ministerio de Hacienda y crédito Público. El Mercado público de Valores, su gran oportunidad. Tercera edición. 1997. pág. 8. Citado por Correal, García Juliana. La autorregulación Bursátil en el Mercado de Valores Colombiano. Tesis de Derecho. Pontificia Universidad Javeriana. Bogotá D. C. 2003. Disponible en: <http://www.javeriana.edu.co/biblos/tesis/derecho/dere5/TESIS49.pdf>. Consultada el 12 de mayo de 2011.

Uribe, Gil Jorge Mario. Borradores de Economía. No. 456. Caracterización Del Mercado Accionario Colombiano, 2001-2006: Un Análisis Comparativo. Agosto de 2007. <http://www.gacetafinanciera.com/Maccol.pdf>. Consultada el 15 de mayo de 2011.

Weber, M. 1922. Economía y Sociedad. Fondo de Cultura Económica. Primera reimpresión de la segunda edición en español de la cuarta edición en alemán. 1997.